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

ISSN-1657-799X



03/
2019 



Marzo de 2019

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

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

ISSN - 1657 - 799X





JUNTA DIRECTIVA

Presidente

Alberto Carrasquilla Barrera
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Gerardo Hernández Correa
Ana Fernanda Maiguashca Olano
Carolina Soto Losada
José Antonio Ocampo Gaviria
Juan Pablo Zárate Perdomo

Gerente General

Juan José Echavarría Soto

Bogotá, abril 1 de 2019

**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 un *informe* donde se señalan los resultados macroeconómicos de 2018 y las perspectivas para 2019. En los siguientes capítulos se describe la composición de las reservas internacionales y su rendimiento, la situación financiera de la Entidad y sus proyecciones, y la gestión cultural del Banco.

Con un atento saludo,



**Juan José Echavarría
Gerente General**

Contenido

Introducción /9

01 Contexto internacional /17

1.1 Desempeño durante el segundo semestre de 2018 /18

1.2 Desarrollos recientes y perspectivas para 2019 /24

02 La economía colombiana: resultados en 2018 y perspectivas para 2019 /29

2.1 Actividad económica /29

2.2. Mercado laboral /35

2.3 Inflación /41

2.4 Tasas de interés y sector financiero /48

2.5 Balance externo y política cambiaria /61

Recuadro 1: Ingresos externos por turismo y llegadas de viajeros internacionales por vía aérea a Colombia /76

Recuadro 2: Deuda en la economía colombiana: sector público no financiero, sector privado no bancario y hogares (1995-2018) /81

03 Reservas internacionales /89

3.1 Composición del portafolio de inversión /90

3.2 Rentabilidad de las reservas /91

04 Situación financiera del Banco de la República /93

4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República /93

4.2 Estado de resultados (PyG) /97

4.3 Proyección para 2019 /102

05 Gestión cultural del Banco de la República /107

5.1 Los Museos del Oro /108

5.2 La Red de Bibliotecas /109

5.3 Las colecciones de arte, numismática y filatelia /109

5.4 La labor musical /110

5.5 Programa de becas para posgrados en el exterior /110

Anexo /114

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Índice de confianza del consumidor en economías avanzadas /19

Gráfico 1.2 Evolución de la inflación y los salarios en economías avanzadas /19

Gráfico 1.3 Índices de actividad manufacturera /20

Gráfico 1.4 Precio internacional del petróleo (Brent y WTI) /20

Gráfico 1.5 Condiciones financieras internacionales /20

Gráfico 1.6 Rendimiento de los bonos soberanos a 10 años en economías avanzadas /21

Gráfico 1.7 Rendimiento de los bonos soberanos a 2 y 10 años en los Estados Unidos y tasa de política monetaria /21

Gráfico 1.8 Flujos de portafolio a mercados emergentes por región /22

Gráfico 1.9 Flujos de portafolio a mercados emergentes por tipo de inversión /22

Gráfico 1.10 Comportamiento de los CDS y monedas locales en 2018 /23

Gráfico 1.11 *Credit default swaps* a 5 años para algunos países latinoamericanos /27

Gráfico 2.1 Producto interno bruto /30

Gráfico 2.2 Tasa de desempleo /36

Gráfico 2.3 Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO) /37

Gráfico 2.4 Número de ocupados /38

Gráfico 2.5 Empleo por tipo de ocupación /39

Gráfico 2.6 Empleo por formalidad /39

Gráfico 2.7 Índice de salarios nominales /40

Gráfico 2.8 Comportamiento de la inflación total y la inflación básica /43

Gráfico 2.9 Tasa de interés de intervención del Banco de la República, tasa interbancaria (TIB), IBR *overnight* y DTF /50

Gráfico 2.10 Tasas de interés reales *ex ante* /51

Gráfico 2.11 Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República /51

Gráfico 2.12 Índice de las tasas cero cupón a diez años en Latinoamérica y otros países emergentes /52

Gráfico 2.13 Crecimiento anual de la cartera en moneda legal por modalidad /52

Gráfico 2.14 Contribución de los créditos a hogares y a las empresas al crecimiento anual de la cartera bruta total ajustada /53

Gráfico 2.15 Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje /53

Gráfico 2.16 Indicador de calidad por riesgo (ICR) /57

Gráfico 2.17 Indicador de calidad por mora (ICM) /57

Gráfico 2.18 Indicador de calidad por mora por rama de actividad /58

Gráfico 2.19 *IRL_R* a 30 días /58

Gráfico 2.20 Crecimiento real anual del fondeo (pasivo + patrimonio) y contribución de sus componentes /59

Gráfico 2.21 Promedio móvil semanal del VeR para la posición propia del sistema financiero /61

Gráfico 2.22 Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de Latinoamérica /68

Gráfico 2.23 Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo /69

Gráfico 2.24 Índices de tasa de cambio multilateral /69

Gráfico 2.25 Reservas internacionales netas/M3 /71

Gráfico 2.26 Indicadores de posición adecuada de liquidez externa /73

Gráfico 2.27 Otros indicadores de reservas internacionales /74

Gráfico 3.1 Composición de las reservas internacionales /90

Gráfico 3.2 Composición del portafolio de inversión por sectores /90

Gráfico 3.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia /90

Gráfico 3.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión /91

Gráfico 3.5 Rentabilidad histórica de las reservas internacionales por componentes /91

Gráfico 4.1 Precio internacional del oro /99

Gráfico 5.1 Participantes en la actividad cultural del Banco de la República /108

Índice de cuadros

Cuadro 1.1 Tasas de crecimiento de las regiones según el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización de las Naciones Unidas (ONU) /18

Cuadro 2.1 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /31

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /32

Cuadro 2.3 Clasificación de ocupados por tipo de empleo /40

Cuadro 2.4 Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica /42

Cuadro 2.5 Cambios en la canasta del IPC /47

Cuadro 2.6 Principales tasas de interés nominales del sistema financiero /49

Cuadro 2.7 Evolución saldo de TES del sistema financiero en posición propia y posición administrada /60

Cuadro 2.8 Balanza de pagos de Colombia /63

Cuadro 2.9 Proyección de la balanza de pagos /66

Cuadro 2.10 Algunos indicadores de las reservas internacionales de Colombia /72

Cuadro 4.1 Estado de la situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico /95

Cuadro 4.2 Estado de resultados del Banco de la República, 2018 /98

Cuadro 4.3 Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales /99

Cuadro 4.4 Distribución de utilidades /101

Cuadro 4.5 Presupuesto del Banco de la República, 2019 /103

Introducción

El desempeño de la economía colombiana en 2018 y durante los primeros meses de 2019 puede caracterizarse por dos hechos fundamentales: el inicio de la recuperación del crecimiento económico y la convergencia de la inflación a su meta de largo plazo. Ambos eventos tienen gran significado macroeconómico, porque muestran que la economía se aproxima a una situación de equilibrio, en la cual se reducen los excesos de capacidad productiva en un contexto de estabilidad de precios, como el que implica que la inflación esté en la meta. No obstante, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió en 2018, lo que indica que el país requiere hacer esfuerzos importantes para diversificar y fortalecer sus exportaciones.

Crecimiento

El Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) informó que en 2018 el producto interno bruto (PIB) se expandió a una tasa de 2,7%. Este resultado determinó un punto de inflexión frente a la tendencia de desaceleración originada por el fuerte choque a los términos de intercambio, que redujo el crecimiento anual desde 4,7% en 2014 a 1,4% en 2017. Este cambio en la dirección del ciclo económico muestra que, una vez concluido el proceso de ajuste luego de la caída de los precios del petróleo, la economía colombiana logró sentar las bases para su recuperación. De esta manera, las mismas fuerzas que indujeron la desaceleración —tales como el endurecimiento de las condiciones crediticias, el incremento de las primas de riesgo, y la pérdida de confianza de consumidores y empresarios— ahora actúan en sentido contrario, impulsando la recuperación. La pregunta, entonces, no es si la economía colombiana se recuperará, sino a qué velocidad lo continuará haciendo. Al respecto, los pronósticos de los analistas, aunque diversos, apuntan hacia mayores tasas de crecimiento que la observada en 2018, tanto para el presente año como para los venideros.

Como se analizará con detalle en el informe, el incremento de la actividad económica en 2018 fue impulsado por el fortalecimiento de la demanda interna, cuyo crecimiento anual fue de 3,8%, frente a 1,2% registrado en 2017. La reactivación de la demanda interna fue liderada por el incremento del consumo, tanto de los hogares (3,5%) como del Gobierno (5,9%). A esto se agregó el mayor dinamismo de la formación bruta de capital durante el segundo semestre del año, que le permitió alcanzar una expansión de 3,5% en 2018, a pesar de haberse contraído durante el primer semestre del año.

El consumo de los hogares fue favorecido por una política monetaria moderadamente expansiva, que indujo una reducción de las tasas de interés del crédito de consumo, lo que estimuló el dinamismo de esta cartera durante el segundo semestre del año. Adicionalmente, la progresiva desaparición del efecto inflacionario del aumento del impuesto al valor agregado (IVA), junto con el temprano descenso de la inflación que se concentró en el primer trimestre de 2018, mejoraron el poder adquisitivo de los consumidores. Por su parte, el consumo público mantuvo un buen dinamismo a lo largo de todo el año.

La aceleración de la demanda interna fue mayor que la del crecimiento económico. Ello obedeció a que la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones) contribuyó de manera negativa al crecimiento del PIB, como resultado de una expansión más rápida de las importaciones reales (8,0%), que de las exportaciones (1,2%). Si bien hubiera sido deseable una mayor fortaleza de las exportaciones, el rápido incremento de las compras externas no necesariamente implica algo desfavorable para la economía, pues eso depende de su composición: en 2018 las importaciones de bienes de capital representaron el 31% de las importaciones totales y las de materias primas el 46%. Ambos tipos de importaciones fueron las más dinámicas durante el año anterior, cada una con tasas de crecimiento cercanas a 11,5%. Aquellas amplían la capacidad productiva de las actividades industriales y agrícolas del país, lo que hacia adelante les permitirá a dichos renglones mejorar su aporte al crecimiento económico.

Todas las ramas de actividad productiva lograron crecimientos en 2018, a excepción de la minería. Se destacan las expansiones de las actividades profesionales, científicas y técnicas (5,0%), y las de administración pública y defensa, educación y salud (4,1%). Igualmente, los sectores de comercio, reparación, transporte y alojamiento, al igual que el de información y comunicaciones, alcanzaron crecimientos de 3,1% anual, superiores a lo observado en 2017. La industria manufacturera, estimulada por el mayor dinamismo de la demanda interna, mostró una recuperación significativa, al lograr un crecimiento de 2,0%, frente a la contracción de 1,8% en 2017. El sector agropecuario se expandió 2,0%, ritmo inferior al de 2017 (5,5%), debido a la reducción en la producción de café y otros cultivos, que se vieron afectados, entre otros factores, por condiciones climáticas desfavorables. La construcción mostró un crecimiento bajo, pero positivo (0,3%), el cual contrasta con la contracción de 2,0% observada en 2017. A ello contribuyó el repunte de las obras civiles en el último trimestre del año (7,8%). Finalmente, la minería reportó una nueva contracción en 2018 (-0,8%), aunque de menor magnitud que la observada un año atrás (-5,7%). Esto se explica por el fuerte retroceso de la producción de carbón (-6,5%) debido a factores climáticos y demoras en los procesos de expansión. Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por la mayor producción de petróleo y gas natural que creció 1,4%, estimulada por los mayores precios del crudo registrados en el curso del año.

Para 2019 se pronostica que el PIB tendría un crecimiento alrededor del 3,5%, por encima del promedio de crecimiento del 2% que el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta para Latinoamérica. Este pronóstico prevé que la demanda interna se fortalecería a un mayor ritmo que el observado en 2018. A esto contribuirán los incentivos tributarios sobre la inversión empresarial, al permitirle a las empresas

descontar del impuesto a la renta el pago de IVA por la adquisición de bienes de capital y el 50% del impuesto de industria y comercio.

Otros factores podrían contribuir a dinamizar la inversión tales como: 1) una mayor ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales, como suele ocurrir en el último año de gobierno de las autoridades locales; 2) un impulso a la inversión territorial gracias a la financiación de obras de infraestructura con recursos de regalías, y 3) avances en la construcción de carreteras en el marco de obras de cuarta generación (4G).

Por su parte, el consumo total registraría un crecimiento similar al observado en el año anterior. La tendencia de recuperación del consumo de los hogares seguiría estimulada por una inflación baja, una política monetaria levemente expansiva y la recuperación gradual de la confianza de los consumidores. En contraste, el consumo del Gobierno tendría un menor dinamismo que el observado en 2018, lo cual es coherente con una moderación del gasto del Gobierno Nacional necesaria para el cumplimiento de la regla fiscal.

El incremento de la actividad económica en 2018 no se refleja todavía en una reducción de la tasa de desempleo urbano y rural, puesto que en la economía aún persisten excesos de capacidad productiva. En la medida que la recuperación económica se consolide, comenzarán a observarse reducciones de la tasa de desempleo.

Inflación

Con respecto al comportamiento de la inflación, al cierre de 2018 el índice de precios al consumidor (IPC) fue de 3,18%; es decir, 91 puntos básicos (pb) inferior al nivel de 4,09% observado en 2017. Esta caída se concentró entre los meses de enero y abril, y a partir de allí la tasa de inflación se mantuvo en un rango entre 3,1% y 3,3%.

Al revisar el comportamiento de las diversas canastas que conforman ese índice, se puede observar que el descenso de la inflación en 2018 se explicó por la disminución de la variación de los precios de la canasta sin alimentos, que cayó de 5,01% en 2017 a 3,48% en 2018. A este resultado contribuyó la disolución de las presiones alcistas derivadas del aumento del IVA y otros impuestos indirectos, y las moderadas presiones de demanda en un entorno de excesos de capacidad productiva. En esta categoría sobresalió la reducción de la inflación de no transables, al pasar de 5,49% en 2017 a 3,79% en 2018. Este fue un avance importante, pues hasta 2017 este grupo exhibía una fuerte resistencia a la baja, con tasas de inflación que oscilaban alrededor de 5%, lo que impedía una convergencia más rápida de la inflación a la meta. Adicionalmente, se observó una caída significativa de la inflación de transables, que pasó de 3,79% en 2017 a 1,09% en 2018. Lo anterior contrasta con las fuertes alzas que se registraron en este grupo de bienes en años anteriores. La ausencia de un traspaso de la depreciación del último trimestre del año a los precios de estos bienes ayudó a este resultado. El grupo de bienes y servicios regulados fue el único renglón en esta categoría que no contribuyó a reducir la inflación, pues su registro aumentó de 5,86% a 6,37% entre 2017 y 2018, debido principalmente al incremento en las tarifas de energía eléctrica y acueducto, así como a aumentos en los precios de los combustibles. Por su parte,

la inflación anual de alimentos presentó un incremento moderado desde 1,92% en 2017 a 2,43% en 2018, como resultado de una base de comparación muy baja en 2017, unos precios internacionales de materias primas agrícolas estables o en descenso, y una oferta agropecuaria interna amplia.

La tendencia descendente de la inflación continuó en el primer bimestre del año, de tal forma que al finalizar febrero de 2019 la inflación de precios al consumidor mostró un registro del 3,01% anual. Un resultado tan cercano a la meta del 3% no se observaba desde septiembre de 2014. Varios factores contribuyeron a este resultado¹. La inflación sin alimentos prosiguió su descenso, al pasar del 3,48% en diciembre de 2018 al 3,14% en febrero. Igualmente lo hizo la variación anual de precios de transables, que cayó del 1,09% al 0,80%, confirmando que el traspaso de la depreciación de la tasa de cambio a los precios ha sido limitado. La inflación anual de no transables también registró un nuevo descenso al pasar del 3,79% en diciembre al 3,38% en febrero. Inclusive, la inflación de regulados, que en 2018 alcanzó un pico del 6,37%, se redujo al 5,72% anual en febrero. La variación anual de precios de alimentos aumentó del 2,43% en diciembre al 2,84% en febrero. Sin embargo, este fue un incremento moderado y acorde con lo esperado. Finalmente, en febrero el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica se situó en 2,81% anual, cifra por debajo de 3%. Todos los indicadores de inflación básica disminuyeron, a excepción del núcleo 20.

La encuesta mensual sobre expectativas, aplicada por el Banco de la República a analistas del sistema financiero, mostró una reducción de las expectativas de inflación para finales de 2019, desde un 3,41% estimado en la encuesta de febrero hasta un 3,23% en la de marzo. Esta revisión incorporó el dato de inflación observado en febrero, el cual indicó que algunos riesgos inflacionarios considerados a comienzos de año, tales como el incremento de 6% en el salario mínimo, el temor a un traspaso de la depreciación a los precios, la alta inflación de los bienes regulados, y el fenómeno de El Niño, no se materializaron. Las menores expectativas de inflación añaden un importante elemento a favor de la estabilidad de precios. Los pronósticos del equipo técnico sobre el comportamiento de la inflación para lo que resta de 2019 y 2020 consideran escenarios de riesgo que la JDBR monitorea hacia adelante. El primero contempla una senda de inflación de regulados que podría mantenerse por encima del 5% en el horizonte de pronóstico. Ello produciría presiones al alza sobre la inflación observada y sus expectativas, que podría requerir una revisión oportuna de la postura de política monetaria. A pesar de ello, las presiones alcistas sobre los precios al consumidor serían moderadas, por lo que en este escenario la inflación a finales de 2019 registraría un nivel similar al observado en 2018. Un segundo escenario considera condiciones financieras externas e internas más favorables, las cuales reducen las primas de riesgo y llevarían a una senda de tasa de cambio un poco menor. En este caso, la variación anual de precios de bienes transables sería más baja, lo que permitiría que la inflación de finales de 2019 se situaría alrededor del 3,05%.

1 A partir de 2019 el DANE introdujo una nueva canasta del índice de precios al consumidor. No obstante, para facilitar la comparación con 2018, aquí nos referimos a la canasta y clasificación anterior.

Contexto externo

Durante 2018 las condiciones externas fueron favorables para la economía colombiana. La economía mundial creció 3,1% según el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que se reflejó en una mejora de los términos de intercambio y una mayor demanda de exportaciones. El crecimiento global fue liderado por el dinamismo de la economía de los Estados Unidos (2,9%), impulsada por el estímulo fiscal y su consumo privado, y por la expansión de la economía china (6,6%). Las economías emergentes y en desarrollo alcanzaron en promedio un crecimiento de 4,2%, mientras que Latinoamérica y el Caribe se expandieron en conjunto 0,6%, lo que los situó como una de las regiones de menor dinamismo económico. Sin embargo, los socios comerciales de Colombia mostraron un crecimiento del 2,5% en 2018, el mismo que se había registrado en 2017.

El precio del petróleo presentó un notable repunte que se prolongó hasta la primera semana de octubre, cuando alcanzó un pico de USD86 el barril para la referencia Brent. Como resultado, el precio promedio del crudo para el período enero-octubre se ubicó en USD73,4 por barril, por encima del pronóstico inicial de USD62 por barril para el promedio de todo el año. Gracias a ello, el valor de las exportaciones de petróleo para el acumulado enero-octubre se incrementó a una tasa del 28,9% anual. Este buen dinamismo comenzó a revertirse durante el último trimestre del año, a medida que los precios del petróleo descendieron debido al incremento de la producción de crudo en los Estados Unidos, Arabia Saudita y Rusia, y a la flexibilización de las sanciones a las exportaciones de Irán. Así, el crecimiento de las exportaciones de petróleo para todo 2018 terminó siendo un poco menor (24,1%) de la observada hasta octubre. Las exportaciones totales tuvieron un ciclo similar, y para fines de 2018 crecieron un 10,4%.

Durante el último trimestre de 2018, las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, junto con el freno a los estímulos fiscales y monetarios en las economías avanzadas, exacerbaban las preocupaciones sobre la duración de la expansión global y, con ello, afectaron la percepción de riesgo de los inversionistas internacionales. Esto se reflejó en un incremento de los indicadores de volatilidad financiera internacional y en caídas generalizadas en las bolsas de valores. No obstante, los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) a finales de 2018 tranquilizaron los mercados, al sugerir que las condiciones de liquidez internacional seguirán siendo amplias. Esto permitió cierta reducción de las primas de riesgo y la recuperación de otros indicadores, incluidos los índices accionarios. En el caso de algunas economías emergentes, incluyendo la colombiana, los mensajes de la Fed contribuyeron a una leve apreciación de sus monedas, luego de la importante depreciación que se observó en el último trimestre del año pasado.

A pesar de retornar a la calma, la economía global continúa enfrentada a riesgos importantes relacionados con los efectos negativos de los aumentos de aranceles por parte los Estados Unidos y China, los cuales podrían incidir en una reducción del volumen de comercio mundial. Aparte del recrudecimiento de las tensiones comerciales, otros factores podrían provocar un deterioro aún mayor de la percepción del riesgo. Entre ellos cabe mencionar los altos niveles de endeudamiento de los Estados Unidos, China y otras economías avanzadas y emergentes; la incertidumbre frente al *brexit*, y una desaceleración más fuerte de lo previsto en China.

Igualmente, en el caso de Italia, las preocupaciones en torno a los riesgos soberanos y financieros han constituido un lastre para la demanda interna, mientras que para Turquía y Argentina se proyectan nuevas contracciones de sus economías.

En este contexto, a mediados de enero el FMI revisó a la baja los pronósticos de crecimiento mundial, a 3,0% para 2019 y 2,9% para 2020. Para América Latina, el Banco Mundial estima que la actividad económica continuará recuperándose, pero a un ritmo más lento del que estaba previsto, ya que alcanzaría un 1,7% en 2019 y un 2,4% en 2020. Desde el punto de vista de Colombia, estas contingencias externas podrían significar un menor crecimiento promedio de sus socios comerciales, un descenso del precio del petróleo y de otras materias primas exportadas por el país, y un incremento de las primas de riesgo soberano. Esto generaría presiones a la depreciación del tipo de cambio que, de trasladarse a los precios de los bienes transables y materias primas importadas, produciría presiones inflacionarias. En sentido contrario, condiciones financieras más laxas y de verificarse los menores aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos, posibilitarían que la liquidez internacional siga siendo amplia, lo cual impulsaría mayores flujos de capital hacia el país.

Los riesgos que para la economía colombiana produciría un deterioro en el desempeño de la economía mundial renuevan la necesidad de evaluar la situación del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, así como su financiamiento, dada la vulnerabilidad del país en ese frente. Este informe contribuye a ese análisis, al reportar los resultados de la balanza de pagos para 2018, presentar sus pronósticos para 2019.

Luego del choque petrolero, la economía colombiana experimentó un drástico deterioro en su cuenta corriente de la balanza de pagos, al pasar de un déficit del 5,2% del PIB en 2014 al 6,3% del PIB en 2015. La fuerte ampliación del desequilibrio externo obedeció a la reducción del valor de las exportaciones de origen minero y petrolero, y en menor medida de las industriales, como resultado de la drástica caída de los precios internacionales del petróleo y de otros bienes básicos, y por el débil crecimiento de los socios comerciales del país, que contrajo la demanda de nuestras exportaciones. Posteriormente, en 2016 y 2017 el desequilibrio externo tuvo una corrección considerable, al alcanzarse un déficit de la cuenta corriente de 4,2% y 3,3% del PIB. En un principio esta corrección se produjo por una caída significativa de las importaciones y de las utilidades obtenidas por las empresas petroleras con capital extranjero. Este patrón de ajuste cambió en 2017, como respuesta a un repunte de las exportaciones y otros ingresos externos que superó el incremento de las importaciones. Esta forma de ajuste se consideraba más favorable para la recuperación de la actividad económica, como en su momento se indicó en el *Informe al Congreso* pasado.

En 2018 se produjo un retroceso en el ajuste del desbalance externo, al registrarse un déficit de la cuenta corriente de 3,8% del PIB, mayor en 0,5 pp al observado un año atrás. En términos absolutos dicho déficit ascendió a USD 12.661 millones (m), superior en USD 2.364 m al registrado en 2017. Este deterioro obedeció a una aceleración en el ritmo de crecimiento de los egresos corrientes, en contraste con la desaceleración de los ingresos. El incremento de los egresos externos se explicó por un aumento de las importaciones, principalmente de materias primas y bienes de capital, el cual superó el aumento de las exportaciones. Como resultado, el

déficit de la balanza comercial de bienes se amplió en USD 745 m. A esto se sumó las mayores utilidades de las empresas con inversión extranjera directa (IED) en Colombia, principalmente de aquellas que operan en las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones; explotación petrolera; de minas y canteras, y de comercio, restaurantes y hoteles.

Para 2019 el equipo técnico del Banco pronostica que el déficit de la cuenta corriente continuaría ampliándose hasta un nivel que podría superar el 4,0% del PIB. Esto se explica por los menores precios que en promedio se prevén para el petróleo y el carbón, y por la moderación del crecimiento de las ventas externas de bienes industriales (que en 2018 crecieron 6,3%), en un contexto de lento crecimiento de los socios comerciales y de una menor dinámica del comercio mundial. Adicionalmente, se espera que las importaciones de bienes continúen en expansión, lo cual es coherente con los pronósticos de un mayor dinamismo de la demanda interna y recuperación de la inversión privada. Por otra parte, el incremento de las exportaciones de servicios, junto con la menor remisión de utilidades de las empresas petroleras con capital extranjero, contribuirían a evitar un mayor desbalance externo.

En el corto plazo un déficit en la cuenta corriente que sea financiable, como en el caso de Colombia, no debe ser motivo de alarma. En 2018, por ejemplo, la cuenta financiera de la balanza de pagos registró entradas netas de capital por USD 11.981 m (3,6% del PIB), que se originaron en IED (USD 11.010 m), en el desembolso neto de préstamos y otros créditos externos (USD 8.784 m) y en la inversión de portafolio en el mercado local (USD 2.706 m). Estos ingresos fueron compensados parcialmente por los pagos netos por concepto de títulos de deuda emitidos en los mercados internacionales (USD 2.357 m). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior ascendió a USD 5.122 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector financiero y manufacturero. Adicionalmente, las salidas de capital colombiano por concepto de inversión de cartera totalizaron USD 1.571 m, de las cuales USD 1.241 m fueron realizadas por empresas del sector público y USD 330 m del sector privado.

Para 2019, a pesar del incremento previsto del déficit de la cuenta corriente, las proyecciones de la balanza de pagos tampoco identifican restricciones para su financiamiento. No obstante, aunque para Colombia no se anticipen dificultades de financiamiento externo en el corto plazo, no sería prudente mantener una dependencia excesiva de los pasivos externos del país para financiar faltantes de ahorro interno, pues ello podría llevarlos a un punto riesgoso. Por esa razón, sería deseable que en el mediano plazo el país redujera su déficit de la cuenta corriente a un rango entre 2,5% y 3,0% del PIB, el cual se considera sostenible, según los análisis del equipo técnico.

Para ello sería necesario lograr un mayor dinamismo y diversificación de las exportaciones, que por mucho tiempo han estado concentradas en el sector de recursos naturales, principalmente petróleo. Un ajuste externo que comprima las compras externas no sería adecuado, pues el país requiere continuar importando materias primas y bienes de capital para consolidar su recuperación. Por eso es importante identificar nuevas fuentes de exportación en el sector industrial, agrícola y de servicios. Este es uno de los temas que hace parte de la agenda de investigación del Banco de la República.

Ante el contexto externo descrito, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró conveniente revisar los criterios de evaluación del nivel adecuado de reservas internacionales, para tener en cuenta la estructura de financiamiento de la economía. Este último criterio ha ganado relevancia, debido a que la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en Colombia comenzó a incrementarse desde 2011 y se aceleró a partir de 2014 hasta alcanzar un 25% en 2018. Adicionalmente, se buscó dar más énfasis a las medidas de cobertura de liquidez que estiman el nivel de reservas que se necesitaría para absorber un choque temporal, que reduzca las fuentes de financiamiento externo y permita soportar posibles salidas de capital. En estos ejercicios, además del nivel actual de reservas, se consideró la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI y su posible reducción, luego de su vencimiento en mayo de 2020.

Esto último impulsó la decisión de la JDBR de iniciar un programa de acumulación de reservas internacionales. Tal programa no interfiere con la postura de política monetaria, en la medida en que el Banco de la República utiliza los instrumentos necesarios para asegurar que la tasa de interés de corto plazo de la economía sea consistente con la tasa de intervención decidida por la JDBR.

Cabe resaltar que el programa tampoco persigue ningún objetivo de tipo de cambio. Por esta razón, se consideró que el mecanismo más adecuado para realizar la acumulación de reservas era el de intervenir en el mercado cambiario por medio de subastas de opciones *put*. Estas opciones generalmente tienen vencimiento a un mes, el precio del ejercicio es igual a la tasa de cambio representativa de mercado (TRM) y se negocian con los intermediarios del mercado cambiario autorizados para tal fin. La condición del ejercicio es que la TRM se encuentre por debajo de su promedio de los últimos veinte días hábiles. Así se evita que el Banco de la República compre dólares cuando el peso colombiano se esté depreciando frente a su promedio de los últimos veinte días. Las subastas se han realizado mensualmente y su monto se ha anunciado en el momento en que se realiza su convocatoria. Este mecanismo ha sido utilizado en el pasado por el Banco de la República con propósitos similares. Al 21 de marzo de 2019 se habían acumulado USD 1.539,9 millones mediante este mecanismo. Como herramienta complementaria, en febrero pasado el Banco de la República compró USD 1.000 m del portafolio en dólares del Gobierno Nacional.

Con el contexto económico descrito, en sus sesiones de enero y abril de 2018 la JDBR decidió hacer dos recortes de 25 pb cada uno en la tasa de política, los cuales la condujeron a un nivel de 4,25%, donde ha permanecido desde entonces. De esta manera, en marzo de 2019 la JDBR completó once meses sin modificar su tasa de referencia, manteniendo un nivel ligeramente expansionista. Cabe recordar que la reducción gradual de la tasa de interés de política se inició en diciembre de 2016, desde un pico de 7,75%. Debido al rezago con el que actúa la política monetaria, buena parte del recorte acumulado de 350 pb se transmitió a las tasas de interés del mercado en el transcurso de 2018, lo que ofreció un estímulo importante al crecimiento económico.

01

Contexto internacional

El segundo semestre de 2018 la economía global creció a un ritmo más lento del que venía presentando. Se presenció una desaceleración del comercio internacional. Igualmente estuvo caracterizado por una alta volatilidad en los mercados financieros y en los precios de las materias primas.

Para 2019 se espera que la actividad real global se desacelere levemente, principalmente por las economías avanzadas. Por otra parte, se esperan unas condiciones financieras internacionales menos restrictivas de lo previsto a finales de 2018, lo que podría favorecer los flujos de capital hacia las economías emergentes.

Durante el segundo semestre de 2018 la economía global creció a un ritmo más lento y menos sincronizado del que venía presentando. Esto explicó que las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas y emergentes por parte de diferentes organismos internacionales fueran más conservadoras y heterogéneas. La volatilidad en los mercados financieros y en los precios de las materias primas, el endurecimiento en las condiciones financieras hacia finales del año y la moderación del comercio internacional impulsaron las menores perspectivas de crecimiento global. En este contexto, desde finales de 2018 se viene observando que los inversionistas internacionales han diferenciado en gran medida los mercados donde eligen localizar sus inversiones, lo que genera una mayor dispersión en los flujos de capital hacia los países, en especial hacia las economías emergentes.

En los primeros meses de 2019 los mercados financieros se han mostrado más optimistas ante el avance en las negociaciones comerciales entre China y los Estados Unidos, así como frente a las señales por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) con respecto a la senda de las tasas de interés.

Esta sección se divide en dos partes: la primera se enfoca en el segundo semestre de 2018, que estuvo caracterizado por una alta volatilidad; mientras que la segunda comprende lo corrido de 2019 y las perspectivas para el presente año. Este segundo período ha estado caracterizado por una mayor calma en los mercados, lo cual se refleja en unas mayores entradas de capital a las economías emergentes.

1.1 Desempeño durante el segundo semestre de 2018

Para 2018 los niveles de crecimiento global, a precios de mercado, estarían por debajo de los pronósticos anteriores, situándose en 3,0% según cálculos del Banco Mundial, y en 3,1% de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Organización para las Naciones Unidas (ONU)¹ (Cuadro 1.1).

Cuadro 1.1

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

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

a/ Paridad de poder adquisitivo.

b/ Estimado.

Fuentes: Banco Mundial, FMI y ONU.

Por su parte, la confianza del consumidor en las economías avanzadas, aunque se ha reducido, continúa por encima de sus niveles de largo plazo (Gráfico 1.1). Además, el desempleo continúa estando por debajo de sus niveles históricos², sin que ello se haya traducido en un aumento significativo en la tasa de crecimiento de los salarios (Gráfico 1.2, panel A). En esta coyuntura, la inflación se ha mantenido

1 De acuerdo con el Cuadro 1.1 del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2018, las previsiones de crecimiento para 2018, a precios de mercado, eran del 3,1%, 3,4% y 3,2%, de acuerdo con el Banco Mundial, el FMI y la ONU, respectivamente.

2 En los Estados Unidos, la tasa de desempleo actual es de 3,8% frente al 9,6% de 2010. En la Unión Europea la tasa de desempleo se encuentra en 6,9%, comparada con el 10,8% de 2013.

contenida en los últimos meses, con un ligero aumento en los Estados Unidos (Gráfico 1.2, panel B).

El segundo semestre de 2018 también se caracterizó por una desaceleración del comercio internacional³. En las economías avanzadas esto se dio a un ritmo más rápido de lo previsto, debido, en parte, a una reducción en la actividad industrial y comercial, mientras que en las economías emergentes la desaceleración fue el reflejo de una menor demanda externa. La desaceleración de la actividad industrial y comercial de las economías avanzadas se refleja en las más recientes cifras del índice de producción manufacturera (Gráfico 1.3). Si bien el índice continúa señalando una expansión, esta sería menor que la observada durante la primera mitad del año para los Estados Unidos, la zona del euro y las economías emergentes. En este escenario de actividad comercial más moderada, se presentaron, además, tensiones comerciales que afectaron el volumen del comercio internacional a finales de 2018⁴.

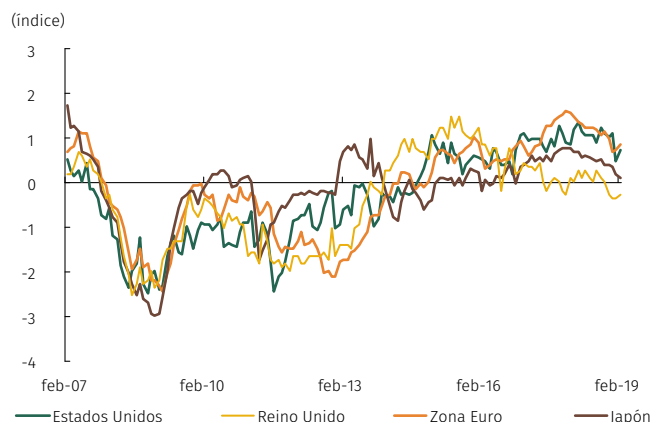
Las revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento en 2018 estuvieron acompañadas de una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales⁵. Las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China y el freno a los estímulos fiscales y monetarios en las economías avanzadas exacerbaban las preocupaciones sobre la duración

3 Según cifras de la Organización Mundial de Comercio (OMC), el volumen mundial de comercio de bienes para 2018 se ubicó en 3,9%, comparado con el estimado de 4,4% en abril de 2018. De igual forma, la proyección de este indicador para 2019 se revisó a la baja, al pasar de 4% a 3,7% en el reporte más reciente de esta organización.

4 Desde principios de 2018 se han introducido nuevas tarifas arancelarias, afectando cerca del 12% de los bienes estadounidenses importados, 6,5% de los bienes importados a China y cerca del 2,5% del comercio global de bienes.

5 Las cifras más recientes del índice de volatilidad del mercado de opciones *put* (VIX), el cual permite medir las expectativas de volatilidad del mercado, indican que existe una percepción de riesgo más elevada por parte de los inversionistas. El promedio de este indicador durante 2018 y lo corrido de 2019 es de 16,85, mientras que el promedio del índice para 2017 fue de 11,09. Valores más altos indican mayores expectativas de volatilidad en los mercados. Algunos interpretan este indicador como una medida de aversión al riesgo de los inversionistas.

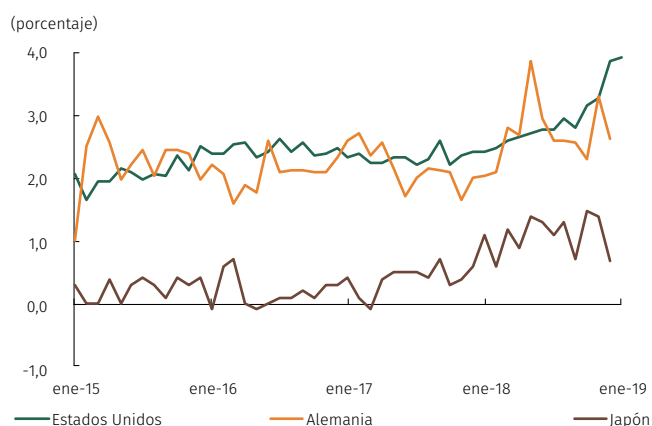
Gráfico 1.1
Índice de confianza del consumidor en economías avanzadas^{a/}



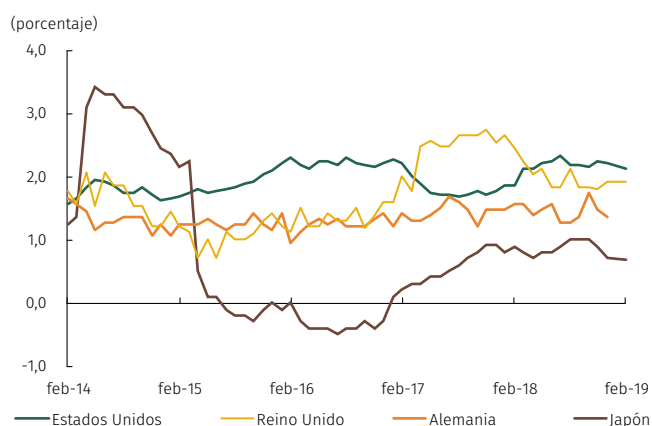
a/ Series estandarizadas con promedio igual a cero desde el año 2000.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.2
Evolución de la inflación y los salarios en economías avanzadas

A. Crecimiento anual de los salarios en economías avanzadas^{a/}



B. Inflación núcleo en economías avanzadas



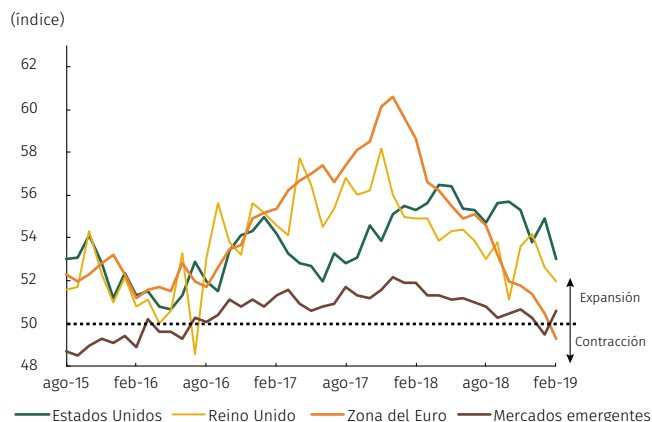
a/ Para Estados Unidos, remuneración por hora en los sectores no agrícolas; para Alemania, remuneración por hora en todos los sectores de la economía; para Japón, remuneración mensual promedio en los sectores no agrícolas.
Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

de la expansión global y, con ello, afectaron la percepción de riesgo de los inversionistas internacionales. Los costos de financiamiento en las economías avanzadas aumentaron durante la mayor parte de 2018, mientras que los niveles de inflación se acercaban a la meta de los bancos centrales, lo que permitiría una política monetaria menos expansiva.

A su vez, los precios del petróleo presentaron una alta volatilidad desde agosto de 2018, debido principalmente a factores de oferta. Las sanciones de los Estados Unidos sobre las exportaciones de petróleo provenientes de Irán y la continua reducción en la producción en Venezuela contribuyeron a incrementar el precio del petróleo Brent, el cual alcanzó niveles de USD86 por barril a principios de octubre. No obstante, los precios cayeron rápidamente en noviembre luego de que los Estados Unidos anunciaran la suspensión temporal de las sanciones a Irán para ocho países, incluyendo China e India. El posterior declive en el precio del petróleo reflejó el rápido crecimiento en la producción de crudo por parte de los Estados Unidos, así como un incremento de la oferta por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de Rusia (Gráfico 1.4).

Por otro lado, durante el segundo semestre de 2018 las condiciones financieras internacionales fueron más restrictivas en relación con lo observado a finales de 2017 (Gráfico 1.5), debido a la normalización de

Gráfico 1.3
Índices de actividad manufacturera
(PMI: purchasing managers' index)



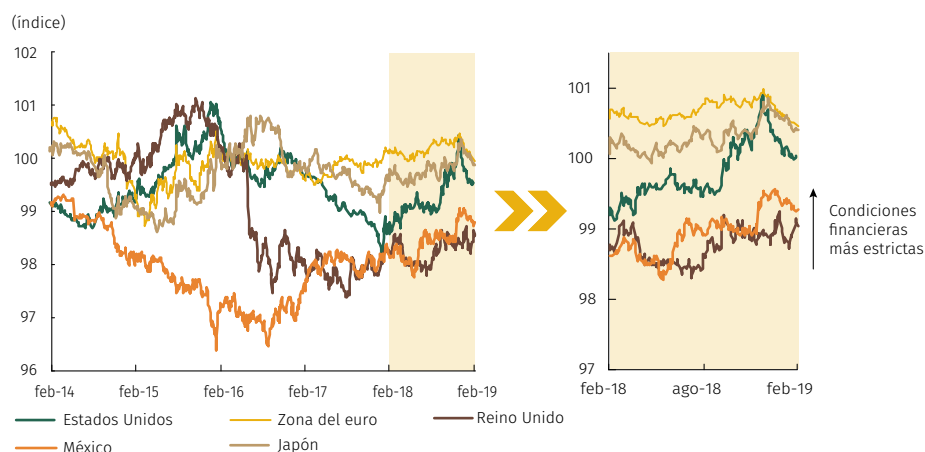
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.4
Precio internacional del petróleo (Brent y WTI)



Fuente: US Energy Information Administration (EIA).

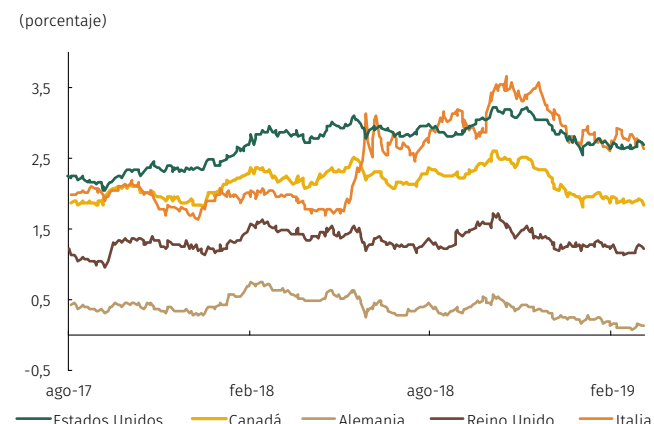
Gráfico 1.5
Condiciones financieras internacionales^{a/}



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

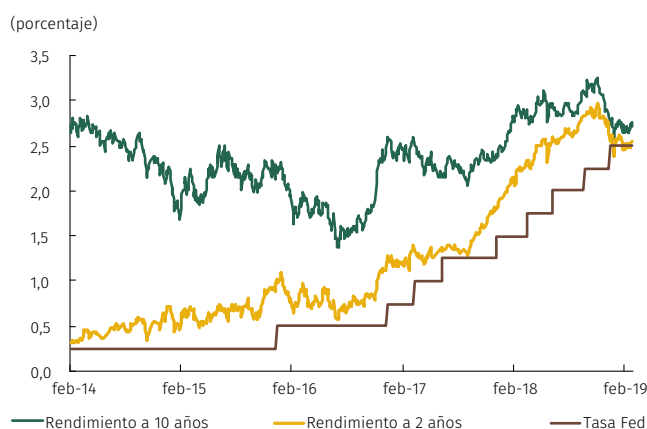
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.6
Rendimiento de los bonos soberanos a 10 años en economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.7
Rendimiento de los bonos soberanos a 2 y 10 años en los Estados Unidos y tasa de política monetaria



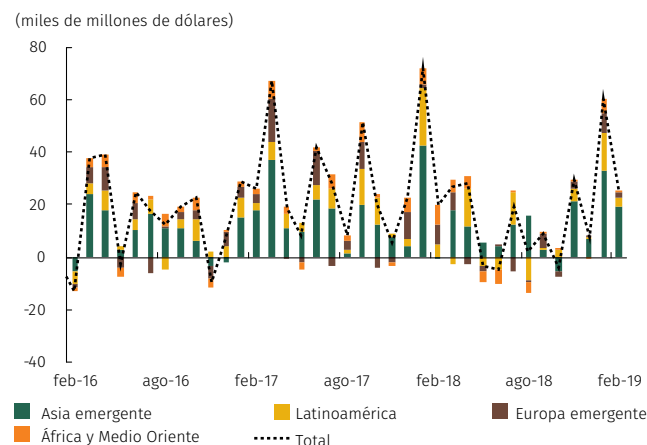
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

la política monetaria de algunos bancos centrales en economías avanzadas⁶. Las expectativas en torno a condiciones financieras menos laxas contribuyeron a aumentar los rendimientos soberanos durante 2018. En los Estados Unidos, tras notables fluctuaciones, los retornos de largo plazo de los bonos del tesoro finalizaron el año en niveles del 2,7%, cerca de 30 puntos básicos por encima de los niveles de principios de 2018 (Gráfico 1.6). Las preocupaciones de los inversionistas sobre las moderadas perspectivas de crecimiento, su búsqueda de activos más seguros y las expectativas de un proceso de normalización monetaria menos rápido de lo esperado por parte de la Fed pueden explicar, en parte, el aplanamiento de la curva de rendimientos de dicho país. De hecho, el diferencial entre los rendimientos de bonos a diez y dos años se redujo alrededor de 10 pb a mediados de diciembre (Gráfico 1.7)⁷.

Pese al endurecimiento de las condiciones financieras a finales de 2018, no se evidenció una reducción importante en los créditos bancarios internacionales en el ámbito global, lo que sugiere que la liquidez mundial se mantuvo en niveles altos. No obstante, al observar la evolución de los indicadores de liquidez dirigida hacia economías emergentes, se evidencia una reducción en 2018, lo que sugiere unas condiciones de liquidez menos holgadas hacia estas economías⁸.

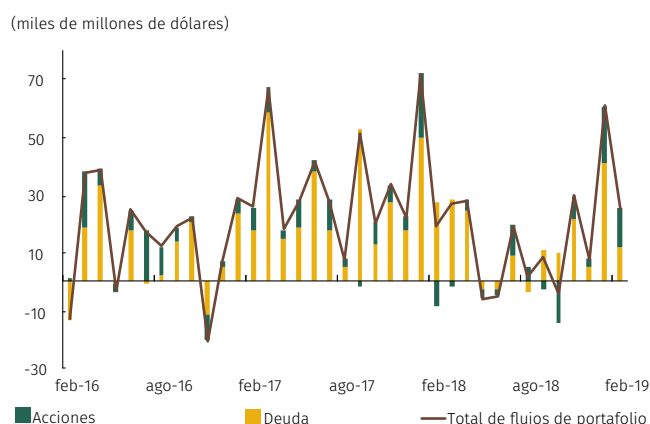
- 6 En los Estados Unidos la Fed incrementó la banda fijada como meta para la tasa de interés a 2,25%-2,50% en su reunión de diciembre pasado. En la zona del euro el BCE culminó su programa de compras netas de activos en diciembre de 2018. No obstante, en marzo de 2019 el BCE anunció que no aumentará sus tasas de interés al menos hasta finales de este año y que entre septiembre de 2019 y marzo de 2021 realizará una nueva serie de operaciones de financiación a largo plazo para los bancos de la región.
- 7 A finales de diciembre de 2018 el rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense de corto plazo era de 2,6%, mientras que para los de largo plazo era de 2,8%.
- 8 Una forma de evaluar la liquidez global es mediante el comportamiento de los créditos bancarios transnacionales. La lógica detrás de esta medición, que realiza el Banco de Pagos Internacionales (BPI), es que una mayor liquidez internacional se debería reflejar en la cantidad de créditos bancarios internacionales. De acuerdo con la información más reciente de las estadísticas bancarias internacionales del BPI, la tasa de crecimiento anual de estos créditos a septiembre de 2018 fue de 1,6%, ligeramente superior al promedio observado desde inicios de 2017 (1,2%). No obstante, al analizar únicamente los créditos hacia las economías emergentes, estos se expandieron a una tasa de 2,5% anual a septiembre de 2018, cifra muy inferior al promedio desde 2017 (7,6%).

Gráfico 1.8
Flujos de portafolio a mercados emergentes por región^{a/}



a/ Estimaciones a partir de noviembre de 2018.
Fuente: Institute of International Finance.

Gráfico 1.9
Flujos de portafolio a mercados emergentes por tipo de inversión



Fuente: Institute of International Finance.

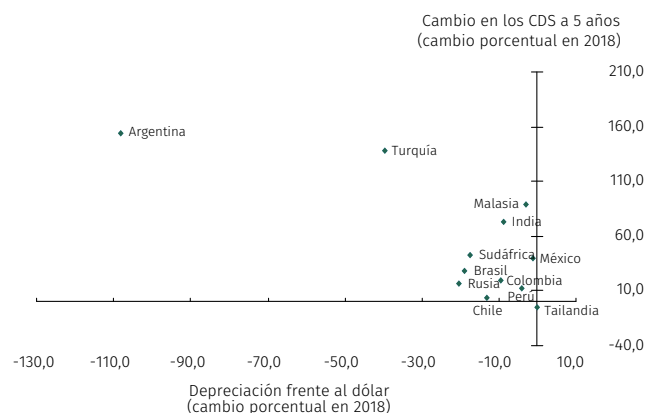
Los efectos de estos movimientos en los mercados financieros de finales de 2018 para las economías emergentes no fueron homogéneos. De acuerdo con el más reciente *Reporte de Perspectivas Económicas* del Banco Mundial, aquellos países con déficit en cuenta corriente financiado por flujos de capital volátiles, así como los países con una alta proporción de deuda externa a corto plazo, fueron los más afectados por las condiciones financieras internacionales más restrictivas. Una deuda interna elevada, niveles de inflación fuera de rango y factores idiosincrásicos, tales como la incertidumbre política, también contribuyeron a esa mayor exposición. Las economías de este grupo con monedas más líquidas y mercados financieros más desarrollados se vieron particularmente afectadas por los cambios en el clima de confianza en los mercados y por efectos de contagio. En consecuencia, algunas economías emergentes experimentaron una reducción en sus entradas de capital durante la segunda mitad de 2018 (Gráfico 1.8)⁹, las cuales se observaron tanto en instrumentos de deuda como en acciones (Gráfico 1.9)¹⁰. De igual forma, algunos bancos centrales de países avanzados y emergentes anticiparon un mayor endurecimiento de las condiciones financieras mediante incrementos en las tasas de interés de política monetaria, lo que llevó a un endeudamiento interno más restrictivo, una política monetaria procíclica y, en algunos casos, al lento crecimiento de la demanda y del crédito¹¹. La depreciación de la moneda local y la mayor percepción de riesgo soberano fueron más pronunciados en algunos países, lo que sugiere que los inversionistas internacionales han estado diferenciando en mayor medida entre economías

- 9 Durante el segundo semestre de 2018 las entradas de capital a los países emergentes promediaron USD 9,2 miles de millones (mm) mensuales, mientras que durante el primer semestre de ese mismo año el promedio habría sido de USD 23,3 mm mensuales.
- 10 Según información del IIF, durante 2018 se reportaron entradas acumuladas por USD 167 mm, representando una caída de 43,2% en relación con 2017. Para el caso de las acciones, se presentaron entradas acumuladas de USD 28 mm, exhibiendo una caída de 62,2%.
- 11 En los últimos dos meses estos aumentos en los tipos de interés se vieron en los bancos centrales de Chile, Indonesia, Israel, Corea del Sur, México, Filipinas, Rusia, Arabia Saudita, Suecia, Sudáfrica y Tailandia, al anticipar el endurecimiento en las condiciones financieras y, en algunos casos, con el objetivo de contrarrestar presiones inflacionarias.

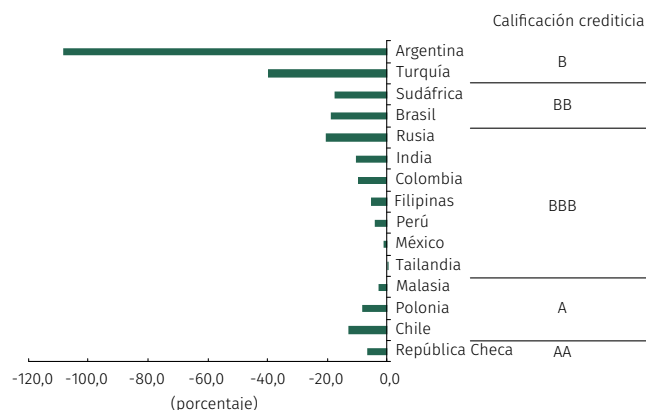
emergentes, otorgándole más importancia a factores propios de cada país a la hora de invertir (Gráfico 1.10)¹².

Gráfico 1.10
Comportamiento de los CDS y monedas locales en 2018

A. Cambio en los CDS a 5 años y depreciación para economías emergentes



B. Moneda local frente al dólar en 2018



Fuente: Bloomberg.

Un proceso de normalización de la política monetaria lo suficientemente predecible y ordenado por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas, al igual que la consolidación de mejores fundamentales y la conformación de diferentes colchones, contribuirían a enfrentar condiciones financieras más adversas. En Colombia los programas de acumulación de reservas y la política monetaria ordenada ayudaron a que el país continuara presentando entradas de capital, pese a las condiciones financieras internacionales menos laxas de finales de 2018. Además, algunos de los precios de los activos financieros locales, como los títulos de deuda pública, han perdido sensibilidad ante las condiciones internacionales. Para ilustrar este punto, el BPI realizó un ejercicio comparando el impacto de cambios en las tasas de interés de largo plazo de los Estados Unidos sobre un grupo de economías emergentes, con información desde 2013. Al replicar y actualizar el ejercicio con datos de Colombia, se encuentra que la sensibilidad de los bonos colombianos a los movimientos de las tasas de largo plazo de los Estados Unidos ha venido disminuyendo en el último año, y actualmente se encuentra por

12 Un análisis de descomposición por componentes principales de los flujos de portafolio a diferentes países emergentes realizado por investigadores del Banco de la República, confirma la hipótesis de que los inversionistas están diferenciando entre economías emergentes. Se encuentra que desde 2016 el primer componente explica un 64,0% de la varianza de los flujos de capital, lo que sugiere la existencia de un factor común importante que justifica el comportamiento de los flujos de capitales a economías emergentes. En contraste, al realizar este ejercicio para 2018, el poder explicativo del primer componente disminuye a 51,6%, lo que sugiere un aumento en la importancia de los factores idiosincrásicos y una mayor diferenciación entre países por parte de los inversionistas.

debajo del promedio de la sensibilidad estimada para un grupo amplio de economías emergentes¹³.

En resumen, durante 2018 la presencia de unas condiciones financieras más restrictivas, el debilitamiento de la actividad comercial y la intensificación de las tensiones comerciales significaron nuevos retos para el crecimiento global, en un contexto en el que la globalización, la profundización de lazos comerciales y la formación de cadenas de valor internacionales afectan cada vez más el crecimiento económico de los países emergentes¹⁴. Pese a lo anterior, desde 2018 se percibió una mayor diferenciación por parte de los inversionistas, lo que se estaría traduciendo en una discriminación de los flujos de capital hacia economías emergentes.

Para 2019 se estima una leve desaceleración de la actividad real global.

1.2 Desarrollos recientes y perspectivas para 2019

Para 2019 las estimaciones del Banco Mundial, el FMI y la ONU¹⁵ son menores a lo proyectado en octubre del año pasado, lo que indicaría unas menores expectativas para el crecimiento económico global (Cuadro 1.1)¹⁶. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) proyecta tasas de crecimiento de 3,3% para 2019 y 3,4% para 2020, las cuales también fueron menores a anteriores previsiones, como resultado de la pérdida de dinamismo del comercio global y las revisiones a la baja en el crecimiento de la mayoría de economías del G20. No obstante, las proyecciones de crecimiento difieren para distintos grupos de países. Mientras que para el grupo de economías avanzadas se prevé una desaceleración

13 El BPI elaboró un ejercicio de sensibilidad de las tasas de interés a largo plazo de quince economías emergentes ante cambios en los rendimientos de bonos de las economías avanzadas, para la nota titulada “Recent Developments in Global Economy” de la reunión de gobernadores del BPI de junio de 2018. Al replicar las estimaciones de este ejercicio para Colombia en el período 2013-2019, investigadores del Banco encontraron que el nivel de transmisión de las tasas externas a las locales es inferior al del grupo de países analizados por el BPI, encontrando que ante un cambio de 100 pbs de la tasa de interés de largo plazo de los Estados Unidos precedería un aumento de 43 pb en las tasas de largo plazo promedio en países emergentes y de 25 pb en las tasas de largo plazo promedio para Colombia. Los valores promedio estimados usando exclusivamente información de los últimos doce meses corresponden a 24 pb para la muestra de economías emergentes y de 10 pb para Colombia.

14 De acuerdo con una nota preparada por el BPI en diciembre de 2018 titulada “How Has Globalization Affected Emerging Market Economies”, en la que se analizan las tendencias de la globalización en países emergentes con relación al comercio, el surgimiento de cadenas de valor internacionales y la inversión extranjera directa, el mayor grado de interconexión comercial global en países emergentes ha ido acompañado de un aumento progresivo del PIB y menor volatilidad macroeconómica en estas economías. Al mismo tiempo, el estudio señala que la estrecha integración de las economías emergentes en el comercio internacional las hace más vulnerables a choques externos.

15 De acuerdo con el Cuadro 1.1 del Informe de la *Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2018, las previsiones de crecimiento para 2018, a precios de mercado, eran del 3,1%, 3,4% y 3,2%, de acuerdo con el Banco Mundial, el FMI y la ONU, respectivamente.

16 Las cifras de crecimiento mundial proyectadas para 2019, a precios de mercado, eran del 3,0%, 3,3% y 3,2%, según cálculos del Banco Mundial, el FMI y la ONU, respectivamente.

En los primeros meses de 2019 se ha observado una disminución de la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales.

del crecimiento en 2019 y 2020, en las economías emergentes, incluyendo Latinoamérica y el Caribe, se espera un período de mayor crecimiento en los próximos dos años.

Adicionalmente, a principios de 2019 se observó una disminución en la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales. Los anuncios de la Reserva Federal durante lo corrido de 2019 con respecto a un proceso de normalización de la política monetaria más cauto y gradual, señalaron a los mercados la posibilidad de que no se presenten más aumentos en la tasa de interés para lo que resta del año¹⁷. De la misma manera, ha habido anuncios en torno a una reducción de balance más lenta de lo inicialmente esperado, lo que sugiere la posibilidad de unas condiciones financieras para 2019 más laxas que lo previsto a finales de 2018 (Gráfico 1.5). Lo anterior, sumado al optimismo ante una eventual solución de las fricciones comerciales entre los Estados Unidos y China¹⁸, generaría unas condiciones propicias para que continúe la reactivación en los flujos de capital hacia las economías emergentes.

El repunte y la recuperación de los precios de los activos han sido sustanciales. A inicios de febrero ya se habían recuperado las caídas presentadas a finales de 2018 en los precios de las acciones y la deuda corporativa, y los mercados emergentes han venido presentando entradas de capital tanto para instrumentos de acciones como de deuda (gráficos 1.8 y 1.9)¹⁹. Las tasas de los bonos de la mayoría de los países se han mantenido relativamente estables en reacción al cambio de las perspectivas económicas y monetarias internacionales, lo que sugiere que el proceso de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, que se presentó a finales de 2018, perdió fuerza en lo corrido de 2019.

En lo corrido del año se han presentado entradas de capital a las economías emergentes.

En este contexto, el crecimiento en los Estados Unidos se ha mantenido sólido, reforzado principalmente por estímulos fiscales y un aumento en la demanda interna. El crecimiento en ese país para 2018 fue del 2,9%, el cual fue superior en 0,2 pp en relación con las proyecciones previas del FMI. El mercado laboral se mantiene sólido y la tasa de desempleo se encuentra en un nivel históricamente bajo de 3,8%. Para 2019 se espera una leve desaceleración en el crecimiento de ese país tras los ajustes

17 No obstante, los resultados de los informes de mercado laboral en Estados Unidos y el desempeño de la inflación serán determinantes en las decisiones que tome la Fed en lo que resta del año. De acuerdo con el FMI, se espera un ritmo de subida en la tasa de interés más gradual durante 2019 y 2020.

18 Los Estados Unidos anunciaron el aplazamiento del aumento en las tarifas arancelarias a las importaciones chinas, el cual estaba previsto para el 1 de marzo de este año.

19 De acuerdo con los reportes más recientes del IIF, en enero y febrero de 2019 los flujos de portafolio hacia economías emergentes aumentaron en 675% y 227%, respectivamente, frente a diciembre de 2018. Dicho aumento estuvo jalonado principalmente por inversiones en instrumentos de deuda en el primer caso y en acciones en el segundo.

Se espera que el crecimiento en América Latina y el caribe se acelere en 2019.

monetarios de la Reserva Federal ya realizados y el desvanecimiento de los estímulos fiscales²⁰.

En contraste, la actividad económica en la zona del euro fue más débil de lo esperado, debido a un estancamiento en sus exportaciones. El crecimiento en esta región se ralentizó en 2018, con un crecimiento de 1,9% (0,2 pp por debajo de anteriores proyecciones). En particular, el ritmo de crecimiento de las exportaciones se ha atenuado, reflejando previas apreciaciones del euro y una desaceleración en la demanda externa. Para 2019 se espera que el crecimiento en la zona del euro continúe desacelerándose, llegando al 1,6% en 2019 y a un promedio del 1,4% entre 2020 y 2021. El BCE ha dado señales de una política monetaria más laxa durante 2019.

En cuanto a la economía china, a pesar de la presencia de un ajuste hasta el momento ordenado, su nivel de apalancamiento continúa siendo elevado. De acuerdo con información del BPI, el crédito al sector privado no financiero habría alcanzado un 205,5% del PIB en junio de 2018. Además, el *credit-to-GDP gap*²¹, el cual es una razón entre el nivel de crédito sobre PIB y su tendencia de largo plazo, alcanzó un valor de 12,3 como porcentaje del PIB en junio de 2018, lo cual representa un nivel superior al promedio histórico²². Aunque este indicador ha disminuido desde valores superiores al 20% del PIB a mediados de 2016, hay mucha atención sobre la velocidad en su disminución, tanto por la posibilidad de que exista una caída más drástica de la esperada, como por la alta sensibilidad de la carga financiera del sector privado ante cambios en las tasas de interés en dicho país.

Pese a que las previsiones de crecimiento para las economías emergentes son más positivas en relación con las economías avanzadas, la expansión económica en algunos países emergentes también se ha desacelerado, particularmente en aquellos con altos desbalances macroeconómicos. La actividad económica de los países emergentes dependerá en gran parte de cómo este año enfrenten el comercio internacional y las condiciones financieras de los mercados globales²³.

Se espera que el crecimiento en América Latina y el Caribe aumente, alcanzando un 2,3% en 2019 en un ambiente de niveles de percepción de riesgo soberano históricamente bajos, a pesar de la presencia de algunas

20 Según proyecciones del Banco Mundial, el crecimiento en los Estados Unidos será del 2,5% para 2019 y del 1,7%, en promedio, para 2020 y 2021, cifras que son consistentes con el potencial de crecimiento de ese país.

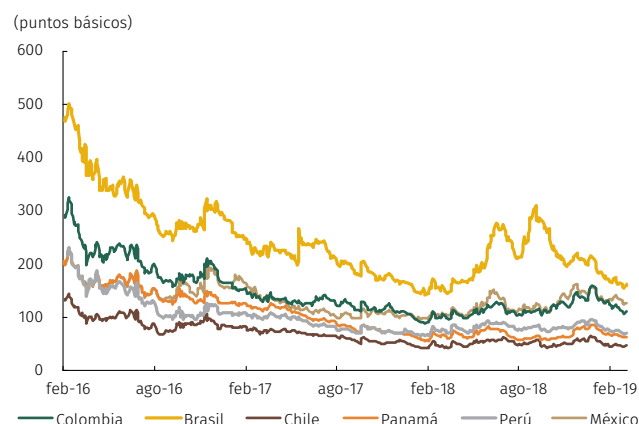
21 Corresponde a la diferencia entre el nivel de crédito sobre PIB menos su tendencia de largo plazo, lo que captura la excesiva acumulación de crédito.

22 Como referencia, el promedio simple del *credit-to-GDP gap* para China desde 1996 ha sido de 7,5%.

23 En este grupo de países, se espera que el crecimiento se mantenga en 4,2% en 2019, inferior en 0,5 pp con relación a previsiones anteriores. Esta revisión a la baja se debe, en parte, al debilitamiento del crecimiento en Argentina y en Brasil. De igual forma, el promedio regional se ve inducido a la baja por la situación económica de Venezuela.

correcciones de corto plazo (Gráfico 1.11). En esta región la dinámica de crecimiento es heterogénea. Según previsiones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), las economías de América del Sur, especializadas en la producción de materias primas, en especial petróleo, minerales y alimentos, habrían crecido a una tasa del 0,7% en 2018 y para 2019 alcanzarían una tasa del 1,6%. Por su parte, para las economías de América Central y México se estima un crecimiento del 2,4% para 2018 y del 2,5% para 2019²⁴, mientras que para el Caribe se prevé un crecimiento promedio del 1,9% para 2018 y del 2,1% para 2019²⁵. A pesar de que se espera un crecimiento mayor este año en comparación con 2018, las calificaciones crediticias de algunos países centroamericanos han disminuido debido a, entre otros factores, la profundización de problemas fiscales²⁶.

Gráfico 1.11
Credit default swaps a 5 años para algunos países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, para las economías de América Latina 2019 estará enmarcado por la incertidumbre política en algunos países como Argentina, donde se realizarán elecciones presidenciales en este año, y Brasil y México, donde hay expectativas frente a las políticas que adoptarán sus nuevos gobiernos. En Venezuela se espera una mayor contracción económica y

24 De acuerdo con el FMI, se espera que la actividad económica en América Central repunte entre 2019 y 2020, aunque a un ritmo más lento del previsto anteriormente. Las principales revisiones a la baja corresponden a Costa Rica, donde se espera que la reforma fiscal reduzca el crecimiento en el corto plazo, y Nicaragua, dada la actual coyuntura de incertidumbre política.

25 En el Caribe el mayor crecimiento estará jalonado por un mayor ritmo de la actividad turística y la mayor producción de materias primas en algunos países exportadores de estos productos.

26 Para el caso de Nicaragua, la posibilidad de un mayor debilitamiento del perfil crediticio del país y de eventuales presiones de liquidez fueron las principales causas del cambio en la perspectiva de estable a negativa por parte de Moody's. Por otro lado, Standard & Poor's bajó la calificación de la deuda soberana a largo plazo de B a B- debido al prolongado deterioro fiscal y financiero del país. La agencia Fitch Ratings también disminuyó la calificación soberana en moneda extranjera de B a B-. En Costa Rica, retrasos en la ejecución de las reformas fiscales, sumados a altos indicadores en la carga de la deuda, a un alto nivel de dolarización del sistema financiero y a una limitada flexibilidad externa, fiscal y monetaria provocaron que a finales de 2018 la calificador Standard & Poor's disminuyera su calificación crediticia de BB- a B+. Fitch Ratings bajó la calificación crediticia de BB- a B+, y Moody's cambió la perspectiva de estable a negativa. Para Honduras se mantuvieron las calificaciones de Standard & Poor's y Moody's en BB- y B1, ambos con perspectiva estable. En El Salvador, debido a la aprobación de la emisión de deuda por parte de la Asamblea Legislativa del país para pagar la deuda de los eurobonos con vencimiento en diciembre de 2019, la calificadora Standard & Poor's aumentó la calificación del país de CCC+ a B-. Por otra parte, Moody's a principios de 2018 subió la calificación crediticia del país de CAA1 a B3 por la disminución en los riesgos de liquidez del gobierno. Finalmente, en Panamá el alto y persistente crecimiento del país y su estabilidad financiera provocaron que la calificadora Standard & Poor's mejorara la perspectiva de estable a positiva y reafirmara su calificación de BBB a mediados de 2018. También, Fitch Ratings a principios de 2018 ratificó la calificación de BBB con perspectiva estable.

una mayor aceleración de la inflación como consecuencia de la actual situación económica y política, lo que a su vez ha agudizado la crisis migratoria en ese país²⁷.

Las expectativas en torno a las condiciones financieras y la actividad comercial internacional serán determinantes para las economías emergentes durante 2019. Por una parte, los acontecimientos de los últimos meses sugieren unas condiciones financieras internacionales menos restrictivas de lo previsto a finales de 2018, lo cual ha reducido la volatilidad en los mercados financieros y ha reactivado los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Por otro lado, el proceso de normalización de la política monetaria de los países avanzados ha sido bastante ordenado, lo que podría generar menos presiones hacia la volatilidad en el futuro cercano. Adicionalmente, existe evidencia de una mayor diferenciación por parte de los inversionistas en cuanto a sus decisiones de asignación de activos, lo cual ha afectado la dinámica de los flujos de capital hacia los diferentes destinos. En este contexto, economías con fundamentales económicos fuertes y marcos de política económica sólidos deberían seguir mostrando un desempeño más favorable y unas mayores entradas de capital.

Finalmente, para 2019 y 2020, según proyecciones del Banco Mundial, se espera un precio del petróleo promedio de USD 67 por barril, USD 2 por debajo de lo estimado en junio; no obstante, información del mercado de futuros sugiere que el precio del petróleo Brent podría estar en niveles inferiores a este pronóstico²⁸. En efecto, la incertidumbre con respecto al precio del crudo es alta debido a la desaceleración en el crecimiento de las mayores economías emergentes, a las decisiones de la producción tomadas por la OPEP²⁹, a la incertidumbre sobre el impacto real de las sanciones impuestas a Irán, así como las perspectivas de la producción de crudo en Venezuela.

Pese a la alta incertidumbre en el mercado del petróleo, se espera que el precio promedio durante 2019 sea inferior a lo observado en 2018.

27 La Organización Internacional para las Migraciones (OIM) estima que el número de refugiados y migrantes de Venezuela alcanza los 3 millones. Por otro lado, según el informe titulado *Migración desde Venezuela hacia Colombia* publicado por el Banco Mundial, se estima que 1.235.593 personas con intención de permanencia han ingresado a Colombia desde Venezuela, incluyendo colombianos retornados y migrantes regulares e irregulares, además de un número importante de migrantes en tránsito hacia otros países. En los últimos cinco años la migración desde Venezuela a Colombia se ha concentrado principalmente en zonas fronterizas (Norte de Santander, Arauca y La Guajira), la Costa Atlántica y Bogotá. Según estimaciones del Banco Mundial, el costo de proveer servicios públicos básicos a los migrantes, similares a los de la población local, representarán un 0,2%-0,4% del PIB anual en el corto plazo.

28 Al 5 de febrero los contratos de futuros para el petróleo Brent, con entrega en julio de 2019, se transaban a USD 62,62 por barril. Aquellos con entrega en diciembre de 2019 se transaban a USD 62,25 por barril.

29 Los países miembros de la OPEP han anunciado recortes a la producción de 1,2 millones de barriles por día durante seis meses, a partir de enero de 2019. No obstante, poco se ha informado con respecto a la distribución de los recortes y si estos serán suficientes para reducir la sobreoferta de petróleo.

02

La economía colombiana: resultados en 2018 y perspectivas para 2019

La economía colombiana mejoró su desempeño en 2018 acorde con lo esperado, producto de la recuperación de la inversión y de resultados positivos en el consumo. Debido a que el comportamiento de la demanda interna no estuvo acompañado de un incremento similar de las exportaciones, el déficit de la cuenta corriente se amplió.

Para 2019 se espera que el PIB crezca a una tasa mayor que la registrada en el año anterior, como resultado de la normalización de la dinámica de la demanda interna.

En 2018 la inflación retornó a la meta, luego de algunos años de presentar desviaciones respecto a ella debido a diversos choques de oferta. Para 2019 no se esperan grandes cambios en su tendencia, fluctuando alrededor del 3,0%.

2.1 Actividad económica

La economía colombiana mejoró su desempeño en 2018 acorde con lo esperado. Dicho resultado reflejó la transición hacia una nueva senda de crecimiento, después del ajuste macroeconómico ocurrido entre 2016 y 2017 como respuesta a la fuerte reducción del precio del petróleo y del ingreso nacional observada desde finales de 2014, choque caracterizado, adicionalmente, por mayores primas de riesgo en los mercados internacionales. Durante el sucesivo proceso de ajuste se observaron, a su vez, un incremento de la tasa de cambio y contracciones en los

crecimientos del consumo y la inversión privados, lo que desembocó en niveles del producto menores que el potencial y en el cierre gradual del déficit en la cuenta corriente.

La consolidación de un ambiente macroeconómico más favorable en 2018 fue producto de la recuperación de la inversión y de resultados positivos tanto en el consumo público como en el privado. Sin embargo, debido a que el comportamiento de la demanda interna no estuvo acompañado de un incremento similar de las exportaciones, el déficit de la cuenta corriente se amplió. Para 2019 se espera que el PIB crezca a una tasa mayor que la registrada en el año anterior, como resultado de la normalización de la dinámica de la demanda interna, los estímulos a la inversión contemplados en la Ley de Financiamiento y el acceso al financiamiento externo. No obstante, las perspectivas de un menor crecimiento de los socios comerciales y reducciones en los precios de las materias primas, frente a lo estimado anteriormente, acotan el desempeño económico esperado.

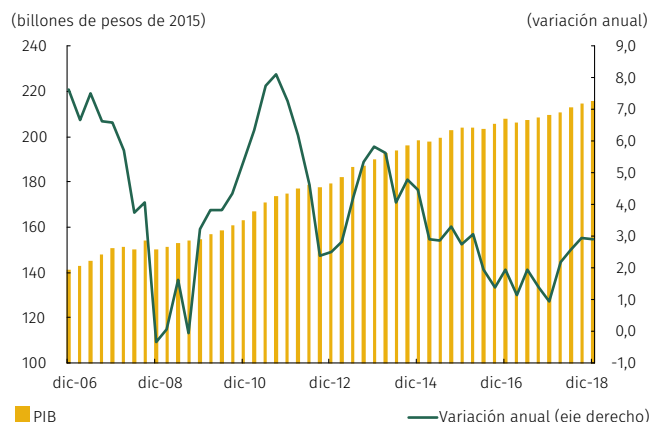
2.1.1 Evolución de la actividad económica en 2018

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en 2018 el crecimiento económico anual ascendió a 2,7%, por encima del registrado un año atrás (1,4%)³⁰, con un ritmo de expansión que se aceleró en la segunda mitad del año (Gráfico 2.1).

Buena parte del mejor desempeño se derivó de un mayor dinamismo de la demanda interna. Dicho componente del PIB contribuyó de manera positiva al crecimiento en todos los trimestres, con una aceleración tanto en el consumo como en la inversión. En el caso del consumo, el componente público mantuvo tasas de expansión importantes gracias a los choques positivos sobre el gasto, derivados, entre otros, de una mayor ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales. Así, el consumo público presentó una aceleración para el año completo, al crecer un 5,9% en 2018 frente al 3,8% de un año atrás (Cuadro 2.1).

De igual manera, el consumo privado se aceleró a lo largo del año, donde el gasto en bienes (más que el de servicios) fue el que aportó más a la recuperación frente a 2017. Durante el año las mayores aceleraciones se observaron en el agregado del consumo de bienes durables (pues pasó de crecer de -4,3% en 2017 a 6,3% en 2018) y semidurables (que pasó de 0,8% a 4,4%, respectivamente). Por su parte, el consumo de servicios mostró un comportamiento similar al del año anterior.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

30 Según las cifras publicadas el 28 de febrero de 2019 por el DANE, el crecimiento de 2017 se revisó de 1,8% a 1,4%.

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

	2017	2018				2018
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Gasto de consumo final	2,4	3,9	4,4	3,8	3,6	3,9
Gasto de consumo final de los hogares	2,1	3,4	3,9	3,6	3,3	3,5
Bienes no durables	3,1	4,4	5,2	3,9	3,6	4,2
Bienes semidurables	0,8	3,0	5,1	5,3	4,4	4,4
Bienes durables	-4,3	6,4	8,1	5,3	5,6	6,3
Servicios	2,7	2,8	2,6	2,4	2,5	2,6
Gasto de consumo final del gobierno general	3,8	6,0	5,9	6,2	5,4	5,9
Formación bruta de capital	-3,2	-2,3	-1,8	8,7	9,9	3,5
Formación bruta de capital fijo	1,9	-0,9	-2,8	2,9	5,4	1,1
Vivienda	-1,9	-4,8	-1,0	0,9	5,8	0,0
Otros edificios y estructuras	4,6	-2,2	-2,6	1,5	9,5	1,5
Maquinaria y equipo	1,4	8,8	-0,8	0,2	-3,8	1,0
Recursos biológicos cultivados	0,3	-2,7	2,0	7,6	-2,6	0,9
Productos de propiedad intelectual	2,5	4,0	5,3	4,7	4,1	4,5
Demanda interna	1,2	3,5	3,3	4,0	4,5	3,8
Exportaciones	2,5	-0,2	0,4	1,6	3,1	1,2
Importaciones	1,2	0,3	8,3	7,9	15,6	8,0
PIB	1,4	2,2	2,6	2,9	2,9	2,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En general, el mejor desempeño del consumo privado se dio en un contexto de inflación controlada, al igual que sus expectativas, con tendencia a la baja a medida que avanzaba el año, y que cerró apenas por encima de la meta del 3% establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). También, en 2018 la economía gozó de una oferta de crédito relativamente amplia, con bajas tasas de interés reales para los hogares. Además, se observó una recuperación gradual de la confianza de los hogares, a pesar de los registros negativos de noviembre y diciembre, que parecen ser de carácter temporal, cerrando el año en niveles que, en promedio, son mayores que los de 2017.

La dinámica observada para la formación bruta de capital (FBC) también aportó a la aceleración del PIB. Sin embargo, cabe señalar que parte de este mejor desempeño obedeció a lo sucedido con la acumulación de inventarios. En efecto, la formación bruta de capital fijo (FBCF), rubro que no incorpora la variación de existencias de la inversión, creció 1,1% en 2018.

Al analizar con mayor detalle el comportamiento de los renglones que la componen, se observa cómo el agregado de la inversión en construcción (tanto de vivienda como de otras edificaciones no residenciales y de obras civiles) mostró un desempeño pobre hasta el tercer trimestre, pero repuntó

durante el último trimestre de 2018. Con respecto a la FBCF en maquinaria y equipo, este tipo de inversión se incrementó a un ritmo débil, al crecer 1% en 2018.

Las cuentas de comercio exterior (en términos reales) registraron tasas de crecimiento positivas para el agregado de 2018, aunque con un crecimiento mayor en el rubro de importaciones. Durante el año las exportaciones reales presentaron un crecimiento de 1,2% como consecuencia de diferentes choques de oferta que limitaron la expansión de las ventas al exterior de materias primas. Las ventas de manufacturas y otros bienes se vieron limitadas por el bajo dinamismo de la demanda externa observado a lo largo del año. Con ello, el déficit comercial en pesos constantes de 2018 se amplió frente a los registros de 2017.

Por el lado de la oferta, los sectores que más crecieron durante 2018 fueron las ramas de actividades profesionales, científicas y técnicas (5,0%) y administración pública y defensa, educación y salud (4,1%). Por el contrario, el rubro de explotación de minas y canteras presentó una contracción (-0,8%) (Cuadro 2.2).

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

	2017	2018				2018
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	5,5	2,2	3,7	1,3	0,8	2,0
Explotación de minas y canteras	-5,7	-3,5	-3,2	2,7	1,0	-0,8
Industria manufacturera	-1,8	0,1	2,5	2,8	2,6	2,0
Electricidad, gas y agua	2,9	2,9	2,7	2,6	2,7	2,7
Construcción	-2,0	-4,3	-5,2	5,3	5,6	0,3
Edificaciones	-5,2	0,1	-5,6	5,7	3,9	1,0
Obras civiles	6,5	-3,7	-3,8	-2,9	7,8	-0,6
Actividades especializadas para la construcción	-4,0	-1,0	-5,7	2,1	1,0	-0,9
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	1,9	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1
Información y comunicaciones	-0,2	0,6	3,1	5,5	3,2	3,1
Actividades financieras y de seguros	5,4	4,7	3,8	1,6	2,3	3,1
Actividades inmobiliarias	3,1	2,2	2,0	1,9	1,8	2,0
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1,3	7,2	6,1	3,4	3,4	5,0
Administración pública y defensa, educación y salud	3,5	5,2	4,2	3,5	3,7	4,1
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	2,2	0,7	1,6	0,9	2,5	1,4
Subtotal valor agregado	1,4	2,4	2,1	2,9	2,5	2,5
Impuestos menos subsidios	1,1	2,1	3,1	2,6	2,5	2,6
PIB	1,4	2,2	2,6	2,9	2,9	2,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El sector de administración pública y defensa, educación y salud, con un peso significativo dentro del PIB, presentó el mayor crecimiento dentro de las ramas de actividad, consistente con la dinámica del gasto público. No obstante, otros renglones relacionados con servicios presentaron desaceleraciones. Es el caso del sector de actividades financieras y de seguros, que en 2018 pasó de crecer 5,4% en 2017 a 3,1% en 2018.

El sector agropecuario se expandió, pero a un menor ritmo que en 2017, debido al comportamiento de los cultivos. A esto último contribuyó, de manera importante, la reducción en la producción de café, que según la Federación Nacional de Cafeteros (FNC) cayó 4,5% debido a condiciones climáticas desfavorables. Adicionalmente, la ganadería presentó una desaceleración en su tasa de crecimiento en 2018.

La industria manufacturera total mostró una recuperación significativa, al crecer 2,0% en 2018 frente a la contracción de -1,8% observada en 2017. Esta recuperación de la industria se dio en un entorno de mayor dinamismo de la demanda interna, como ya se mencionó. Por otro lado, el sector de comercio, transporte y alojamiento también mostró una aceleración importante, al avanzar un 3,1% anual durante 2018.

El PIB de la construcción presentó en 2018 un crecimiento de 0,3% frente a la caída de 2% registrada el año anterior; no obstante, dicho resultado fue producto de una importante recuperación del sector durante el segundo semestre, donde se registraron tasas de crecimiento superiores al 5%. Con respecto a las obras civiles, los retrasos en la ejecución de las vías de cuarta generación (4G), generados por las demoras en los cierres financieros de varios proyectos, contribuyeron a los retrocesos observados en el primer semestre. Sin embargo, dicha dinámica se revirtió en el último trimestre, período en el cual registró un avance de 7,8%. Con respecto a las edificaciones, se presentó una reducción importante en la primera mitad del año, pero con una destacable reversión durante el tercer y cuarto trimestres del año.

Finalmente, la minería reportó una nueva contracción en 2018, aunque esta fue de menor magnitud que la observada un año atrás. Dentro de este rubro, resalta el fuerte retroceso que presentó la producción de carbón (-6,7%), relacionado, según la Asociación Colombiana de Minería, con factores climáticos y demoras en los procesos de expansión. Contrarrestando parcialmente lo anterior, la producción de petróleo y gas natural creció 1,4%, luego de haberse contraído 3,9% en 2017, en una dinámica a la que contribuyeron los mayores precios del crudo observados a lo largo del año.

La industria manufacturera mostró una recuperación significativa, al crecer 2,0% en 2018 frente a la contracción de -1,8% en 2017.

2.1.2 Perspectivas de la actividad económica para 2019

La información disponible permite prever una aceleración del ritmo de crecimiento económico en 2019 frente a lo observado en 2018. Con un marco institucional de política económica que seguirá siendo robusto, en 2019 el crecimiento del PIB convergerá al ritmo de expansión potencial de

La información disponible permite prever una aceleración del ritmo de crecimiento económico en 2019 frente a 2018.

largo plazo del país. En particular, se espera que la economía colombiana continúe gozando de acceso al financiamiento externo, como consecuencia de un ritmo más lento de la normalización de las posturas de política monetaria de las economías avanzadas, y que la inversión interna gane dinamismo. A su vez, la entrada en vigencia de la Ley de Financiamiento deberá ejercer efectos positivos sobre la economía. Así, la proyección de crecimiento para 2019 del equipo técnico del Banco de la República se ubica en 3,5%.

En el frente interno se sigue esperando una recuperación de la dinámica de la inversión, tanto de obras civiles como de maquinaria y equipo, aunque a un ritmo algo mayor que el contemplado anteriormente. En el primer caso el impulso vendría, en su mayoría, de un mejor desempeño de la ejecución de recursos por parte de los gobiernos regionales y locales. Si bien la inversión por concepto de la construcción de vías en el marco de las obras 4G mostrará incrementos anuales, continuarían enfrentando cuellos de botella en los cierres financieros y demoras debido a asuntos ambientales, prediales y sociales que podrían dificultar la ejecución de recursos y su aporte a la expansión de la actividad económica en 2019.

Para el caso de la inversión en bienes de maquinaria y equipo de transporte, el mayor dinamismo en 2019 sería resultado, principalmente, de los beneficios tributarios a la inversión en este tipo de bienes contemplados en la Ley de Financiamiento. Con respecto a la formación bruta de capital en vivienda se prevé que continúe el bajo dinamismo de la demanda de vivienda de ingresos medios y altos, y que se mantengan, en buena parte, los excesos de oferta en el renglón de edificaciones no residenciales.

Con respecto al comportamiento del consumo público, para 2019 se prevé un crecimiento menor que el que el observado en 2018. Esto, aún con las proyecciones del Gobierno Nacional, implica el cumplimiento de los niveles de déficit permitidos por la regla fiscal mediante un ajuste del gasto en funcionamiento del Gobierno Nacional Central (GNC), principalmente.

Con todo lo anterior, para 2019 el equipo técnico del Banco de la República prevé una aceleración de la demanda interna, impulsada, sobre todo, por un mayor dinamismo de la formación bruta de capital. El consumo total registraría un crecimiento similar al que se habría observado en 2018. La proyección del comportamiento del consumo continuaría mostrando una tendencia moderada de recuperación, tal y como se observó a lo largo de 2018.

Las exportaciones netas continuarán restando al crecimiento durante 2019. Este pronóstico tiene en cuenta que, en los últimos meses, se han observado signos de desaceleración en el crecimiento de la demanda externa, y que se espera que esta tendencia continúe a lo largo del año, lo que supondría un menor dinamismo para nuestras exportaciones de bienes y servicios no tradicionales.

Se prevé una aceleración de la demanda interna, impulsada, sobre todo, por un mayor dinamismo de la inversión.

En 2019 las exportaciones netas continuarían restando al crecimiento.

Se espera que en 2019 la producción industrial continúe el proceso de recuperación y haya un repunte de la construcción de obras civiles.

Desde el punto de vista sectorial, las estimaciones del equipo técnico del Banco de la República sugieren que en 2019 el crecimiento de la economía colombiana continuaría recuperándose, principalmente gracias al desempeño de la industria manufacturera y del repunte gradual de la construcción de obras civiles.

En el caso de la producción industrial, se prevé que en 2019 esta continúe su proceso de recuperación, dados los efectos que tendría la depreciación acumulada del tipo de cambio sobre la competitividad del sector. Por otro lado, para la producción agropecuaria se prevé una dinámica similar a la de 2018. El fenómeno de El Niño, que según los pronósticos de las agencias internacionales sería de categoría débil, tendría un escaso efecto sobre la oferta sectorial. Las proyecciones de la FNC contemplan que la producción de café mejoraría en 2019 (gracias a unas condiciones climáticas más favorables y a los altos niveles de floración de los árboles), sobre todo en el segundo semestre.

Para el PIB minero se espera una producción similar a la de 2018. Por un lado, se prevé una moderada recuperación en la producción de carbón durante 2019, debida, en parte, a una baja base de comparación en 2018 y afín con la dinámica prevista para las exportaciones de este producto. Sin embargo, también se prevé un menor precio del petróleo, lo que podría frenar la expansión de la producción de crudo. Finalmente, las proyecciones gremiales permiten anticipar un buen dinamismo de la producción de otros metales, como el oro y el níquel.

2.2. Mercado laboral³¹

Durante 2018 los indicadores del mercado laboral mostraron, en promedio, estabilidad, acorde con un ritmo de crecimiento moderado de la economía. Así, se observó un buen dinamismo en los primeros tres trimestres y en el último un retroceso, lo cual fue sorpresivo dada la dinámica positiva de la actividad económica en este último período. De esta forma, la tasa de desempleo (TD) nacional se mantuvo sin grandes cambios hasta el tercer trimestre, debido a comportamientos similares de la tasa de ocupación (TO) y de la tasa global de participación (TGP), pero presentó incrementos a finales de año, al registrarse disminuciones mayores en la TO que en la TGP. Por su parte, aunque los niveles de empleo aumentaron en promedio durante 2018, estos presentaron disminuciones en el cuarto trimestre, tanto en el total nacional como en las trece áreas metropolitanas más relevantes. Para 2019 se espera que los indicadores laborales tengan una reacción positiva, dado que se prevé que continúe el proceso de recuperación de la actividad económica.

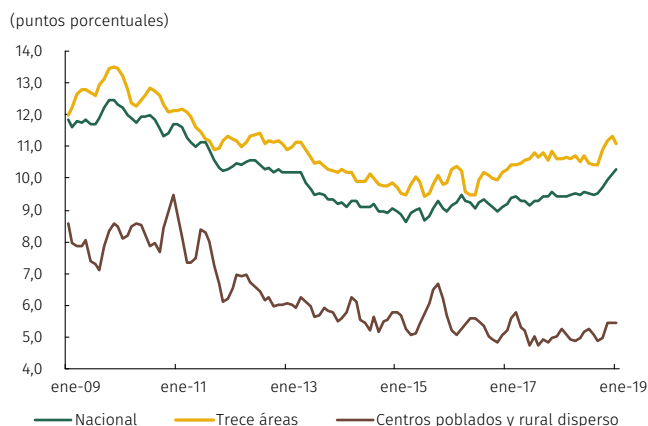
Durante 2018 los indicadores del mercado laboral mostraron, en promedio, estabilidad.

³¹ Las series del mercado laboral presentan estacionalidad; es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo de la época del año. Por tanto, este fenómeno debe corregirse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por esta razón, las series que se presentan en esta sección son desestacionalizadas.

2.2.1 Desempleo

De acuerdo con la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, la TD aumentó en promedio en 2018. Sin embargo, su comportamiento varió en el año: hasta el tercer trimestre la TD se mantuvo estable en niveles similares a los de finales de 2017, lo cual es acorde a un crecimiento económico en recuperación, pero aún por debajo de su potencial. No obstante, en el cuarto trimestre presentó incrementos en el total nacional. Si bien la economía colombiana continuó su proceso de recuperación en el último trimestre del año, con un crecimiento anual superior al registrado en el mismo período de 2017, esta dinámica positiva no se reflejó en las cifras del mercado laboral de finales de año. En efecto, el repunte de la TD se explica, principalmente, por una marcada caída en la demanda laboral durante el último trimestre del año.

Gráfico 2.2
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Por dominios geográficos, la TD de las trece áreas tuvo un comportamiento similar a la tasa del total nacional. A diciembre de 2018 la TD se ubicó en niveles de 10,1% para el total nacional y 11,3% para las trece áreas metropolitanas, registros superiores tanto a los del tercer trimestre del año (9,5% y 10,4%) como a los de diciembre de 2017 (9,4% y 10,6%). A su vez, la TD en las zonas rurales osciló alrededor de 5,1%, cifra similar a la tasa promedio de 2017 en este dominio, pero finalizó el año en niveles superiores a los de diciembre del año anterior (5,4% frente a 5,0%) (Gráfico 2.2).

2.2.2 Oferta y demanda de trabajo

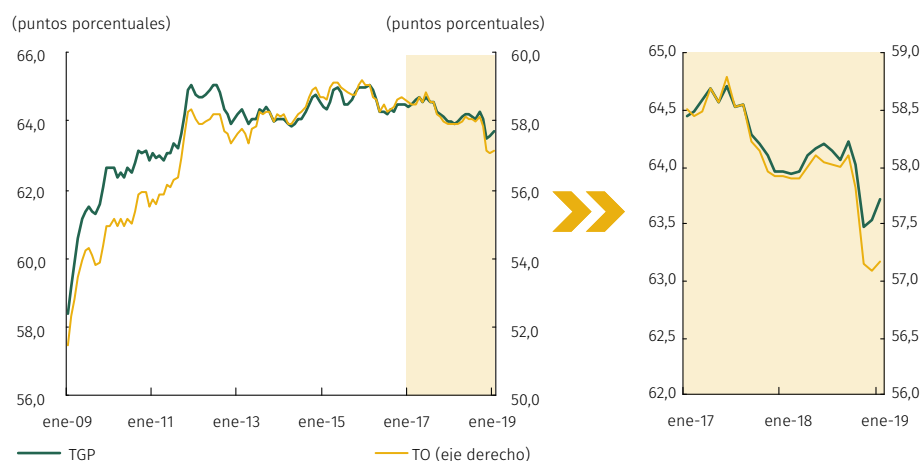
El comportamiento del desempleo puede explicarse a partir de la interacción entre la oferta laboral, representada por la TGP, y la demanda, expresada por la TO. En el total nacional, tanto la TGP como la TO presentaron estabilidad hasta el tercer trimestre de 2018, pero caídas en los últimos meses del año. Así, el incremento en la TD nacional de finales del año es consecuencia de una reversión en la TO que no fue compensado por la caída en la TGP (Gráfico 2.3, panel A).

En las trece áreas, por su parte, las series desestacionalizadas de la TGP y la TO presentaron aumentos en la primera mitad de 2018 y disminuciones en los últimos meses del año. En este dominio geográfico durante los últimos meses del año también la disminución de la TO superó la caída de la TGP, por lo cual la TD presentó un incremento anual (Gráfico 2.3, panel B).

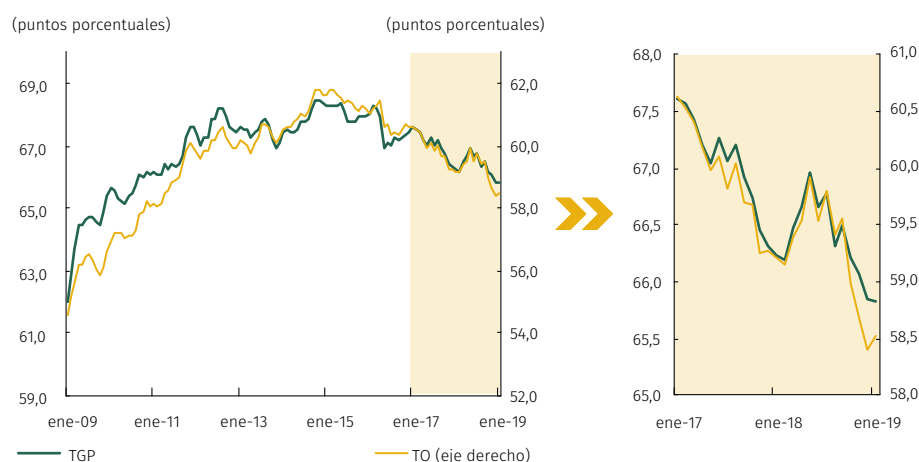
A pesar de los buenos resultados en el crecimiento económico, la demanda y oferta de trabajo urbanas mostraron un deterioro en el último trimestre. La TGP y la TO urbanas cayeron luego de que presentaran au-

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

A. Total nacional



B. Trece áreas



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

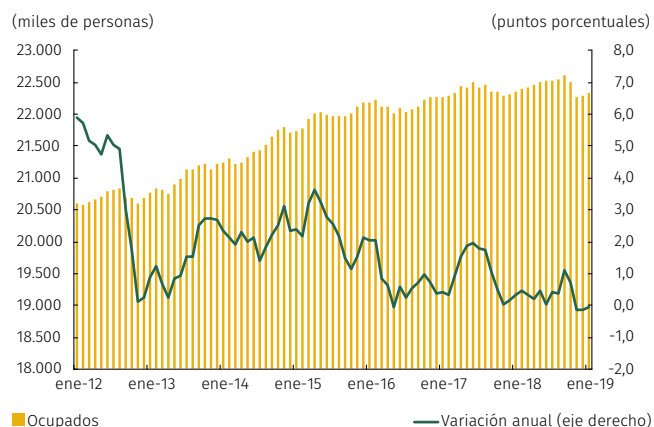
mentos a principios de año. En esta caída, las tasas de los miembros secundarios del hogar (no jefes), de los grupos de menos educados (once o menos años de escolaridad) y de los más jóvenes (25 o menos años) fueron las de mayores disminuciones en los últimos meses de 2018.

El mal desempeño de la TO del último trimestre tuvo su reflejo en deterioros en el número de ocupados, ya que se presentaron disminuciones con respecto a los niveles del tercer trimestre del año, tanto en el dominio nacional como en el urbano (13 áreas). Sin embargo, para el promedio del año el empleo presentó tasas de expansión anuales positivas, aunque cercanas a cero (0,3% en ambos dominios geográficos) (Gráfico 2.4).

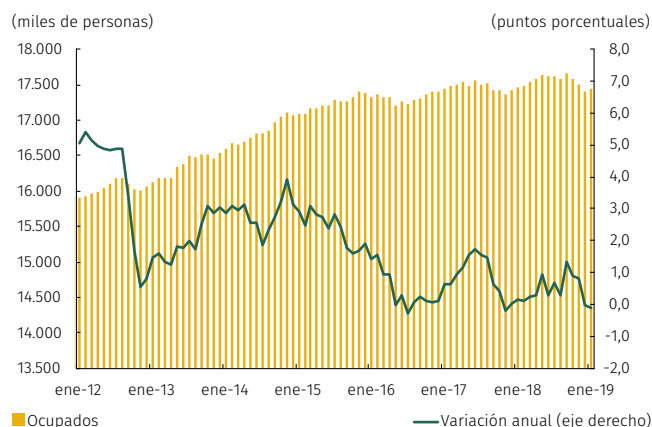
Al desagregar por rama de actividad económica se observa que, en promedio, durante 2018 la creación de empleo nacional fue impulsada

Gráfico 2.4
Número de ocupados
 (trimestre móvil desestacionalizado y variación anual)

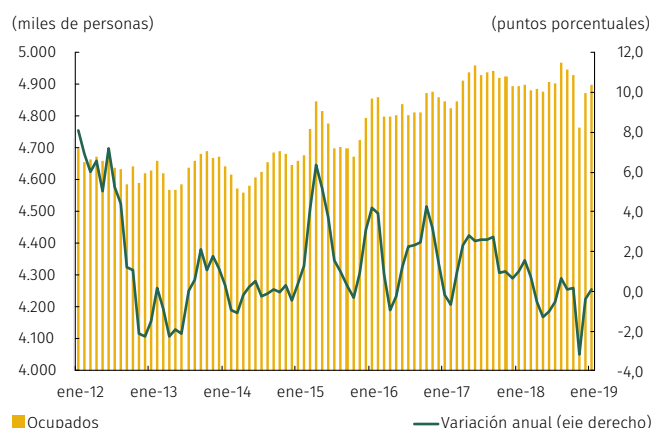
A. Total nacional



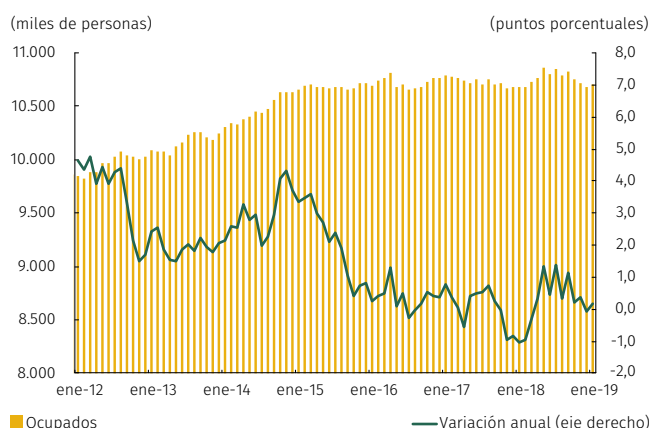
B. Cabeceras urbanas



C. Áreas rurales



D. Trece principales áreas metropolitanas



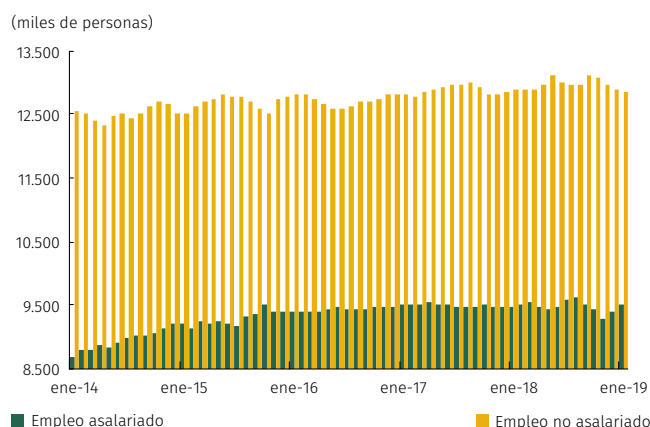
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

principalmente por las ramas de industria manufacturera, y de servicios comunales sociales y personales. El comportamiento favorable de la primera se explica por las empresas de hasta diez trabajadores. El de la administración del Estado y aplicación de la política económica y social de la comunidad es la subrama que da cuenta de la mayor parte de la expansión del empleo en los servicios comunales, sociales y personales, especialmente durante el primer semestre del año. Por otra parte, los sectores que más restaron a la generación de empleo en este año fueron las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, y el comercio, hoteles y restaurantes.

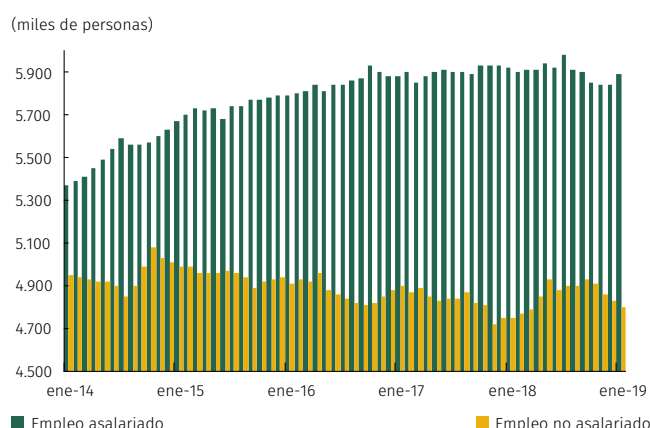
Acorde con el repunte gradual del sector de la construcción, el empleo reaccionó positivamente en la segunda mitad del año, impulsado especialmente por el segmento de construcción de obras civiles y en menor medida por el de edificaciones.

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

A. Total nacional

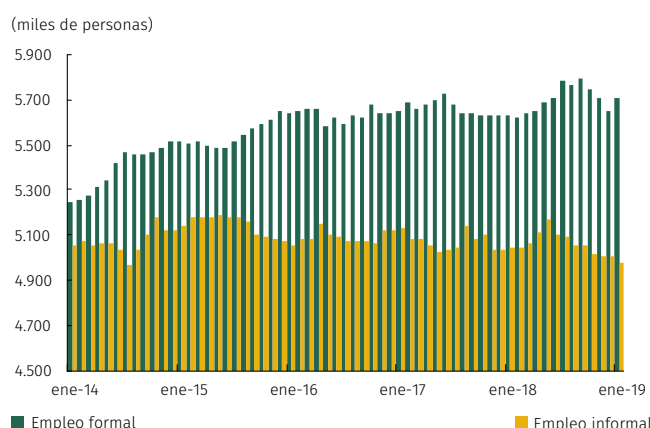


B. Trece áreas



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

Gráfico 2.6
Empleo por formalidad
(trece áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

2.2.3 Calidad del empleo y condiciones del mercado laboral

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

A lo largo de 2018 el número de asalariados disminuyó en promedio -0,2% anual en el total nacional, mientras que el de no asalariados creció 0,7% anual. Para las trece áreas el empleo asalariado tuvo una expansión anual promedio nula, en tanto que el no asalariado lo hizo en un 0,5% anual (Gráfico 2.5). A su vez, las tasas de crecimiento del empleo formal³² e informal en las trece áreas durante 2018 fueron 0,6% y -0,1% anual, respectivamente (Gráfico 2.6).

La diferencia en el comportamiento de los dos tipos de clasificación de calidad del empleo urbano se explica por los ocupados no asalariados formales. El empleo total urbano puede dividirse en cuatro grupos, dependiendo de si es o no asalariado y de si es o no formal, siendo los asalariados formales y los no asalariados informales los de mayor participación en el total (Cuadro 2.3). En el promedio del año el único grupo que registró un crecimiento anual importante fue el de no asalariados formales, donde se incluyen, entre otros, a los profesionales y técnicos cuenta propia. En contraste, los demás grupos disminuyeron, como fue el caso de asalariados formales y de no asalariados informales, o presentaron un leve incremento, como en los asalariados informales. Es así como el

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

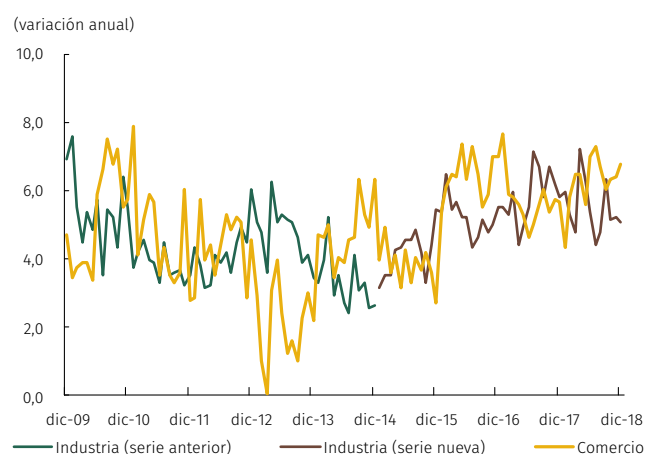
Cuadro 2.3
Clasificación de ocupados por tipo de empleo

Asalariados informales	No asalariados informales
Trabajadores en empresas privadas de hasta cinco empleados.	Trabajadores cuenta propia no profesionales ni técnicos, domésticos, patrón y trabajadores sin remuneración en empresas de hasta cinco empleados.
Asalariados formales	No asalariados formales
Trabajadores del gobierno. Además de trabajadores en empresas privadas de más de cinco empleados.	Trabajadores por cuenta propia profesionales o técnicos. Además, los trabajadores (cuenta propia no profesionales, domésticos, patrón y trabajadores sin remuneración) en empresas de más de cinco empleados.

Fuente: Banco de la República (*Reporte de Mercado Laboral*, marzo de 2019).

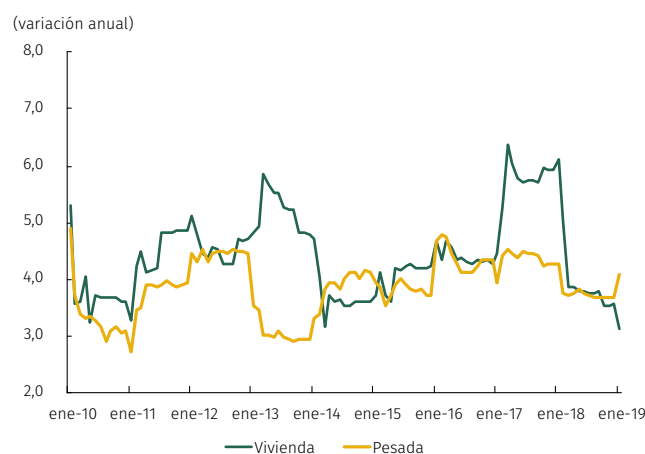
Gráfico 2.7
Índice de salarios nominales

A. Industria y comercio



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

B. Construcción pesada y vivienda



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

crecimiento nulo del total de asalariados urbanos se explica por un pequeño aumento de asalariados informales que fue compensado por la disminución de los asalariados formales, mientras que el aumento en el total de ocupados urbanos formales es resultado del importante crecimiento de los no asalariados formales.

2.2.4 Costos laborales y salariales

La información disponible sugiere que buena parte de los ajustes salariales observados en 2018 se ubicaron por encima de la meta de inflación. Entre enero y diciembre los salarios nominales del comercio y de la industria aumentaron en promedio 6,3% y 5,5% anual, respectivamente (Gráfico 2.7, panel A). En cuanto a la construcción pesada y de vivienda, los salarios nominales registraron una expansión anual promedio de 3,8% y 4,0%, respectivamente. En los últimos casos sus tasas de expansión permanecieron relativamente estables a lo largo del año, después de los reajustes del primer trimestre (Gráfico 2.7, panel B).

2.2.5 Perspectivas para 2019

De acuerdo con las perspectivas de recuperación de la actividad económica, para 2019 se prevé un mejoramiento moderado de los indicadores del mercado laboral. Si bien se espera un mayor dinamismo económico para este año, aún existirían excesos de capacidad productiva en la economía que retardarían la reacción del mercado laboral.

Los indicadores registrados en enero de 2019 mostraron una recuperación leve, con respecto a diciembre, en los niveles de empleo nacional y urbano, así como de los ocupados formales y asalariados en las trece áreas. Sin embargo, las TD nacional y urbana continúan por encima de los niveles presentados en el mismo trimestre móvil (noviembre-enero) de años anteriores.

Para 2019 se prevé un mejoramiento moderado de los indicadores del mercado laboral.

Dado lo anterior, no deberían observarse presiones de consideración sobre los salarios y por este canal sobre los precios. No obstante, el ajuste del salario mínimo podría incidir en la formación de precios de algunos servicios intensivos en trabajo no calificado, así como generar fricciones que afecten el crecimiento neto del empleo. En particular, aumentos del salario mínimo se traducen en mayores costos para las empresas, lo cual puede afectar las decisiones de contratación y despido, toda vez que se espera que la demanda por mano de obra esté negativamente relacionada con el salario. En esta línea, existe evidencia³³ que indica que el efecto de los ajustes del salario mínimo sobre el crecimiento neto del empleo total y del empleo formal es negativo.

2.3 Inflación

En 2018 la inflación retornó a la meta luego de algunos años de presentar desviaciones significativas respecto a ella, debido a diversos choques de oferta. El desvanecimiento de estos choques, junto con una política monetaria que mantuvo las expectativas de inflación no muy alejadas de la meta, contribuyeron a estos resultados.

En el último año, en particular, se diluyó el choque asociado con el aumento de los impuestos indirectos en 2017. La disminución de la inflación también se dio en un entorno de excesos de capacidad productiva, con una economía que ha ganado dinamismo lentamente, pero que aún crece por debajo de su ritmo potencial. Por ello, las presiones sobre los precios originadas en la demanda han sido muy bajas. A lo anterior se sumó un tipo de cambio relativamente estable durante gran parte del año, unos precios internacionales de materias primas agrícolas estables o en descenso y una oferta agropecuaria interna amplia.

En 2018 la inflación retornó a la meta.

Para 2019 no se esperan grandes cambios en la tendencia de la inflación anual, con cifras que deberán fluctuar alrededor del 3,0% tanto para el IPC total como para la inflación básica. Se anticipan presiones al alza, moderadas y transitorias, por cuenta de la depreciación del peso, un fenómeno de El Niño débil y el aumento del salario mínimo del 6,0%. Sin embargo, la presencia de una brecha del producto todavía negativa, menores niveles de indexación y expectativas de inflación cercanas a la meta ejercerán una influencia a la baja compensatoria que evitará que

33 Véase el *Reporte del Mercado Laboral* (Banco de la República) de julio de 2018, “Indicios de recuperación en un mercado laboral aún holgado”.

la inflación se aleje significativamente del 3,0%, y permitirían que mantenga una senda de convergencia hacia este nivel, sobre todo durante el segundo semestre.

2.3.1 La inflación en 2018

Al cierre de 2018 la inflación anual al consumidor se situó en 3,18%, presentando un descenso significativo frente al resultado de un año atrás (4,09%) y convergiendo en la práctica a la meta de largo plazo establecida por la JDBR (Cuadro 2.4). En líneas generales, el resultado final estuvo dentro de lo previsto un año atrás por los analistas del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República.

En 2018, a la par con la inflación total, también se presentó una reducción marcada de la inflación básica, convergiendo también al 3,0% (Gráfico 2.8). En diciembre de este año el promedio de los cuatro indicadores monitoreados por el Banco de la República cerró en 3,03%, frente a un dato de 4,66% en diciembre de 2017. El descenso se presentó en todos los indicadores, con dos de ellos (IPC sin alimentos ni regulados e IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos) terminando por debajo del 3,0%. El registro más alto lo tuvo el IPC sin alimentos, con 3,48% (Cuadro 2.4).

Cuadro 2.4
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
A febrero de 2019

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC ^{a/}	Dic-17	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19
Total	100,00	4,09	3,14	3,20	3,23	3,18	3,15	3,01
Sin alimentos ^{b/}	76,16	5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,46	3,14
Transables	19,16	3,79	1,80	1,83	1,57	1,09	0,99	0,80
No transables	42,31	5,49	4,76	4,27	4,13	3,79	3,87	3,38
Regulados	14,69	5,86	6,01	5,82	6,03	6,37	6,08	5,72
Alimentos ^{c/}	23,84	1,92	0,98	1,74	2,05	2,43	2,56	2,84
Perecederos	3,15	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88	8,89	8,32
Procesados	11,90	-0,91	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08	0,22	0,64
Comidas fuera del hogar	8,79	5,21	3,32	3,13	3,32	3,68	3,68	3,97
Indicadores de inflación básica								
Sin alimentos		5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,46	3,14
Núcleo 20		4,87	4,04	3,58	3,56	3,23	3,09	3,13
IPC sin alimentos perecederos, ni combustibles, ni servicios públicos		4,02	2,99	2,71	2,81	2,76	2,69	2,57
Inflación sin alimentos ni regulados ^{d/}		4,76	3,49	3,23	3,04	2,64	2,70	2,39
Promedio de indicadores de inflación básica		4,66	3,64	3,33	3,28	3,03	2,98	2,81

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

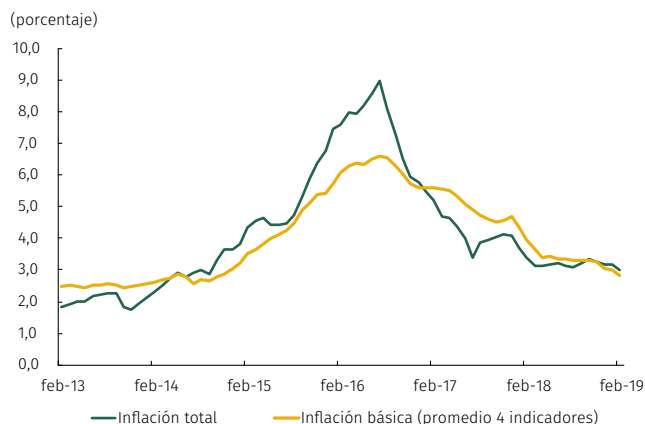
b/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

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

d/ Cálculos del Banco de la República.

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

Gráfico 2.8
Comportamiento de la inflación total y la inflación básica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con estos resultados se dio fin a tres años de desviaciones importantes de la inflación de su meta como consecuencia de una sucesión de diversos choques de oferta, dentro de los que sobresalieron la depreciación del peso asociada con la destorcida de los precios del petróleo en 2014 y 2015, el fenómeno de El Niño de intensidad fuerte entre 2015 y 2016 y el aumento del impuesto al valor agregado (IVA) y otros impuestos indirectos en 2017. A ello se sumó una economía que, al menos al comienzo de este ciclo alcista en precios, presentaba una alta utilización de sus factores de producción y una brecha del producto positiva.

En ese entorno, la política monetaria (con un aumento de tasas de 325 pb entre septiembre de 2015 y julio de 2016) realizó una contribución importante en el proceso de convergencia de la inflación a su meta. Gracias a ella los choques de oferta que golpearon los precios en los últimos tres años tuvieron un impacto limitado en las expectativas de inflación y con efectos menos permanentes en la inflación anual al consumidor. Desde el año pasado, con la estabilización de las expectativas en niveles cercanos al 3,0% y la disipación del efecto directo de buena parte de estos choques, las tasas de interés se redujeron y en la actualidad se encuentran en terreno ligeramente expansivo.

En 2018, en particular, la disminución de la inflación fue el resultado de la disolución del choque más reciente, el correspondiente al aumento de impuestos indirectos. Como se explicó en el informe de julio del año anterior, esto sucedió en los primeros tres o cuatro meses del año y se hizo evidente sobre todo con la caída de la variación anual del IPC de transables (sin alimentos ni regulados), y en segundo lugar en la de no transables, que fueron las canastas más afectadas por el reajuste impositivo a comienzos de 2017 (Cuadro 2.4). Según estimaciones del Banco de la República, el aumento de impuestos habría tenido un impacto alcista sobre la inflación anual de entre 50 y 60 pb, retrasando su convergencia a la meta por un año. Pero con su desaparición este proceso se reanudó, y la inflación anual osciló a partir de marzo entre 3,1% y 3,3%.

Además de este hecho, otros factores contribuyeron al descenso y estabilización de la inflación cerca de la meta. En primer lugar, aunque el crecimiento se aceleró con respecto a 2017, siguió siendo inferior al potencial y, debido a ello, la economía continuó presentando excesos de capacidad productiva. Bajo estas circunstancias, las presiones sobre los precios provenientes de la demanda siguieron siendo escasas, repercutiendo en ajustes bajos en los precios de bienes y servicios no transables (sin alimentos ni regulados) especialmente, pero también en segmentos del IPC como las comidas fuera del hogar y algunos transables.

Los precios de los alimentos contribuyeron a mantener la inflación cerca de la meta.

Un segundo factor fue la inexistencia de presiones inflacionarias provenientes del tipo de cambio a lo largo de todo el año. En el primer semestre esto se explicó por la estabilidad que exhibió el peso. Durante la segunda mitad del año se presentó una tendencia a la depreciación que se acentuó en los últimos meses; sin embargo, no se observó una transmisión de este fenómeno a los precios al consumidor, y en particular a los transables, como ha sucedido en oportunidades anteriores. No obstante, no se puede descartar que otros factores, como caídas en los precios internacionales y en los costos de transporte (esto último gracias a la reducción de los precios internacionales de los combustibles), hayan neutralizado las presiones alcistas por la mayor depreciación en la última parte del año.

Durante 2018 las presiones alcistas se originaron en los precios de los regulados.

Un clima favorable y presiones a la baja por cuenta de los precios internacionales de las materias primas agrícolas importadas también contribuyeron a mantener la inflación cerca de la meta. Productos como el arroz, dependientes del clima y de alguna importancia en la canasta del consumidor, presentaron descensos en sus precios. Algo similar sucedió con otros productos de origen importado, como aceites y cereales, y en este caso la razón habría sido unos precios internacionales estables o en descenso, lo que permitió compensar el impacto alcista asociado con la depreciación del peso en la segunda mitad del año.

En 2018 varios productos perecederos presentaron alzas de consideración después de los bajos precios del año inmediatamente anterior, acorde con lo previsto y siguiendo el ciclo normal de producción agrícola. Sin embargo, esas alzas fueron atenuadas por las presiones a la baja citadas inicialmente y mantuvieron el total de la inflación de alimentos en un nivel bajo.

Durante 2018 las principales presiones alcistas sobre la inflación se originaron en los precios de los bienes y servicios regulados. A lo largo de este año, la variación anual de regulados fluctuó alrededor de 6,0% y en diciembre se situó en 6,37%, una tasa superior a la observada doce meses atrás (5,86%). A la cabeza de los aumentos dentro de esta subcanasta se encuentran las tarifas de energía, que terminaron el año con una variación anual de 8,82% debido a cambios regulatorios, entre otras razones. Sin embargo, también se observaron aumentos importantes en combustibles (7,28%) y en las tarifas de acueducto (6,56%).

2.3.2 Perspectivas para 2019

La inflación anual al consumidor deberá mantenerse muy cerca de la meta puntual del 3,0% a lo largo de 2019. En los dos primeros meses del año los resultados han sido inferiores a lo esperado. En particular, en febrero la inflación anual se situó en 3,01%, disminuyendo frente a las cifras de diciembre de 2018.

Durante este primer bimestre se presentaron sorpresas a la baja por cuenta de los precios de los transables y no transables, principalmente; aunque también aquello ocurrió en la canasta de regulados. En el primer caso, en lo corrido del año la variación anual siguió disminuyendo lentamente (de 1,09% en diciembre de 2018 a 0,80% en febrero de 2019) y no se hizo evidente la trasmisión esperada de la depreciación acumulada a estos precios al consumidor. Por su parte, la variación anual de no transables descendió de manera significativa (desde 3,79% en diciembre de 2018 a 3,38% en febrero de este año), de la mano de una menor indexación, de un escaso impacto del salario mínimo y de bajas presiones de demanda. Dentro de esta subcanasta, el menor ritmo de ajustes afectó a un amplio conjunto de ítems, incluyendo a rubros de servicios como salud y educación, entre otros. En el caso de educación, hay que añadir que cambios en su forma de medición con la nueva metodología y canasta introducida por el DANE, como se señala más adelante, explicarían también el descenso en el indicador (Cuadro 2.5).

En 2019 la inflación deberá mantenerse muy cerca a la meta.

Para regulados también se presentó un descenso en su variación anual, el cual fue posible gracias a los pocos aumentos en las tarifas de energía y combustibles. Sin embargo, como se menciona más adelante, es posible que la tendencia decreciente en estas tarifas se revierta en los próximos meses. Con respecto a los alimentos, se observó una tendencia ascendente, aunque menos marcada que la prevista, lo que sugiere que estos precios no habrían estado expuestos a choques climáticos relacionados con un aparente fenómeno de El Niño.

Cuadro 2.5
Cambios en la canasta del IPC

Grupos de Gasto	Ponderaciones IPC 2008	Divisiones de gasto	Ponderaciones IPC 2018
Alimentos	28,21	Alimentos y bebidas no alcohólicas	15,05
		Restaurantes y hoteles	9,43
Vestuario	5,16	Prendas de vestir y calzado	3,98
Vivienda	30,10	Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles	33,12
		Muebles y artículos para el hogar	4,19
Salud	2,43	Salud	1,71
Transporte	15,19	Transporte	12,93
Comunicaciones	3,72	Información y comunicación	4,33
Cultura y diversión	3,10	Recreación y cultura	3,79
Educación	5,73	Educación	4,41
Otros gastos	6,35	Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes	1,70
		Bienes y servicios diversos	5,36
Total	100,00	Total	100,00

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Un factor que seguirá determinando la dinámica de los precios al consumidor este año es la presencia, de nuevo, de excesos de capacidad productiva y, por tanto, de una brecha del producto en terreno negativo. Al igual que en 2018, esta circunstancia deberá traducirse en escasas presiones de demanda sobre los precios al consumidor, y en particular sobre los precios de los no transables, cuya variación anual seguirá reduciéndose y acercándose al 3,0%.

Sin embargo, en la medida en que avance el año y hacia más largo plazo, con la aceleración paulatina del crecimiento dichos excesos tenderán a disminuir y la brecha del producto deberá cerrarse. Así, su influencia deflacionaria perderá importancia con el tiempo.

La estabilidad prevista para la inflación en 2019 también resulta de un menor nivel de indexación, dado que la inflación de fin de año cerró por debajo de la de 2017 y muy cerca del 3,0%. Gracias a ello, varios precios indexados a la inflación pasada tenderán a presentar un menor ritmo de ajuste que el año pasado, entre ellos los arriendos, de gran peso en la nueva canasta del DANE (25% del IPC total). A lo anterior se suma la presencia de unas expectativas de inflación que permanecen relativamente cerca de la meta (alrededor del 3,3% a horizontes entre uno y tres años), lo cual también contribuirá a moderar los ajustes de precios de una amplia gama de bienes y servicios, tanto transables como no transables. Los factores señalados deberán contrarrestar, en gran medida, las presiones alcistas que pesarán sobre los precios en 2019. Para este año se espera una depreciación moderada del tipo de cambio, la cual se traspasaría a los precios internos, aunque en una proporción baja y semejante a la observada en el pasado. En esta línea, se espera que parte de la depreciación acumulada a finales de 2018, que hasta ahora no se ha traspasado a los precios, lo haga en el transcurso del año, paralelamente con la aceleración de la demanda. Así las cosas, la variación anual de transables, que se sitúa en la actualidad en niveles bajos, deberá aumentar gradualmente, acercándose al 3,0%.

Para lo que resta de 2019 la canasta de regulados seguirá ejerciendo presiones alcistas importantes sobre la inflación, con ajustes anuales que se mantendrán por encima del 5%. La fuente principal de estas presiones otra vez será las tarifas de energía eléctrica. El retraso en la entrega de proyectos de generación eléctrica claves para el país, las mayores necesidades de inversión en distribución e innovación y los problemas financieros de algunas empresas conducirán a reajustes en las tarifas en porcentajes relativamente altos. En precios de combustibles, los reajustes deberán ser menores a los del año pasado, gracias a la caída de los precios internacionales y a que la depreciación sería moderada.

No se anticipan choques de importancia sobre la inflación originados en fenómenos climáticos, como El Niño, para 2019. En caso de ocurrir, este sería de naturaleza débil y, por tanto, su impacto sobre los precios de los alimentos sería muy bajo o incluso nulo. Lo sucedido en los dos primeros meses del año apoya esta predicción. Aun así, la variación anual del IPC

En los dos primeros meses de 2019 la inflación ha sido inferior a lo esperado.

La canasta de regulados ejercerá presiones alcistas en la inflación.

No se anticipan choques de importancia en los precios originados por fenómenos climáticos.

de alimentos debería registrar algunos aumentos por encima del 3,0% en los próximos trimestres y hasta comienzos de 2019 como parte del ciclo agrícola normal.

Acorde con lo observado a comienzos de año, se estima que el aumento del salario mínimo en 6%, 3 pp más que la inflación de fin de año y que la meta, tendría muy pocos efectos sobre los ajustes de precios en los trimestres venideros. Tampoco se espera que el resto de salarios ejerza presiones alcistas sobre los precios, en parte, teniendo en cuenta los recientes aumentos en la tasa de desempleo.

Así las cosas, la inflación total al consumidor deberá presentar pocos cambios en lo que resta de 2019, presentando un nivel levemente superior al 3,0% en buena parte del año. Hacia 2019 se anticipa un aumento leve que obedecería, sobre todo, a la transmisión de la depreciación del tipo de cambio a los precios de transables y también a los ajustes en la canasta de regulados.

Sobre el pronóstico central de inflación para 2019 pesan riesgos tanto al alza como a la baja. En el primer caso por la posibilidad de que se presente un deterioro del contexto externo que se traduzca en un menor crecimiento de los socios comerciales y en una caída de los términos de intercambio, lo que derivaría en presiones sobre la depreciación del tipo de cambio, mayores que las contempladas en el pronóstico central. Otros riesgos al alza provienen de un eventual impacto de El Niño en los precios de los regulados, sobre todo la energía, y de un aumento en la indexación asociado con el reajuste del salario mínimo en 6,0%. Con respecto a los riesgos a la baja, se identifica un crecimiento de la demanda interna y del PIB menor que el estimado, principalmente por cuenta de una inversión menos dinámica, y en segundo lugar una mayor entrada de capitales foráneos gracias a la amplia liquidez internacional, lo que ocasionaría una menor depreciación del peso que la prevista.

Por último, debe mencionarse que a partir de enero de este año el DANE introdujo una nueva canasta, con cambios relevantes en los ítems y ponderaciones, tal como se muestra en el Cuadro 2.5³⁴. La implementación de esta nueva metodología no debería generar variaciones de importancia en la inflación en el año; sin embargo, hacia el mediano plazo sí puede reflejar cambios en su comportamiento. En particular, es posible que su volatilidad disminuya dada la menor ponderación de los alimentos, usualmente el segmento del IPC con mayor variabilidad. Por otro lado, la inflación podría adquirir mayor inercia y rigidez dado el peso que ahora es otorgado a los arriendos, una variable cuyo ritmo de ajuste varía muy lentamente a lo largo del año.

34 Véase el *Informe sobre Inflación* de diciembre 2018, Recuadro 2, página 55.

2.4 Tasas de interés y sector financiero

En 2018 la JDBR redujo la tasa de referencia en 50 pb. De esta forma, al finalizar 2018 la tasa de política se ubicó en 4,25%. Durante el año la mayoría de las tasas de mercado disminuyeron más que la de referencia, así como también lo hicieron las tasas de interés pasivas, principalmente durante la primera mitad del año.

En el mercado de deuda pública se observó que el precio de los títulos emitidos por el Gobierno (TES) bajó levemente. Esto, a pesar de un contexto externo no tan favorable debido a las menores condiciones de liquidez global, la incertidumbre por las tensiones comerciales y la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes.

Por otra parte, en 2018 se frenó la tendencia a la desaceleración que mostraban las principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito desde 2016; no obstante, las tasas de crecimiento de dichos rubros permanecieron bajas.

Finalmente, cabe destacar que a diciembre de 2018 los establecimientos de crédito tuvieron una disminución en la tasa de crecimiento de las carteras riesgosa y vencida, y un ligero repunte en la cartera total.

2.4.1 Comportamiento de las tasas de interés durante 2018

2.4.1.1 Tasas de interés bancarias

Durante 2018 la tasa de referencia se redujo en dos ocasiones, para finalizar el año en 4,25%.

Durante 2018 la JDBR redujo la tasa de referencia en 50 pb (dos reducciones de 25 pb en las reuniones de enero y abril de ese año): de esta forma, al finalizar 2018 la tasa de política se ubicó en 4,25%. En el año la mayoría de las tasas de mercado disminuyeron más que la de política; en particular, los mayores descensos se observaron en las tasas de tarjeta de crédito, créditos de consumo y comerciales, ordinario y preferencial, mientras que las tasas de los créditos hipotecarios y de tesorería reaccionaron de manera más lenta. Por su parte, las tasas pasivas también disminuyeron, las de los certificados de depósito a término (CDT) bajaron más que la de política y las reducciones se dieron principalmente durante la primera mitad del año (Cuadro 2.6).

En todo 2018 la tasa interbancaria (TIB) retrocedió en 49 pb, y la IBR *overnight* lo hizo en 47 pb, lo que significó valores para fin de año de 4,25% y 4,10%, respectivamente. En el mismo período las tasas de captación disminuyeron un poco más; en particular, la de los depósitos a término fijo (DTF) bajó 75 pb y la tasa agregada de CDT 65 pb. En diciembre de 2018 la primera se ubicó en 4,54%, mientras que la segunda lo hizo en 4,90% (Gráfico 2.9). Adicionalmente, las tasas de CDT de corto plazo presentaron reducciones más pronunciadas que las de largo plazo (más de 1 año).

Cuadro 2.6
Principales tasas de interés nominales del sistema financiero
(porcentaje)

Fecha	Tasa de interés de política (a fin de mes)	Tasas pasivas (promedio mensual)				Tasas activas (promedio mensual)						
		DTF	CDT	Pasiva ponderada ^{a/}	IBR tres meses ^{a/}	Consumo	Hogares Hipotecario ^{b/}	Tarjeta de crédito ^{c/}	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Total activas ^{d/}
jun-16	7,50	6,91	7,86	6,24	7,54	19,14	12,49	29,44	14,31	11,71	12,10	14,77
jul-16	7,50	7,26	7,95	6,54	7,69	19,27	12,63	30,28	14,71	12,02	11,96	15,28
ago-16	7,75	7,19	8,04	5,78	7,82	19,54	12,73	30,45	14,72	12,14	12,32	15,23
sept-16	7,75	7,18	7,79	6,06	7,74	19,57	12,78	30,60	14,63	12,07	11,84	15,34
oct-16	7,75	7,09	7,52	5,66	7,71	19,84	12,70	31,38	14,47	11,97	12,03	15,41
nov-16	7,75	7,01	7,51	5,44	7,63	19,64	12,68	31,39	14,59	11,99	12,32	15,52
dic-16	7,50	6,92	7,41	5,29	7,20	19,39	12,59	31,52	14,06	11,58	11,86	14,45
ene-17	7,50	6,94	7,41	6,02	7,33	20,88	12,45	31,87	14,30	11,27	12,22	15,11
feb-17	7,25	6,78	7,43	5,63	7,03	20,03	12,56	31,69	13,79	11,37	12,03	14,87
mar-17	7,00	6,65	7,08	5,16	6,64	19,78	12,42	31,61	13,84	11,22	11,96	15,13
abr-17	7,00	6,53	6,84	5,36	6,20	19,87	12,38	31,71	13,71	10,65	11,26	14,47
may-17	6,25	6,17	6,54	5,05	5,87	19,78	12,36	31,54	13,37	10,09	10,68	14,02
jun-17	6,25	5,96	6,31	4,23	5,50	19,47	12,02	31,18	12,89	9,75	10,57	13,50
jul-17	5,50	5,65	6,00	4,38	5,35	19,39	11,57	31,16	12,64	9,47	10,27	13,58
ago-17	5,50	5,58	6,06	4,52	5,19	18,91	11,29	30,97	12,27	9,14	9,47	13,27
sept-17	5,25	5,52	5,97	4,12	5,15	18,87	11,01	30,19	12,04	8,77	9,17	12,69
oct-17	5,00	5,46	5,93	4,95	4,95	18,88	10,91	29,93	12,13	8,79	8,79	13,05
nov-17	4,75	5,35	5,82	3,70	4,56	18,67	10,90	29,40	11,72	8,72	9,11	12,87
dic-17	4,75	5,28	5,55	3,69	4,66	18,66	10,83	28,89	11,33	8,43	8,16	11,66
ene-18	4,50	5,21	5,59	3,84	4,48	19,25	10,74	29,37	11,59	8,28	8,04	12,53
feb-18	4,50	5,07	5,50	3,96	4,41	18,60	10,82	29,55	11,32	7,92	7,99	12,06
mar-18	4,50	5,01	5,33	3,48	4,33	18,33	10,77	29,23	11,14	7,72	8,44	11,72
abr-18	4,25	4,90	5,23	3,86	4,20	18,16	10,66	28,72	11,17	8,02	8,02	12,21
may-18	4,25	4,70	5,05	3,63	4,20	17,77	10,61	28,59	11,18	7,82	8,50	12,37
jun-18	4,25	4,60	4,91	3,10	4,25	17,89	10,58	28,58	10,80	7,96	7,74	12,35
jul-18	4,25	4,57	4,96	3,73	4,25	18,41	10,57	28,19	10,97	7,87	9,22	12,33
ago-18	4,25	4,53	4,87	3,34	4,25	18,00	10,50	27,90	10,70	7,57	8,87	12,49
sept-18	4,25	4,53	4,87	3,50	4,26	17,70	10,48	27,63	10,70	7,68	9,43	12,25
oct-18	4,25	4,43	4,83	3,62	4,28	17,50	10,45	27,22	10,55	7,31	8,05	11,98
nov-18	4,25	4,42	4,77	3,27	4,28	17,28	10,45	26,65	10,56	7,60	9,08	11,96
dic-18	4,25	4,54	4,90	3,66	4,27	17,21	10,38	27,22	10,24	7,63	7,79	11,13
ene-19	4,25	4,56	5,12	3,72	4,26	18,43	10,39	27,15	10,82	7,79	8,36	12,69
feb-19	4,25	4,57	5,20	3,83	4,27	17,82	10,43	27,24	10,29	7,66	8,15	11,93

a/ Dato a fin de mes.

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

c/ No incluye consumos a un mes ni avances.

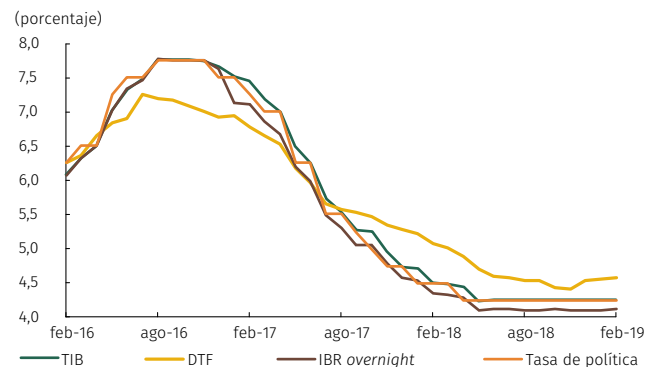
d/ Corresponde al promedio ponderado por monto de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería. La ponderación del crédito de tesorería corresponde a un quinto de su desembolso semanal.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 088 y Formato 441).

En diciembre de 2018 la tasa promedio de los créditos comerciales fue del 8,86%, el menor registro desde diciembre de 2014. En lo corrido del año la tasa de esta modalidad bajó más que la tasa de política (-73 pb), lo que se explica por un descenso de la tasa de los créditos ordinarios de 109 pb, y de la de los preferenciales de 80 pb; por su parte, los de tesorería disminuyeron en menor magnitud (-37 pb). Durante el año los montos desembolsados para los créditos comerciales fueron similares a los registrados un año atrás; esta misma dinámica se presentó para la modalidad preferencial y ordinaria, mientras que los montos de tesorería registraron reducciones³⁵.

Gráfico 2.9

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



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

b/ Se utiliza la tasa promedio del mes.

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

Con respecto a las tasas de créditos a los hogares, durante 2018 los mayores descensos se presentaron en las tasas de tarjeta de crédito (sin consumos a un mes ni avances) (-166 pb), y de consumo (-145 pb), mientras que la destinada a adquisición de vivienda disminuyó 44 pb en el mismo período. A diciembre de 2018 la tasa de interés de consumo se ubicó en 17,21%, la más baja desde septiembre de 2015. Por modalidades, en lo corrido de 2018 la tasa de los créditos distintos a libranzas se redujo en mayor proporción que la de libranza, lo cual contrasta con el aumento en los desembolsos por medio de libranzas, el cual fue superior al registrado en todos los tipos de libranzas.

Por su parte, la tasa de tarjeta de crédito (sin consumos a un mes ni avances) completó una reducción de 166 pb durante 2018 y se ubicó en 27,22% en diciembre de 2018. Esto podría estar influenciado por el comportamiento de la tasa de usura, la cual disminuyó en 206 pb en el mismo período. Finalmente, la tasa promedio hipotecaria se ubicó en 10,38%, el menor nivel desde mayo de 2002.

A febrero de 2019 se presentaron leves incrementos en las tasas pasivas, mientras que las activas mostraron aumentos significativos, en especial en consumo y tesorería. Lo anterior fue resultado de la estacionalidad que presentan las tasas activas a comienzos de año, pues en estos meses se suelen observar aumentos en las tasas y disminuciones en los desembolsos de los préstamos, en particular en el segmento de libranzas.

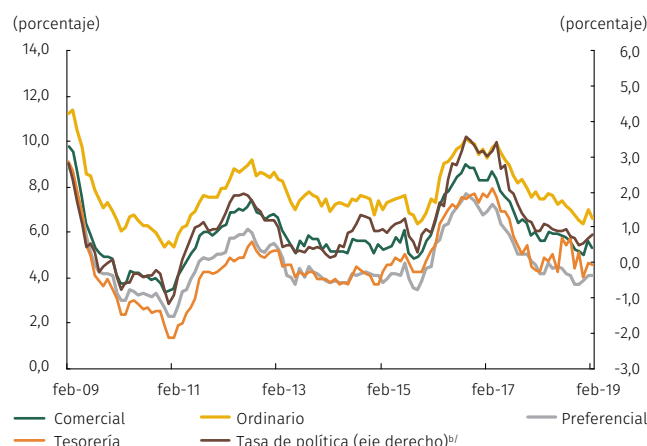
En términos reales, también se han registrado disminuciones en las tasas de interés de préstamos y depósitos. Durante 2018, al descontar el promedio de varias medidas de expectativas de inflación³⁶ (tasas de

35 En promedio, los desembolsos de los créditos de tesorería pesan 3% de los desembolsos comerciales.

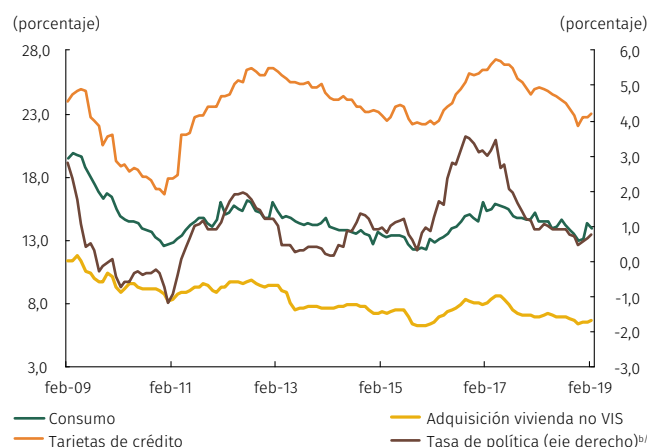
36 Específicamente, si se descuenta el promedio de cinco medidas de expectativas de inflación: a un año, obtenida de la encuesta a analistas financieros; a un año, obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; *break even inflation* a dos y a tres años, y *forward break even inflation*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

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

A. Créditos a las empresas



B. Créditos a los hogares

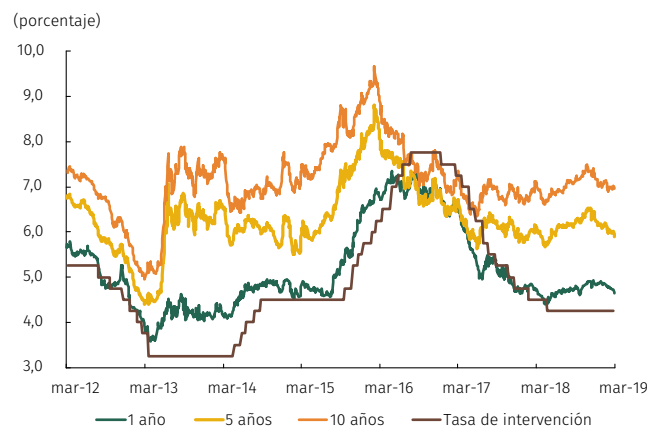


a/ Se utiliza el promedio de varias medidas de expectativas de inflación como deflactor (a un año obtenida de la encuesta mensual a analistas financieros; a un año obtenida de la encuesta trimestral de expectativas económicas; las BEI a dos y a tres años, y la *forward* BEI de dos y tres años).

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

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

Gráfico 2.11
Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de subasta de expansión del Banco de la República



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

interés reales *ex ante*), tanto las tasas comerciales como las de hogares y de depósitos se redujeron. Al cierre del año todas las tasas reales, excepto las de tarjeta de crédito, mostraron niveles inferiores al promedio histórico (Gráfico 2.10).

2.4.1.2 Mercado de deuda pública

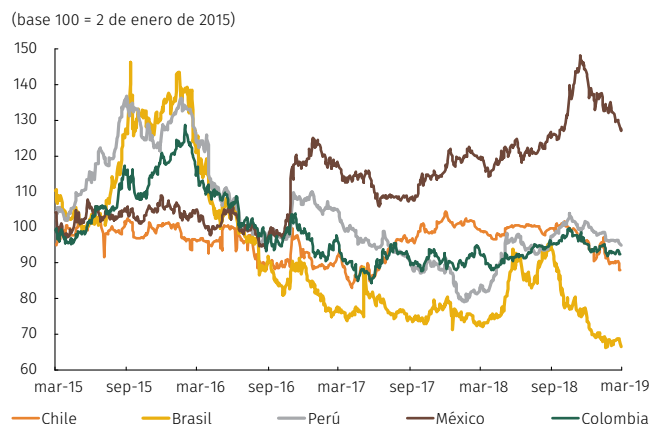
En 2018 el precio³⁷ de los títulos emitidos por el Gobierno (TES) bajó levemente, acorde con las menores condiciones mundiales de liquidez, la incertidumbre frente a las tensiones comerciales entre los Estados Unidos y China, y la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes (Gráfico 2.11). El comportamiento del mercado tuvo un buen dinamismo, ya que el monto promedio diario negociado en los sistemas de negociación SEN y MEC de los títulos de deuda pública colombiana fue de COP8,7 billones (b), cifra superior a lo observado en 2017 de COP6,0 b. Por su parte, la participación de los extranjeros en el mercado local de TES se mantuvo estable, al pasar de 26,6% para el cierre de 2017 a 26,4% en 2018.

Durante 2019 se han presentado valorizaciones en los tramos corto y medio de la curva, afines con la publicación de unas cifras de inflación inferiores a las esperadas por el mercado. Al 13 de marzo el monto promedio diario negociado de los títulos de deuda pública se ubicó en COP5,20 b.

En la región durante 2018 el comportamiento de las curvas de rendimientos fue mixto, con valorizaciones en Brasil y Chile ante unas mejores perspectivas en el panorama económico y político. Por su parte, en México y Perú se presentaron desvalorizaciones, explicadas principalmente por la incertidumbre política y el comportamiento negativo del precio de las materias primas. Durante lo corrido de 2019, acorde con el mercado local, las curvas de la región se han valorizado (Gráfico 2.12).

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

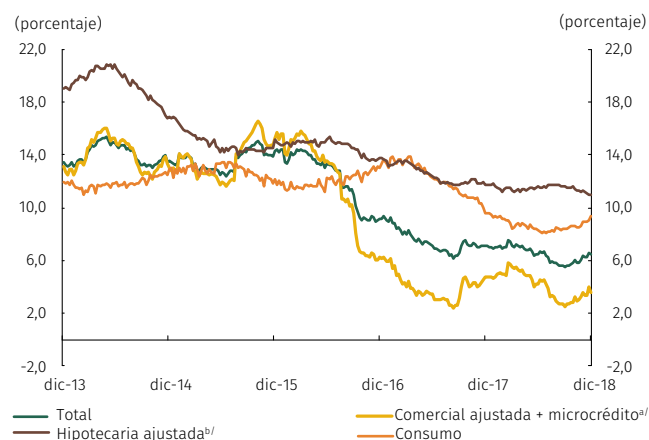
Gráfico 2.12
Índice de las tasas cero cupón a diez años en Latinoamérica y otros países emergentes



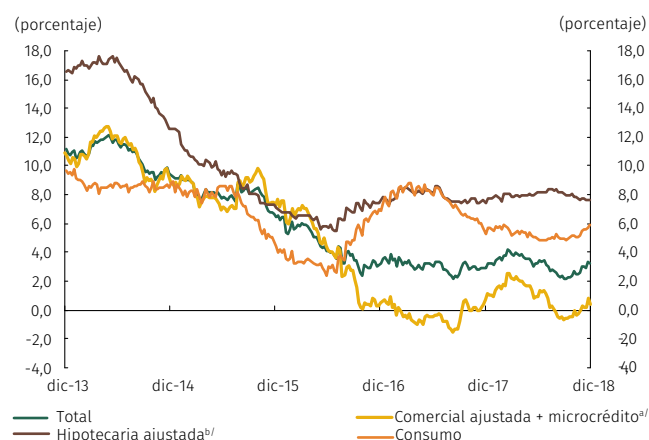
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.13
Crecimiento anual de la cartera en moneda legal por modalidad

A. Nominal



B. Real (deflactado con el IPC total)



a/ Incluye ajustes por *leasing* operativo.

b/ Incluye ajustes por titularizaciones de cartera hipotecaria.

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

2.4.2 Principales cuentas de los establecimientos de crédito³⁸

En 2018 se frenó la tendencia a la desaceleración que mostraban las principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito (EC) desde 2016; sin embargo, las tasas de crecimiento de la cartera y de los depósitos fueron bajas. Específicamente, a diciembre la cartera bruta en moneda legal creció 6,5% anual (3,2% en términos reales) e igual valor en el promedio del año, y los depósitos (pasivos sujetos a encaje, PSE) 5,2% a diciembre y 5,5% en promedio (en términos reales 2,0% al cierre y 2,2% en promedio).

A diciembre la cartera bruta en moneda legal registró un saldo de COP 430.777 mm. Durante el año su bajo dinamismo se explicó por el comportamiento de los créditos a las empresas (modalidades comercial y microcrédito), que representan un poco más de la mitad del saldo de la cartera bruta total en moneda legal³⁹. En la modalidad comercial hubo abonos, prepagos y castigos de créditos por montos significativos, en especial en el tercer trimestre, cuyo efecto hizo que incluso el saldo cayera en ese período. No obstante, el crecimiento promedio anual de la cartera a las empresas fue del 4,1%, similar al de 2017 (4,0%), pero superior en términos reales (0,9% en 2018 versus -0,3% en 2017) (Gráfico 2.13).

La cartera de consumo y la hipotecaria mostraron un mejor comportamiento que el de la cartera comercial y siguen explicando el aumento de la cartera de los EC, pero en conjunto crecieron menos que en 2017. Así, la variación anual de la cartera de consumo pasó de 12,2% en promedio en 2017 a 8,7% en 2018 (de 7,6% a 5,3% en términos reales), y la de

38 La información de los establecimientos de crédito se obtiene del Formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia. Las cifras corresponden al viernes 28 de diciembre de 2018, las comparaciones anuales se realizan frente al viernes 29 de diciembre de 2017. Debido a que a partir del 1 de enero de 2015 los establecimientos de crédito reportan la información de sus cuentas de balance siguiendo las normas internacionales de información financiera (NIIF), se incluyen ajustes estadísticos para compensar los efectos por el cambio de metodología.

39 La modalidad comercial representa cerca del 51% del total de la cartera y el microcrédito 3%.

la hipotecaria⁴⁰ de 12,6% a 11,5% (pasó de 7,9% a 8% en términos reales) (gráficos 2.13 y 2.14).

A pesar del bajo dinamismo promedio de la cartera durante el año, en los últimos meses se observó alguna recuperación (Gráfico 2.13). Esto puede deberse a factores tanto de demanda como de oferta. La más reciente *Encuesta sobre la situación del crédito*⁴¹ señala que durante el cuarto trimestre los EC observaron incrementos en la demanda en todas las modalidades, lo cual estaría soportado por tasas de interés bajas y sería consistente con la mejora en el desempeño de la economía. Adicionalmente, a diferencia de las anteriores ediciones de la encuesta, la mayoría de bancos afirmó mantener o reducir sus exigencias en todas las modalidades (excepto la de vivienda), además de disminuir el rechazo de créditos.

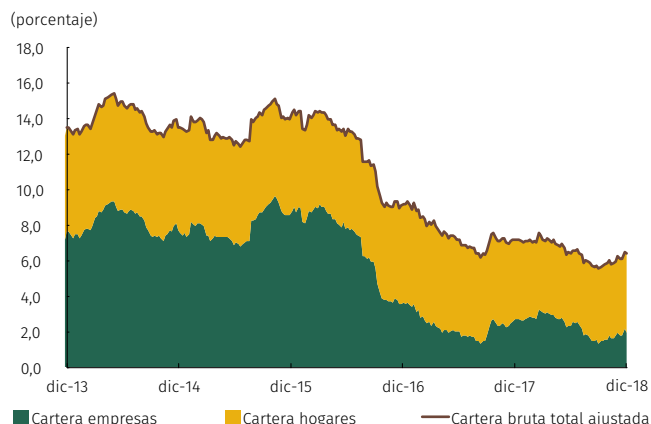
Por su parte, las inversiones en moneda legal, segundo componente con mayor participación en el activo de los EC (16,7%), registraron un saldo de COP 91.819 mm al cierre de 2018, con una variación anual de 11,6% y 12,4% en promedio durante el año (en términos reales 8,1% al cierre y 8,9% en promedio). Con esto, aumentó un poco su participación dentro del activo (pasó de un promedio de 16,0% en 2017 a 17,0% en 2018). Es importante señalar que parte del incremento se debe a las valorizaciones (cerca de la cuarta parte).

Por el lado del pasivo, a diciembre los depósitos de los distintos agentes en los EC (PSE) totalizaron COP 440.026 mm. Por tipo de depósito, el primer semestre del año se caracterizó por crecimientos similares entre los pasivos a la vista y a plazo (CDT + bonos). Sin embargo, durante la segunda mitad del año los depósitos a la vista se aceleraron y finalizaron con una tasa de crecimiento mayor que la de los pasivos a plazo (8,1% y 1,7% respectivamente, y 4,7% y -1,4% en términos reales) (Gráfico 2.15). Para los últimos, aquellos a menos de dieciocho meses fueron más dinámicos que los de plazo superior a tal período.

40 Esta serie incluye ajustes por titularización de la cartera hipotecaria.

41 Encuesta a diciembre de 2018; disponible en <http://www.banrep.gov.co/es/reporte-de-la-situacion-del-credito-en-colombia>

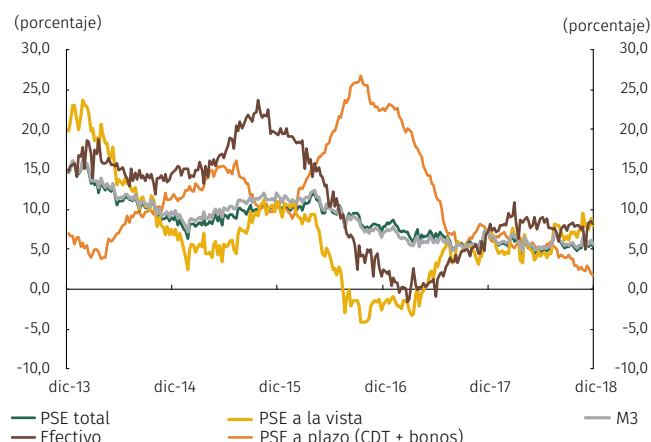
Gráfico 2.14
Contribución de los créditos a hogares y a las empresas al crecimiento anual de la cartera bruta total ajustada



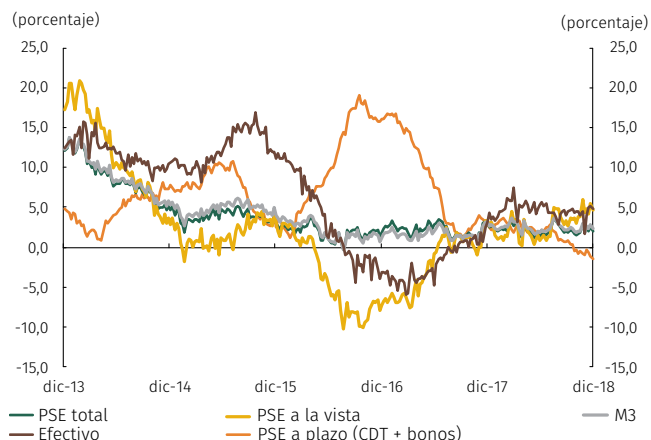
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.15
Crecimiento anual del M3, del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (total, a la vista y a plazo)

A. Nominal



B. Real^{a/}



a/ Deflactado con el IPC total.

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

Base monetaria

Al cierre de 2018 el saldo de la base monetaria se ubicó en COP 98.081 mm, con un crecimiento nominal anual de 10,4% (7,0% real), significativamente superior a la presentada el año anterior (5,0% y 0,9% real).

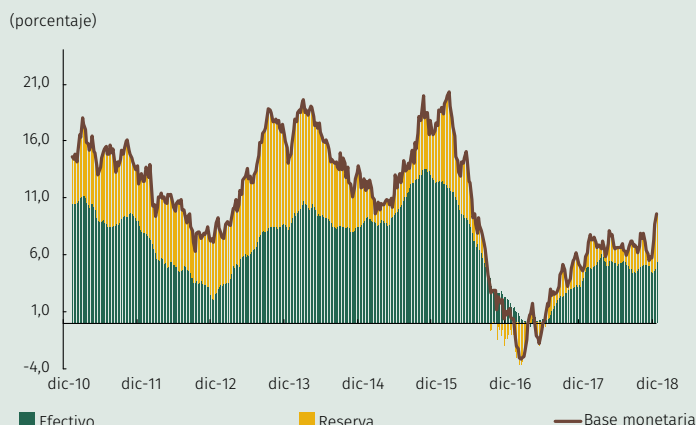
Por usos, el aumento de la base monetaria se explica por la recuperación del efectivo, el cual, además de ser su principal componente (participación del 66%), pasó de crecer 2,4% anual en promedio en 2017 (-1,8% real) a 8,0% anual durante 2018 (4,6% real). Aunque en menor medida, la reserva bancaria también contribuyó al aumento de la base monetaria, al pasar de crecer de 0,7% anual en promedio en 2017 (-3,5% real) a 5,4% en 2018 (2,1% real) (Gráfico A).

Por fuentes (Gráfico B), el aumento de COP 9.270 mm de la base monetaria entre diciembre de 2017 y el mismo mes de 2018 es explicado, principalmente, por las operaciones con el Gobierno Nacional (depósitos en el Banco, su remuneración y el traslado de utilidades del Banco al Gobierno). Entre el cierre de 2017 y el de 2018 estas generaron un aumento de la base monetaria por COP 7.250 mm. Las operaciones de liquidez (descontando los DRNCE y los intereses netos de dichas operaciones) también contribuyeron al aumento del dinero primario en la economía (COP 4.944 mm en términos anuales).

Adicionalmente, la compra de divisas mediante el mecanismo de opciones *put* anunciada por la JDBR a finales de septiembre de 2018, y subastadas y ejercidas durante el último trimestre del año, añadió COP 1.279 mm a la liquidez primaria. Otros ítems del PyG y del balance del Banco también generaron expansión de la base por COP 1.031 mm en el año completo.

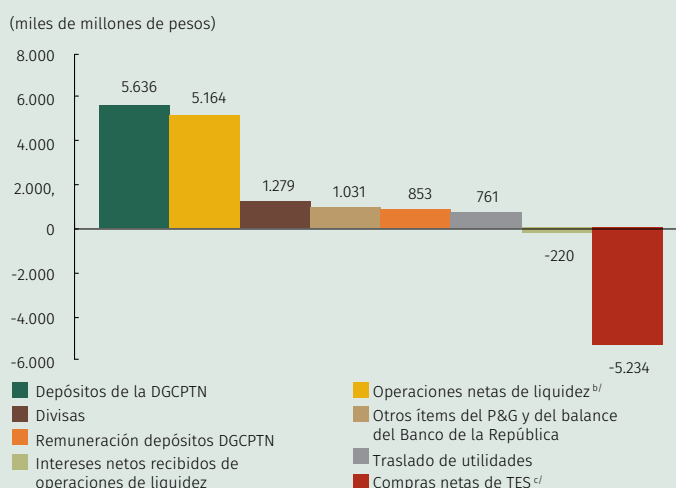
Por el contrario, y a diferencia de los dos años anteriores, el efecto de las operaciones con TES fue contraccionista por COP 5.234 mm. Esto resulta de la venta de portafolio por COP 5.054 mm al Ministerio

Gráfico A
Contribución del efectivo y la reserva bancaria al crecimiento de la base monetaria



Fuente: Banco de la República.

Gráfico B
Origen de la variación de la base monetaria en 2018^{a/}



a/ Cifras al cierre del mes calendario.

b/ Corresponde a las operaciones netas, es decir, considera los repos de expansión y el saldo de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) para todos los plazos.

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

Fuente: Banco de la República.

de Hacienda y Crédito Público en octubre¹ y vencimientos por COP 915 mm, que fueron compensados, en parte, por la compra definitiva de títulos al mercado durante junio y julio por COP 735 mm.

1 Para mayor información véase <http://www.banrep.gov.co/es/noticias/operacion-venta-de-tes-al-ministerio-de-hacienda-05-10-2018>.

Este comportamiento sugiere una preferencia por medios de pago a la vista o a corto plazo, en un contexto de descenso en las tasas de interés de los depósitos y en la inflación. En la misma dirección, la demanda por efectivo se recuperó, y al cierre del año creció 8,2% anual y 8,0% en promedio del año (4,9% y 4,6% en términos reales), niveles que no se observaban desde mediados de 2016 (Gráfico 2.15).

El comportamiento de los PSE y del efectivo se reflejó en la dinámica del M3 (PSE más efectivo), que es el agregado monetario que comprende el conjunto de activos financieros que los agentes pueden utilizar para realizar pagos en moneda legal. Al cierre del año este agregado se ubicó en COP 504.404 mm y creció 5,6% (2,3% en términos reales), y 5,8% en promedio, un poco por encima del aumento de los PSE gracias al comportamiento del efectivo (Gráfico 2.15). Asimismo, la evolución de los PSE y del efectivo tuvo impactos sobre la base monetaria (véase el sombreado).

2.4.3 Algunas medidas de riesgo del sistema financiero⁴²

A diciembre de 2018 los establecimientos de crédito (EC) continuaron avanzando en el proceso de ajuste a los choques experimentados por la economía colombiana desde mediados de 2014. Esto se ha reflejado en una disminución en la tasa de crecimiento de las carteras riesgosa y vencida, y por un ligero repunte en la cartera total. A pesar de lo anterior, los indicadores de riesgo de crédito han mostrado ligeros deterioros en el último año, aunque menos pronunciados que en el pasado reciente. Sin embargo, los indicadores de rentabilidad han registrado incrementos en el período de análisis, y la solvencia, tanto la total como la básica, ha sido superior a los mínimos regulatorios.

Por su parte, la tasa de crecimiento del fondeo, entendido como la suma entre el pasivo y el patrimonio, registró una recuperación en el mismo período. El indicador de riesgo de liquidez mostró una disminución gradual en el transcurso del año, aunque se encuentra en niveles superiores a los regulatorios. En cuanto al portafolio de TES, se registró una disminución en su indicador de riesgo de mercado, a pesar de su crecimiento tanto en posición propia como administrada.

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

A diciembre de 2018 la tasa de crecimiento de las carteras riesgosa y vencida disminuyó, y la de la cartera total tuvo un ligero repunte.

⁴² La información de esta sección se obtiene de los balances y formatos reportados por las entidades financieras a la Superintendencia Financiera de Colombia.

2.4.3.1 Riesgo de crédito

En el último año los indicadores de riesgo de crédito ICM⁴³ e ICR⁴⁴ de los EC se han deteriorado ligeramente, en especial por el desempeño de la cartera comercial. A pesar de lo anterior, se registra una estabilización en dichos indicadores, lo que podría señalar el fin de un período de intensa materialización del riesgo de crédito. Aunque los establecimientos de crédito han tenido que enfrentar el incremento de las vulnerabilidades derivadas de este riesgo en los últimos años, las medidas de solvencia básica y total registraron valores de 11,2% y 16,3%, respectivamente, situándose por encima del promedio de los últimos cinco años (10,8% y 16,0%, en su orden), y de los mínimos regulatorios correspondientes.

a. Cartera riesgosa

En el mismo período, la cartera riesgosa se desaceleró, al pasar de crecer 28,2% a 3,3% en términos reales. Este comportamiento respondió principalmente a la dinámica de la cartera comercial riesgosa, la cual presentó una tasa de crecimiento de 3,7%, luego de que un año atrás reportara una de 31,7%. Para las modalidades de consumo, microcrédito y vivienda también se observaron desaceleraciones, aunque inferiores a la de la cartera comercial. A pesar de la reducción en el crecimiento de la cartera riesgosa, esta continuó expandiéndose a un mayor ritmo que la cartera total, generando un incremento en el ICR total en el período de análisis. Este efecto es generado principalmente por el bajo crecimiento que registra la cartera comercial, que impide que las mejoras en su cartera riesgosa se traduzcan en mejores resultados en su ICR.

El indicador agregado aumentó 4 pb, alcanzando un valor de 10,0% en diciembre de 2018. Por modalidad, se registraron deterioros para las carteras comercial y de vivienda, mientras que las de consumo y microcrédito mostraron mejoras (Gráfico 2.16). No obstante, se registra una estabilización del indicador de todas las carteras en los últimos seis meses, deteniendo así la tendencia creciente que se venía registrando desde finales de 2015.

b. Cartera vencida

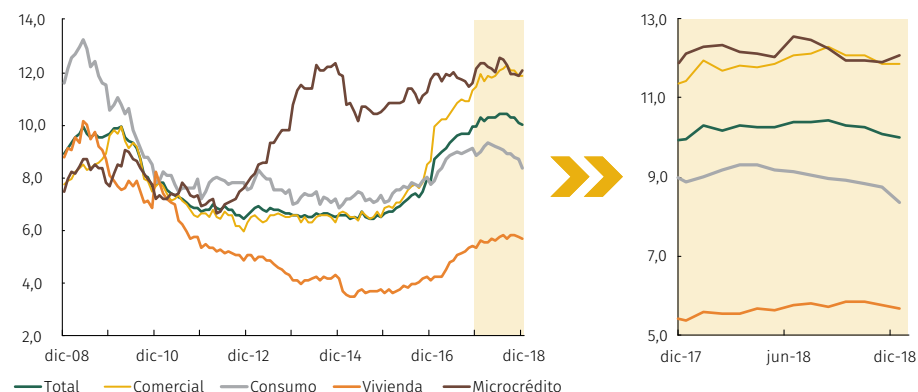
En relación con la materialización del riesgo de crédito, la tasa de crecimiento real anual de la cartera vencida disminuyó 29,8 pp en el período de análisis, ubicándose en 7,4% en diciembre de 2018. Las modalidades que registraron las mayores desaceleraciones fueron comercial, vivienda y consumo, con caídas de 39,1 pp, 27,5 pp y 27,4 pp, respectivamente. A pesar de

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

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

Gráfico 2.16
Indicador de calidad por riesgo (ICR)

(porcentaje)



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

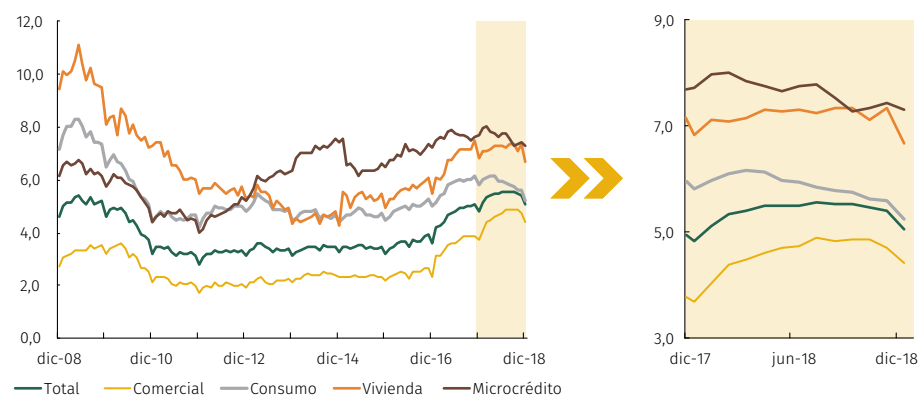
que la cartera vencida de microcrédito fue la de menor desaceleración, registra contracciones reales, al igual que la cartera de consumo.

Similar a lo ocurrido con la cartera riesgosa, a pesar de la corrección de los últimos doce meses, la cartera vencida continúa expandiéndose a un ritmo superior que el de la cartera total. Lo anterior llevó a que en el período de análisis el ICM se incrementara en 21 pb, alcanzando un nivel de 5,0% (Gráfico 2.17). Al evaluar por modalidad, se evidencia que el indicador agregado ha sido impulsado principalmente por la cartera comercial, que tuvo un incremento de 71 pb en el último año. En contraste, las carteras de consumo, vivienda y microcrédito han disminuido su ICM en el período de análisis.

Al evaluar el comportamiento del ICM de la cartera comercial por rama de actividad, se evidencia que los sectores de electricidad, gas y agua; transporte; construcción, y agropecuario fueron los de mayor materialización del riesgo entre el tercer trimestre de 2017 y el mismo período de 2018 (Gráfico 2.18). A pesar de lo anterior, los indicadores de los primeros tres sectores se han visto afectados por componentes idiosincrásicos causados

Gráfico 2.17
Indicador de calidad por mora (ICM)

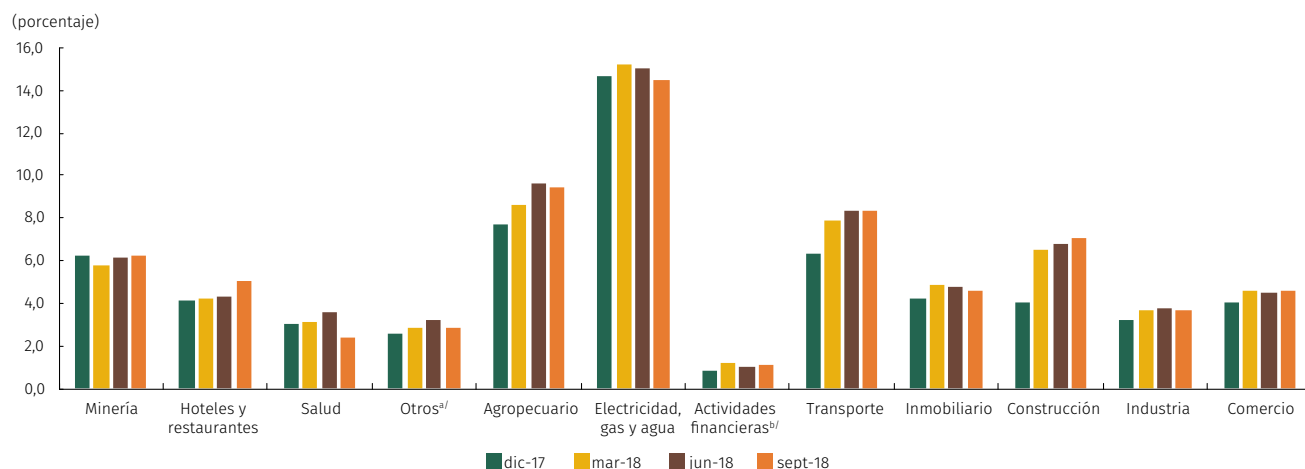
(porcentaje)



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

por la situación de la Concesionaria Ruta del Sol S.A.S., la Electrificadora del Caribe S.A., y por el bajo desempeño de las empresas dedicadas al transporte masivo de pasajeros.

Gráfico 2.18
Indicador de calidad por mora por rama de actividad



a/ En "otros servicios" se agrupan las firmas que pertenecen a los siguientes sectores económicos: administración pública y defensa, educación, servicios sociales y de salud, otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales, hogares privados con servicio doméstico y el de organizaciones y órganos extraterritoriales.

b/ En el sector de actividades financieras y de seguros se excluyen las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

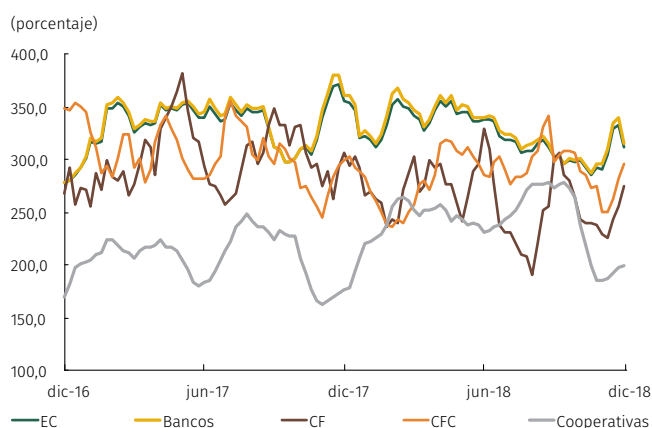
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2.4.3.2 Riesgo de liquidez

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

A diciembre de 2018 el IRL agregado de los EC se situó en 313,2%, nivel inferior al promedio registrado en los últimos doce meses (325,2%, Gráfico 2.19). Lo anterior es explicado principalmente por los menores niveles de liquidez que presentaron los bancos, dado un incremento en sus requerimientos netos de liquidez. Por su parte, el indicador de las compañías de financiamiento (CFC) y las corporaciones financieras (CF) no registró variaciones significativas. En el caso de las cooperativas financieras, el indicador ha exhibido un crecimiento gradual. Pese a las fluctuaciones del indicador, se observa que en el agregado los distintos tipos de entidades cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo.

Gráfico 2.19
 IRL_R a 30 días^{a/}

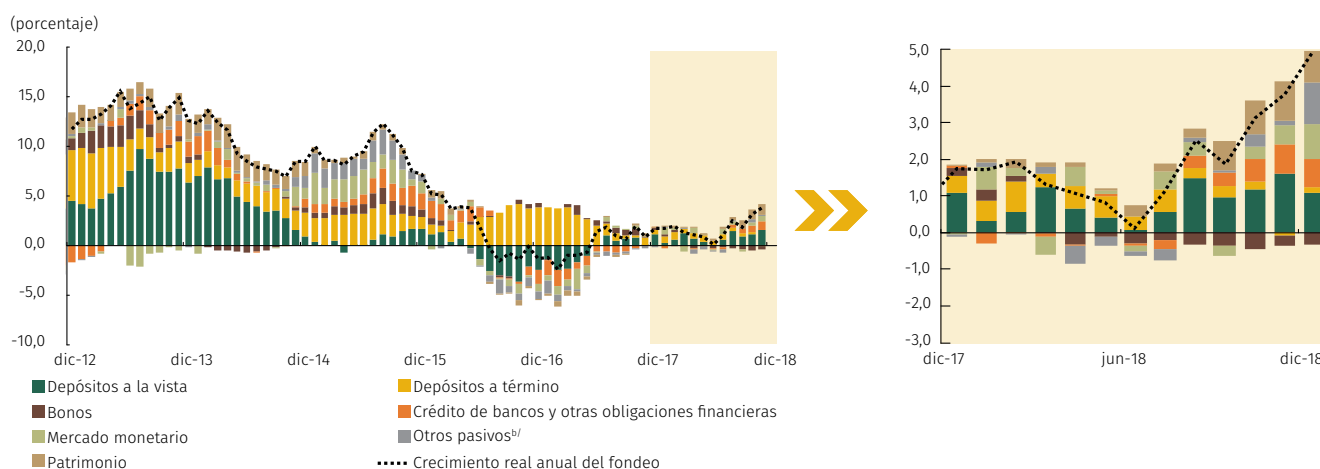


a/ Corresponde a un promedio móvil ponderado de 4 semanas.

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

A diciembre de 2018 el fondeo de los EC registró una recuperación en comparación con el año anterior (Gráfico 2.20). Este indicador exhibió un crecimiento real anual de 5,0%, luego de que un año atrás se ubicara en 1,7%. Por componentes, la mayor dinámica del fondeo estuvo explicada por una mayor contribución de los otros pasivos, de los depósitos a la vista y del mercado monetario. De igual forma, el patrimonio registró una mayor contribución, debido a una aceleración en el crecimiento de las utilidades, la cual alcanzó un 46,3%.

Gráfico 2.20

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

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

b/ Otros pasivos comprende otros instrumentos financieros, cuentas por pagar, BOCAS, BOCEAS, entre otros.

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

2.4.3.3 Riesgo en el mercado de TES

Las instituciones financieras pueden tener TES como parte de sus activos (posición propia) o como parte de los recursos que administran de sus clientes (posición de terceros). Entre diciembre de 2017 y el mismo mes de 2018 el portafolio de TES del sistema financiero aumentó, tanto en posición propia como en posición administrada, y su medida de riesgo disminuyó.

Al 28 de diciembre de 2018 el valor del portafolio de TES en posición propia registró un crecimiento de 16,2% con respecto a la misma fecha de 2017, alcanzando un saldo de COP 8,9 b y mostrando incrementos en todos los tipos de entidades del sistema financiero, con excepción de los fondos de pensiones y las sociedades comisionistas de bolsa (Cuadro 2.7). El aumento más significativo fue para los bancos, los cuales mostraron un crecimiento de 14,8% y un saldo COP 43,0 b.

En relación con los fondos administrados, se observó un crecimiento de 14,4%, alcanzando un saldo de COP 203,5 b. Los fondos de pensiones y los inversionistas extranjeros tuvieron crecimientos de su portafolio del 14,3% y 12,3%, respectivamente. Así, estos agentes alcanzaron una participación del 41,6% y 37,2%, en su orden, sobre el total de los fondos administrados.

Cuadro 2.7
Evolución saldo de TES del sistema financiero en posición propia y posición administrada
(billones de pesos)

Saldo de TES (billones de pesos)		
Entidades	29-Dic-17	28-Dic-18
a. Sistema financiero: posición propia		
Establecimientos de crédito		
Bancos comerciales	37,5	43,0
Corporaciones financieras	2,6	3,3
Compañías de financiamiento	0,0	0,1
Cooperativas financieras	0,0	0,0
Instituciones financieras no bancarias (IFNB)		
Fondos de pensiones	0,2	0,1
Sociedades comisionistas de bolsa	1,7	1,5
Sociedades fiduciarias	0,1	0,2
Compañías de seguros y capitalización	12,9	15,7
Total	55,0	63,9
b. Sistema financiero: posición administrada		
Extranjeros	67,4	75,7
Sociedades comisionistas de bolsa	0,0	0,0
Sociedades fiduciarias	67,4	75,7
Pensiones	93,5	107,1
Fondos de pensiones	74,1	84,7
Sociedades fiduciarias ^{a/}	19,5	22,4
FIC ^{b/}	1,6	2,3
Sociedades comisionistas de bolsa	0,5	0,4
Sociedades fiduciarias	1,1	1,9
Otros	15,3	18,4
Sociedades comisionistas de bolsa	0,1	0,8
Sociedades fiduciarias	15,2	17,6
Total	177,9	203,5
c. Otros^{c/}	26,2	26,0
Oferta total	259,1	293,4

a/ Pasivos pensionales administrados por las sociedades fiduciarias.

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

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

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

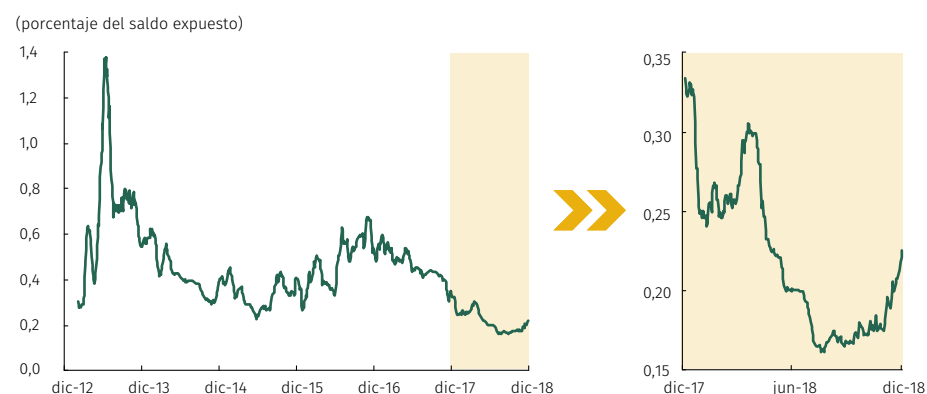
El aumento en el portafolio de TES por parte de los inversionistas extranjeros es acorde con la tendencia observada desde inicios de 2014. Sin embargo, la alta liquidez global, que en parte incentivó la inversión de extranjeros en títulos del país, ha disminuido, debido a incrementos en las tasas de intervención en algunas economías avanzadas.

Al igual que los demás tenedores de TES, las entidades financieras pueden enfrentar pérdidas por valoración ante una caída en el precio de

dichos títulos. Este riesgo se cuantifica mediante la evolución del saldo expuesto de TES utilizando la medida de valor en riesgo (VeR). Esta metodología, a partir de los retornos observados, estima la máxima pérdida que puede experimentar una institución en su portafolio de inversión, en un horizonte de un día, para un nivel de confianza dado⁴⁵. Es importante mencionar que una medida apropiada de riesgo de mercado del sistema financiero es el VeR de la posición propia, puesto que las pérdidas asociadas con los portafolios administrados por el sistema son enfrentadas por los inversionistas.

Al 28 de diciembre de 2018 el VeR promedio mensual de la posición propia de las entidades financieras disminuyó con respecto al observado doce meses atrás (0,2% frente a 0,3%, Gráfico 2.21). Lo anterior es producto de la disminución en la volatilidad que ha experimentado el mercado de deuda pública a lo largo del año. Adicionalmente, el indicador se sitúa por debajo de los niveles presentados en 2013, cuando se incrementó la volatilidad en los mercados financieros a raíz de los anuncios sobre el posible desmonte gradual del programa de compra de activos de la Fed.

Gráfico 2.21
Promedio móvil semanal del VeR para la posición propia del sistema financiero



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

2.5 Balance externo y política cambiaria

Tras la disminución de los términos de intercambio de 2014, durante 2016 y 2017 el sector externo del país experimentó un período de ajuste. Este se caracterizó por una importante corrección del déficit corriente, la cual inicialmente se explicó por una contracción de los egresos corrientes y, posteriormente, por la recuperación de los ingresos externos impulsados no solo por las mayores exportaciones de bienes, sino también por otros ingresos, como turismo y remesas. En este período, el comportamiento

⁴⁵ De manera ilustrativa, si el VeR de una institución financiera es de 5% a un nivel de confianza del 99%, ello indica que la máxima pérdida que esta entidad enfrentaría en un día sería del 5% del valor de su portafolio, y sería superada solo con un 1% de probabilidad.

del peso colombiano estuvo asociado principalmente con la evolución del precio del petróleo y, en menor medida, con la dinámica general del dólar.

Durante 2018 continuó el dinamismo de las principales fuentes de ingresos externos, impulsadas en mayor medida por las ventas externas de bienes mineroenergéticos. Sin embargo, este crecimiento no logró compensar en su totalidad el importante incremento que tuvieron las importaciones de bienes y los egresos por renta factorial. Esto último fue consistente con el mayor crecimiento del gasto y la inversión local y con las mayores utilidades de las empresas con capital extranjero. Como resultado de lo anterior, el déficit en la cuenta corriente se amplió en 2018, ubicándose en 3,8% del PIB, superior al 3,3% observado un año atrás. Los menores precios de exportación, el mayor crecimiento de la demanda interna y el costo de financiamiento externo previstos para 2019 se reflejarían en un deterioro adicional del balance corriente.

2.5.1 Balance externo de Colombia en 2018

A pesar de la mejora de los términos de intercambio observada en 2018, la aceleración en el ritmo de crecimiento económico se tradujo en una mayor demanda por importaciones de bienes y servicios y en un aumento de las utilidades de las empresas con capital extranjero; estas últimas también favorecidas por los mayores precios de exportación de petróleo y carbón. En efecto, durante 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 12.661 millones (m), superior en USD 2.364 m al de un año atrás (Cuadro 2.8). Como proporción del PIB de 2018, se estima que el déficit fue de 3,8%, mayor en 0,5 pp en comparación con lo observado en 2017. El déficit corriente fue financiado con entradas netas de capital de USD 11.981 m (3,6% del PIB), que incluye variación de reservas internacionales por USD 1.187 m⁴⁶. Es importante anotar que la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia ha estado estrechamente relacionada con el comportamiento de la balanza comercial de bienes, debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos corrientes del país⁴⁷. Sin embargo, cabe señalar que durante 2018 también adquirió relevancia la dinámica de la renta factorial, a tal grado que se constituyó en una fuente importante del resultado deficitario de la cuenta corriente del país.

Durante 2018 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit del 3,8% como porcentaje del PIB, mayor que lo observado en 2017.

46 Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales de USD 706 m, compras netas de divisas por USD 400 m y por ingresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 81 m.

47 El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, participando en un rango entre el 70% y 81% del total de ingresos. En cuanto a los egresos corrientes, su componente más importante son las importaciones de bienes, las cuales representaron en promedio el 64% del total de egresos (61,2% en 2018).

Cuadro 2.8
Balanza de pagos de Colombia
(flujos en millones de dólares)

	2017 (pr)	2018 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-10.296	-12.661	-2.364
(porcentaje del PIB)	-3,3	-3,8	
A. Bienes y servicios (1 + 2)	-8.488	-9.125	-637
1. Bienes (a - b)	-4.571	-5.316	-745
a. Exportaciones FOB	39.676	44.316	4.640
b. Importaciones FOB	44.247	49.633	5.385
2. Servicios (a - b)	-3.917	-3.809	108
a. Exportaciones	8.461	9.457	996
b. Importaciones	12.378	13.266	888
B. Renta de los factores	-8.405	-11.141	-2.736
Ingresos	5.479	6.112	633
Egresos	13.883	17.253	3.369
C. Transferencias corrientes	6.596	7.605	1.009
Ingresos	7.469	8.547	1.077
Egresos	873	941	68
Cuenta financiera ^{a/} (A + B + C + D)	-9.644	-11.981	-2.337
(porcentaje del PIB)	-3,1	-3,6	
A. Inversión directa (ii - i)	-10.147	-5.888	4.258
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.836	11.010	
(porcentaje del PIB)	4,4	3,3	
ii. Colombiana en el exterior	3.690	5.122	
B. Inversión de cartera (1 + 2)	-1.617	1.222	2.839
1. Sector público (ii - i)	-7.285	-775	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	6.695	2.016	
a. Mercados internacionales (bonos)	2.914	-1.514	
b. Mercado local (TES)	3.781	3.529	
ii. Inversión de cartera en el exterior	-590	1.241	
2. Sector privado (ii - i)	5.668	1.997	
i. Inversión extranjera de cartera (a + b)	1.122	-1.667	
a. Mercados internacionales (bonos)	650	-844	
b. Mercado local	472	-823	
ii. Inversión de cartera en el exterior	6.790	330	
C. Otros flujos de capital sector público + sector privado	1.606	-8.502	-10.108
D. Activos de reserva	513	1.187	674
Errores y omisiones (E y O)	652	679	27
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de reservas internacionales	-10.158	-13.168	-3.011
Variación de reservas internacionales	513	1.187	

(pr): preliminar.

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

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

Fuente: Banco de la República.

En 2018 el déficit de la balanza comercial de bienes aumentó con respecto a un año atrás.

Así, el déficit de la balanza comercial de bienes durante 2018 aumentó USD 745 m con respecto a un año atrás (Cuadro 2.8). El crecimiento de las ventas externas de los principales productos favorecidos por la mejora de sus precios de exportación fue sobrepasado por el aumento generalizado de las importaciones. Durante el período de análisis las exportaciones del país totalizaron USD 44.316 m, con un aumento anual de 11,7% (USD 4.640 m) (Cuadro 2.8). Este crecimiento se originó, principalmente, en las mayores ventas externas de petróleo y sus derivados (USD 3.603 m) y de productos industriales (USD 654 m). En contraste, se registraron reducciones en las ventas al exterior de oro (USD 262 m) y café (USD 246 m).

El mayor valor exportado de bienes mineros (petróleo crudo, ferroníquel y carbón) se explica por el alza en sus precios de exportación (8,5%, 11,1% y 19,8%, respectivamente), a pesar de que sus cantidades vendidas hayan disminuido (-0,1%, -18,5% y -29,4%). Por otra parte, la reducción en el valor vendido de café se originó en la disminución de su precio de exportación (-9,8%), no obstante las mayores cantidades despachadas (0,1%).

En cuanto al valor importado de mercancías, este registró un crecimiento generalizado en todos sus rubros, coherente con la recuperación de la actividad económica. Durante 2018 las importaciones de bienes ascendieron a USD 49.633 m, con un incremento anual de 12,2% (USD 5.385 m). Este comportamiento se explica principalmente por el crecimiento de las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 3.164 m, 22,1%), de las de bienes de consumo (USD 1.112 m, 10,9%) y de las compras externas de equipo de transporte (USD 524 m, 15,0%).

En cuanto al déficit de la cuenta de servicios, durante 2018 este disminuyó en USD 108 m (Cuadro 2.8), debido al mayor incremento de sus exportaciones frente al de los servicios importados. Por el lado de las exportaciones, sobresalen los mayores ingresos recibidos por concepto de viajes, así como por la venta de servicios de transporte, empresariales y de construcción y de comunicaciones. En cuanto a las importaciones, se destacan los mayores egresos asociados con los gastos de viajes, así como los pagos de servicios de transporte, empresariales y de construcción.

Las mayores exportaciones de petróleo y carbón, el mayor crecimiento de la demanda interna y el aumento de las tasas de interés externas se tradujo en un incremento importante de los egresos netos por renta factorial (USD 2.736 m) (Cuadro 2.8). Este aumento se explicó, principalmente, por el incremento de las utilidades obtenidas por las empresas con inversión directa (USD 2.589 m) y, en menor medida, por el aumento de los pagos de intereses de la deuda externa (USD 781 m). Los mayores egresos por utilidades de la inversión extranjera directa (IED) se explican en particular por el aumento de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de transporte, almacenamiento y comunicaciones (USD 932 m), explotación petrolera (USD 760 m), de minas y canteras (USD 651 m) y de comercio, restaurantes y hoteles (USD 193 m).

El déficit de la cuenta de servicios durante 2018 disminuyó.

El aumento del déficit corriente del país tuvo como contrapartida mayores necesidades de financiamiento. Como resultado de ello, en términos de la cuenta financiera⁴⁸, en 2018 se registraron entradas netas de capital por USD 11.981 m, superiores en USD 2.337 m a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 9.644 m. Este resultado se explica por ingresos de capital extranjero (USD 20.143 m), salidas de capital colombiano (USD 6.910 m), salidas por concepto de derivados financieros (USD 65 m), y aumento de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos por USD 1.187 m. En términos del PIB, la cuenta financiera aumentó de 3,1% a 3,6% (Cuadro 2.8).

En 2018 la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 11.981 m.

Los recursos externos recibidos por el país se originan en la IED (USD 11.010 m), en el desembolso neto de préstamos y otros créditos externos (USD 8.784 m) y en la inversión de portafolio en el mercado local (USD 2.706 m). Estos ingresos fueron compensados parcialmente por los pagos netos por concepto de títulos de deuda emitidos en los mercados internacionales (USD 2.357 m).

En 2018 por concepto de IED se recibieron USD 11.010 m (3,3% del PIB), monto inferior en USD 2.826 m (20,4%) a lo recibido un año antes. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: minería y petróleo (37,0%), servicios financieros y empresariales (18,0%), transporte y comunicaciones (14,1%), comercio y hoteles (12,0%), industria manufacturera (7,6%) y resto de sectores (11,3%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 5.122 m, efectuado en su mayoría por empresas del sector financiero y manufacturero.

Por su parte, durante 2018 los ingresos por inversión extranjera de cartera totalizaron USD 349 m, monto inferior al obtenido un año atrás. Esto fue resultado de las compras netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (USD 3.529 m), de los pagos netos de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 2.357 m) y de las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (USD 823 m). Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron USD 1.571 m y corresponden a las inversiones de cartera realizadas por empresas tanto del sector público (USD 1.241 m) como del sector privado (USD 330 m) (Cuadro 2.8).

En 2018 la inversión extranjera directa fue equivalente al 3,3% del PIB.

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país recibió entradas netas por USD 8.502 m, principalmente de largo plazo. El sector público recibió capitales netos por USD 2.036 m y el privado por USD 6.466 m. De este

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

monto, los bancos contrataron préstamos netos por USD 1.183 m y el resto, por las entidades del sector privado no bancario, que utilizaron estos recursos para la compra de activos en el exterior y como capital de trabajo.

2.5.2. Proyecciones de la balanza de pagos para 2019

La proyección de la balanza de pagos para 2019 indica que el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB se ubicaría alrededor del 4,3% como cifra más probable. Este pronóstico se enmarca en un contexto de menores precios del petróleo y carbón y de mayor dinamismo de la demanda interna, esta última impulsada por la recuperación de la inversión privada (Cuadro 2.9).

El impulso que en 2018 tuvieron las exportaciones en dólares de los principales productos se disiparía en 2019, acorde con el retroceso de los precios de exportación. Asimismo, se espera una moderación del crecimiento de las ventas externas de bienes industriales, en un contexto de desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales y de una menor dinámica del comercio mundial. Por otra parte, se estima

Cuadro 2.9
Proyección de la balanza de pagos
(millones de dólares)

	2017 (pr)	2018 (pr)	2019 (proy)
Cuenta corriente (A + B + C + D)	-10.296	-12.661	-14.341
Porcentaje del PIB	-3,3	-3,8	-4,3
A. Bienes	-4.571	-5.316	-9.182
Exportaciones	39.676	44.316	44.021
Importaciones	44.247	49.633	53.204
B. Servicios no factoriales	-3.917	-3.809	-3.050
Exportaciones	8.461	9.457	10.462
Importaciones	12.378	13.266	13.512
C. Renta de los factores	-8.405	-11.141	-10.299
D. Transferencias	6.596	7.605	8.191
Cuenta financiera (A + B + C + D)	-9.644	-11.981	-14.341
A. Inversión directa (ii-i)	-10.147	-5.888	-6.777
i. Extranjera en Colombia (IED)	13.836	11.010	11.491
ii. Colombiana en el exterior	3.690	5.122	4.714
B. Inversión de cartera	-1.617	1.222	-3.571
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1.606	-8.502	-6.873
D. Activos de reserva	513	1.187	2.879
Errores y omisiones (E Y O)	652	679	0

(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

La proyección de la balanza de pagos para el año 2019 indica que el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB aumentaría.

que las importaciones de bienes continuarían creciendo, aunque a un ritmo menor que el registrado en 2018. Esto es coherente con el crecimiento de una inversión y un gasto que incentive las importaciones de todos los sectores en general, en especial por parte de la industria.

El resultado del balance comercial para 2019 se estima más deficitario que el año anterior, impulsado principalmente por el crecimiento de las importaciones de bienes y, en menor medida, por las menores ventas externas de bienes mineroenergéticos. De esta manera, gran parte de la ampliación del desbalance corriente estaría siendo explicada por este rubro (Cuadro 2.9).

En cuanto al resto de componentes de la cuenta corriente, se prevé que estos contribuyan de manera positiva a suavizar el déficit externo. A medida que se prevean menores ingresos por exportaciones para las firmas petroleras y mineras con IED, esto se reflejará en una reducción de las utilidades por renta factorial. Sumado a lo anterior, se espera un crecimiento de los ingresos de las inversiones colombianas en el exterior, lo cual, en conjunto, permitiría compensar los mayores pagos por intereses de la deuda externa, y mejorar las utilidades de las empresas con capital extranjero que operan en sectores diferentes del mineroenergético gracias al mayor crecimiento esperado de la economía.

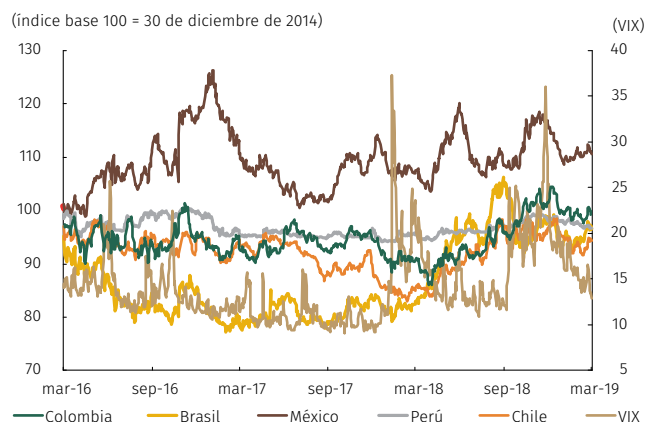
Para 2019 el déficit de servicios se estima en niveles inferiores a los del año anterior (Cuadro 2.9). Por el lado de las exportaciones, estas aumentarían en mayor medida por los mayores ingresos de turismo, favorecidos por el crecimiento mundial y el nivel del tipo de cambio colombiano. En tanto, los egresos crecerían a un menor ritmo, debido, por un lado, al efecto del menor precio internacional del petróleo, el cual se reflejaría en una caída en el costo de los fletes y en la contratación de servicios técnicos hacia ese sector. Por otro lado, se prevé una baja tasa de crecimiento en el gasto de colombianos en el exterior por concepto de viajes debido a una alta base de comparación.

También, se esperan mayores transferencias corrientes, gracias, sobre todo, al crecimiento previsto de las remesas enviadas desde los Estados Unidos, Europa y algunos países latinoamericanos.

Frente al informe anterior, en esta ocasión se prevén unas condiciones financieras internacionales más laxas, las cuales incidirían en mayores flujos de capital extranjero hacia las economías emergentes, entre ellas la colombiana. En términos del financiamiento de la cuenta corriente, para 2019 se estima que continúen los flujos por otra inversión, originados en liquidaciones de activos externos y, en menor medida, por contratación de nueva deuda. Se prevé un leve crecimiento de los flujos de IED, impulsada por los recursos destinados a sectores diferentes de petróleo y minas, y se espera que continúe, aunque a un menor ritmo, la compra de TES por parte de extranjeros.

2.5.3 Evolución de la tasa de cambio durante 2018 y en lo corrido de 2019

Gráfico 2.22
Índices de tasas de cambio nominales de algunos países de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Durante 2018 el dólar se fortaleció frente a sus pares y países emergentes, lo cual estuvo explicado, principalmente, por incrementos en la brecha de crecimiento de los Estados Unidos comparada con otros países desarrollados, la mayor aversión al riesgo ante tensiones comerciales de los Estados Unidos con sus socios comerciales, en especial con China, y aumentos en la tasa de política monetaria de la Fed. Específicamente, al cierre del año la moneda estadounidense se fortaleció 3,1% anual frente a sus principales cruces⁴⁹ y 12,0% frente a las monedas de economías emergentes⁵⁰.

En América Latina, acorde con el fortalecimiento global del dólar, las monedas se depreciaron, influenciadas, además, por la incertidumbre electoral y política en la región, así como por las disminuciones en el precio del petróleo y los metales industriales,

en particular en el último trimestre del año. En la región se depreciaron el peso argentino (102,3%)⁵¹, el real brasileño (17,2%), el peso chileno (12,7%), el peso colombiano (8,9%) y el sol peruano (4,1%), mientras que el peso mexicano se mantuvo relativamente estable, apreciándose 0,04% (Gráfico 2.22). De igual forma, si se comparan las tasas de cambio promedio de estas monedas frente a las del año anterior, a excepción del peso chileno, todas se debilitaron frente al dólar⁵² (Gráfico 2.22).

En el caso del peso colombiano, se presentaron apreciaciones hasta abril, explicadas por el comportamiento mundial del dólar y el buen desempeño del precio del petróleo en los primeros meses del año. No obstante, de mayo a diciembre de 2018 el peso se depreció consecuencia de los datos económicos positivos reportados en los Estados Unidos, los incrementos

49 De acuerdo con el *Bloomberg dollar spot index* (BBDXY), que incluye las monedas de Europa, Japón, Canadá, México, Reino Unido, Australia, Suiza, Corea del Sur, China y Brasil. Este grupo de monedas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos, en combinación con aquellas con mayor liquidez (de acuerdo con la encuesta trianual del BIS).

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

51 El peso argentino se depreció durante 2018, como consecuencia de los desbalances macroeconómicos que el país ha acumulado por varios años y una menor credibilidad por parte de los inversionistas frente a la capacidad de las autoridades para implementar las reformas requeridas. Lo anterior se vio agravado ante la solicitud al FMI de acelerar los desembolsos de la línea de crédito por USD50.000 m.

52 El peso argentino se depreció 69,5%, el real brasileño 14,5%, el peso mexicano 1,7%, el sol peruano 0,8%, y el peso colombiano 0,2%, y el peso chileno se apreció 1,1%.

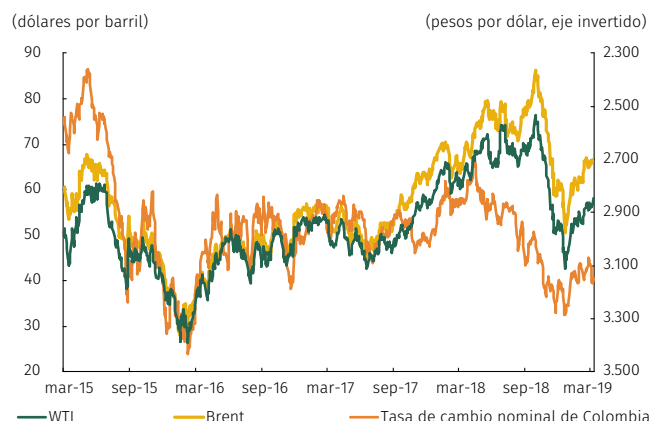
en la tasa de política monetaria de ese país, el aumento generalizado de la percepción del riesgo hacia economías emergentes y el desplome del precio del petróleo en el último trimestre del año⁵³ (Gráfico 2.23). En el frente local en el comportamiento del dólar influyó la incertidumbre sobre las elecciones colombianas y, a final de año, las expectativas de entrada de inversionistas extranjeros al mercado de TES dada la propuesta de una reducción en los impuestos a estos inversionistas.

En comparación con las monedas de los principales socios comerciales (según el índice de tasa de cambio nominal: ITCN), durante lo corrido de 2018 a abril el peso colombiano se fortaleció frente al cierre de 2017 (Gráfico 2.24), cuando la tasa de cambio del país se situó alrededor de los COP3.000 por dólar. A partir de mayo se observó una tendencia a la depreciación que perduró hasta finales de año, pero acentuándose desde septiembre, cuando, de nuevo, se superó la barrera de los COP3.000 por dólar. Con ello, como se mencionó, el peso colombiano registró una depreciación del 8,9%, al comparar diciembre de 2017 con el de 2018. En términos de los promedios anuales, la depreciación de 2018 fue de tan solo 0,2%.

Si se descuentan las variaciones de los precios en Colombia y en los demás países (índice de tasa de cambio real: ITCR), durante el primer semestre de 2018 el peso se fortaleció frente al conjunto de los principales socios comerciales del país (ITCR-IPC, ITCR-IPP; Gráfico 2.24). Algo similar se observa si se compara el poder de compra del peso colombiano frente a sus competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles (ITCR-IPC e ITCR-C). Durante el segundo semestre de 2018 la mayor incertidumbre sobre la velocidad de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, los menores flujos por inversiones extranjeras y el menor precio internacional del petróleo ocasionaron que el peso registrara una fuerte depreciación real. La dinámica descrita implicó que, al tomar los promedios anuales, el comportamiento de los índices de la TCR mostrara una depreciación real alrededor de 2%.

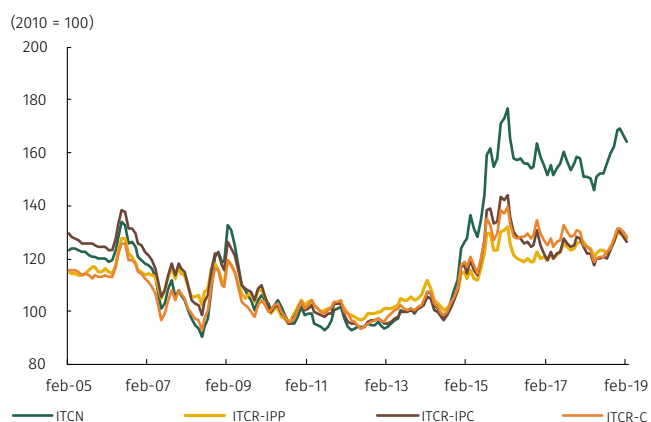
En lo corrido de 2019 a febrero el peso colombiano se ha fortalecido frente al dólar, tanto nominal (3%) como en términos reales (2,1%). Esta dinámica ha estado influenciada, en parte, por la recuperación en los precios

Gráfico 2.23
Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2.24
Índices de tasa de cambio multilateral (nominal y real)



Nota: el ITCN muestra la evolución de la tasa de cambio nominal del peso colombiano frente al conjunto de las monedas de los principales socios comerciales. El ITCR-IPP y el ITCR-IPC comparan el poder adquisitivo del peso colombiano frente a nuestros principales socios comerciales, utilizando como deflactor el IPP y el IPC, respectivamente. En el ITCR-C (o de competitividad) se hace una comparación frente a nuestros principales competidores en los Estados Unidos en los mercados de café, banano, flores y textiles.

Fuente: Banco de la República.

53 Entre el 28 de septiembre y el 31 de diciembre de 2018 el precio del petróleo Brent cayó 35% y el del WTI 38%.

del petróleo y por el debilitamiento generalizado del dólar con respecto al resto de monedas.

2.5.4 Indicadores de reservas internacionales

El Banco de la República reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar salidas de capital, así como para mejorar la confianza en el país. Además de la estrategia de acumulación de reservas, desde mayo de 2009 Colombia cuenta con una línea de financiamiento contingente con el FMI (línea de crédito flexible: LCF), la cual se otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. El 25 de mayo de 2018 el FMI reafirmó el acuerdo de acceso a los recursos contingentes para Colombia, por un monto aproximado de USD11.400 m⁵⁴ y por dos años. Aunque las autoridades económicas no prevén hacer uso de estos recursos, consideran prudente contar con ellos ante la eventualidad de un recorte abrupto del financiamiento externo. Teniendo en cuenta que el FMI considera la LCF como un instrumento temporal, con el propósito de prepararse ante una posible reducción de dicha línea hacia el año 2020, en su reunión de septiembre de 2018 la JDBR decidió iniciar un programa para acumular reservas internacionales gradualmente por medio del mecanismo de subastas de opciones *put*, buscando generar el menor impacto posible sobre la tasa de cambio. En el pasado este mecanismo había sido utilizado por el Banco de la República con propósitos similares⁵⁵.

Desde septiembre de 2018 el Banco de la República inició un programa para acumular reservas internacionales gradualmente.

Hasta marzo de 2019 se habían realizado cinco subastas de opciones *put*, cada una por USD400 m. Dichas opciones son de tipo americano, han tenido un plazo de vigencia cercano a un mes y su precio de ejercicio es igual a la TRM. La condición de ejercicio es que la TRM se encuentre por debajo de su promedio de los últimos veinte días hábiles; así, se evita que el Banco compre dólares cuando el peso colombiano se haya venido depreciando durante los veinte días previos. Adicionalmente, si la tasa de cambio del día en que está activa la condición de ejercicio supera la TRM (promedio del día anterior), los tenedores de las opciones no tendrán incentivos para ejercerlas. Por estas razones, las opciones *put* son un mecanismo adecuado si no se pretende ejercer presión sobre la tasa de cambio. Al 21 de marzo de 2019 se han acumulado USD1.539,9 millones con el ejercicio de las opciones.

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

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

Buscando reforzar la acumulación de reservas, y teniendo en cuenta que el Gobierno Nacional tenía planeado realizar algunas monetizaciones de dólares en su programación financiera de 2019, el Banco de la República le compró USD 1.000 m al Tesoro Nacional el 1 de febrero de 2019 a la TRM vigente de ese día.

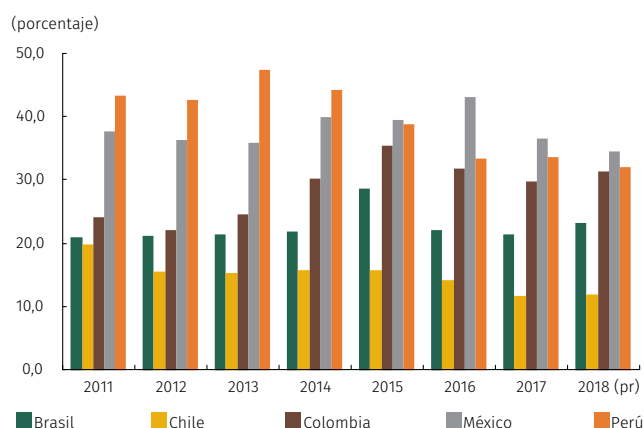
Las compras de dólares, mediante las opciones *put* y las realizadas al Gobierno, no interferirán con la postura de política monetaria, en la medida en que el Banco utilizará los instrumentos necesarios para asegurar que la tasa de interés de corto plazo de la economía sea consistente con la tasa de intervención decidida por la JDBR. Hasta el momento el Gobierno Nacional ha mantenido los pesos de la compra de dólares al Banco de la República en depósitos en este, y la esterilización de las compras de las opciones *put* se ha realizado con la reducción en los cupos de repos de expansión.

Para determinar si las reservas internacionales son suficientes para prevenir y enfrentar choques externos, se utilizan varios indicadores, algunos de los cuales se describen a continuación (**Cuadro 2.10**). En general, los mercados internacionales consideran que valores bajos de estos pueden dar señales de alerta sobre la vulnerabilidad externa de las economías. Recientemente, el Banco implementó una nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales más la LCF (véase el sombreado titulado “Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales”).

Para establecer la capacidad de respuesta de la economía ante salidas de capital provocadas por un ataque especulativo, se compara el nivel de las reservas con diferentes variables económicas, entre ellas los agregados monetarios M2 o M3. Al comparar los diversos indicadores de liquidez internacional de Colombia con los de países de la región, se observa que el cociente de reservas a M3 para 2018 registra niveles superiores al de Brasil y Chile, y levemente inferiores con respecto al de Perú y México (Gráfico 2.25)⁵⁶.

Las razones de reservas netas a amortizaciones de la deuda externa total y al déficit en la cuenta corriente indican la capacidad del país para responder a sus obligaciones crediticias con el resto del mundo, en un escenario extremo donde se cierre completamente el acceso al financiamiento internacional. En las relaciones de reservas internacionales a amortizaciones, servicio de deuda y déficit en la cuenta corriente más amortizaciones, Colombia registra históricamente niveles por encima de los de Chile e

Gráfico 2.25
Reservas internacionales netas/M3



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

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

Cuadro 2.10
Algunos indicadores de las reservas internacionales de Colombia

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (pr)	2018 (proy)
Saldo								
Reservas internacionales netas (RIN) (millones de dólares) ^{a/}	32.300	37.467	43.633	47.323	46.731	46.675	47.629	48.393
A. Indicadores de amortizaciones de deuda externa								
Amortizaciones de deuda externa (millones de dólares)	14.364	22.539	16.773	21.756	24.531	23.759	30.212	31.866
RIN/amortizaciones de deuda externa del año en curso	2,25	1,66	2,60	2,18	1,90	1,96	1,58	1,52
RIN/amortizaciones de deuda externa del siguiente año ^{b/}	1,43	2,23	2,01	1,93	1,97	1,54	1,49	1,63
B. Posición adecuada de liquidez externa								
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	1,85	1,44	2,14	1,84	1,61	1,64	1,34	1,29
RIN/(servicio de deuda año siguiente) ^{c/}	1,24	1,84	1,69	1,63	1,64	1,32	1,27	1,36
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente año corriente)	1,34	1,11	1,49	1,14	1,08	1,30	1,18	1,09
RIN/(amortizaciones de deuda año siguiente + déficit en cuenta corriente año siguiente) ^{d/}	0,95	1,28	1,05	1,10	1,31	1,15	1,07	1,10
C. Otros indicadores de reservas internacionales								
RIN como meses de importaciones de bienes	7,4	7,9	9,2	9,2	10,8	13,0	12,9	11,7
RIN como meses de importaciones totales	6,1	6,5	7,4	7,6	8,7	10,3	10,1	9,2
RIN/M3 (porcentaje)	24,1	22,1	24,7	30,2	35,5	31,7	29,6	31,4
RIN/PIB (porcentaje)	9,7	10,1	11,4	12,4	15,9	16,5	15,3	14,7

(pr): preliminar.

(proy): proyectado. Cálculos con base en los datos observados a diciembre y en la estimación preliminar de la balanza de pagos.

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

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

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

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

Fuente: cálculos del Banco de la República.

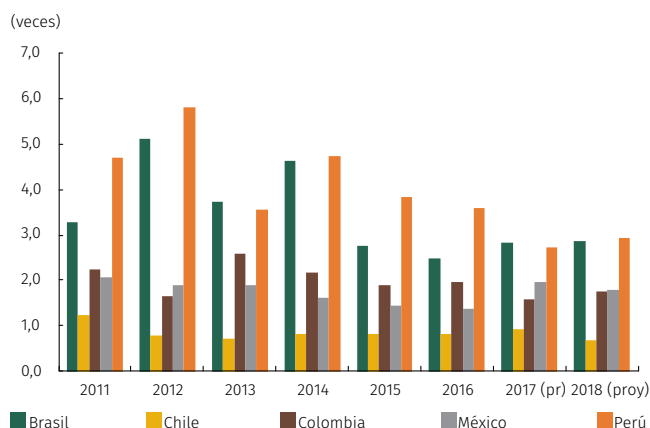
inferiores a los de Brasil y Perú (Gráfico 2.26). Para Colombia, dichos indicadores registran valores en promedio por encima de 1⁵⁷ durante la última década.

Por su parte, en 2018 el indicador de reservas a PIB (corregido el PIB por tasas de paridad de poder adquisitivo: PPP del Banco Mundial) se sitúa en niveles inferiores a los demás países de la región. En cuanto a las reservas medidas en meses de importaciones de bienes, estas muestran que para 2017 y 2018 Colombia tendría una posición relativa inferior con respecto a

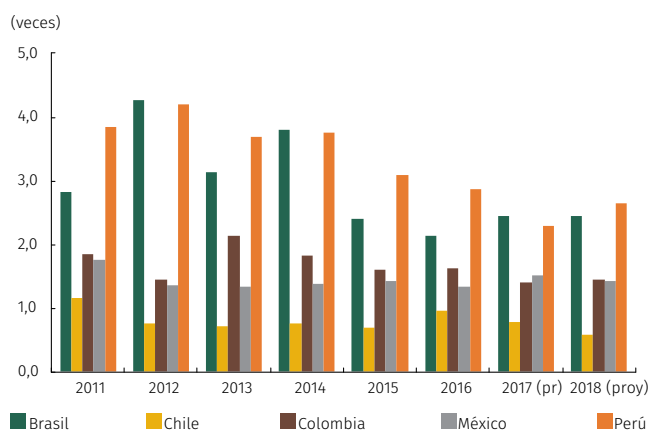
57 De acuerdo con el FMI (2000), "Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability", existe evidencia empírica para una muestra de economías emergentes, la cual permite establecer como referencia el valor de 1 para este tipo de indicadores de reservas. Específicamente, la regla de Guidotti-Greenspan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

Gráfico 2.26
Indicadores de posición adecuada de liquidez externa

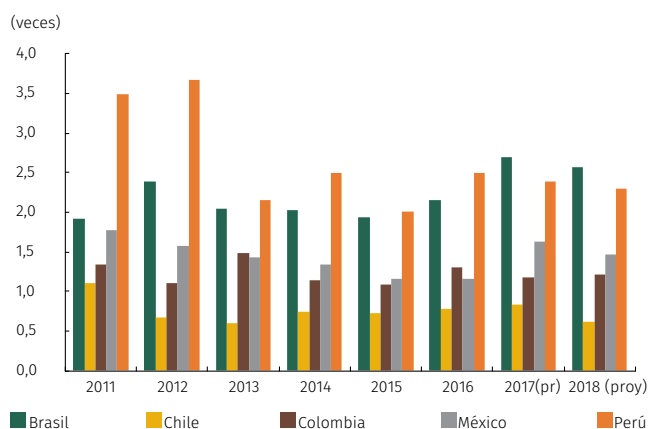
A. Reservas internacionales netas/amortizaciones del año corriente



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



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



(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

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

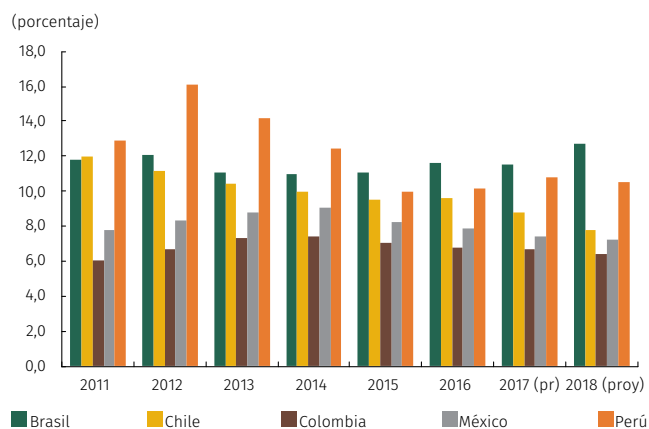
Brasil, y mayor o similar frente a las demás economías analizadas (Gráfico 2.27).

En el Cuadro 2.10 se muestran los resultados para Colombia de diversos indicadores entre 2011 y 2018. En el caso de la relación de reservas netas a M3, se evidencia una mejora del indicador hasta 2015, con una ligera disminución en los dos años siguientes. El resultado a 2015 estuvo asociado con la compra de reservas por parte del Banco, ejecutada hasta diciembre de 2014, con la desaceleración de la tasa de crecimiento del agregado monetario desde mediados de 2013 y con el efecto de la depreciación sobre la valoración en dólares del M3. Durante 2016 y 2017 se observa una tasa de crecimiento del M3 en dólares mayor a la de las reservas, razón por la cual se reduce el valor del indicador. Para 2018 aumenta el saldo de las reservas, en tanto que disminuye el M3 medido en dólares por el efecto del tipo de cambio.

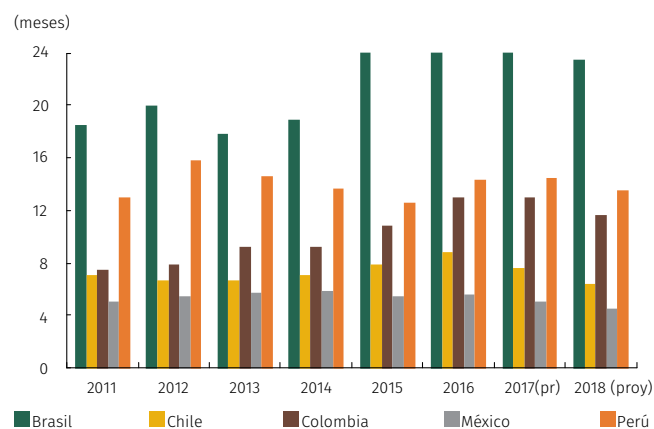
Por su parte, el cociente entre las reservas netas y las importaciones totales de bienes y servicios muestra el número de meses de compras externas que una economía está en capacidad de cubrir haciendo uso de sus reservas internacionales ante un cambio abrupto de la balanza comercial. Este indicador se estima en 9,2 meses para 2018, superior al promedio desde el año 2000 de 7,7 meses. Al calcular este indicador para las importaciones de bienes, el mismo asciende a 11,7 meses.

Gráfico 2.27
Otros indicadores de reservas internacionales

A. Reservas internacionales netas/PIB



B. Reservas internacionales netas como meses de importaciones de bienes



(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

Nota: por efectos de comparabilidad, el PIB de los países analizados incluyendo Colombia corresponde al corregido por las tasas de paridad de poder adquisitivo (PPP).

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

Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales

En términos generales, los bancos centrales con inflación objetivo y un régimen de tasa de cambio flexible mantienen reservas internacionales con un carácter precautorio, con el fin de que, ante choques inesperados, se tenga un espacio para reaccionar, y así poder mitigar condiciones desordenadas en el mercado cambiario. El Banco de la República ha venido utilizando diferentes indicadores de cobertura de reservas internacionales para determinar su nivel adecuado.

Los indicadores que se analizan son los comúnmente monitoreados para juzgar el grado de cobertura de las reservas internacionales. Entre estos indicadores, se encuentran las razones entre las reservas internacionales y: 1) el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos más las amortizaciones de deuda externa; 2) el producto interno bruto (PIB); 3) las importaciones, y 4) un agregado monetario (M3). El indicador de reservas a PIB se incluía, porque, a pesar de no ser adecuado para medir la capacidad de cobertura de las reservas internacionales, es usado para comparar entre países.

Recientemente con el importante aumento de la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública, se modificó el indicador de reservas a M3 para tener en cuenta las posibles salidas de extranjeros de este mercado ante un choque. Aunque la metodología tenía en cuenta los compromisos que se querían cubrir con las reservas (déficit en la cuenta corriente, amortizaciones de la deuda externa, importaciones) y las posibles salidas que podrían generar presión en el mercado cambiario (M3, inversión extranjera de portafolio), no se totalizaban todos los rubros. Adicionalmente, la metodología tenía unos niveles objetivos para cada indicador, y luego promediaba los excesos o defectos de cada uno frente a su objetivo.

Teniendo en cuenta los puntos anteriores, en junio de 2018 el Banco de la República estableció una metodología para estimar las necesidades de liquidez en moneda extranjera ante un escenario adverso de la economía colombiana, en un horizonte de un año. La metodología sigue la misma línea que la razón de co-

bertura de liquidez (LCR¹, por su sigla en inglés) propuesta dentro del marco de supervisión de Basilea III para los bancos, la cual establece que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado y teniendo en cuenta un escenario estresado.

Esta nueva aproximación para determinar el nivel adecuado de reservas considera que las reservas internacionales deben cubrir al menos la proyección del déficit en la cuenta corriente más las amortizaciones de la deuda externa² durante los próximos doce meses, y que las reservas internacionales más la línea de crédito flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional deben cubrir las necesidades esperadas de financiamiento externo y un monto factible de salidas de capital de residentes y no residentes. Para esto último, se consideran salidas del mercado de deuda pública, de acciones y de depósitos a la vista de no residentes en establecimientos de crédito locales, así como salidas de residentes, considerando algunos supuestos. Por ejemplo, la estimación tiene en cuenta que ante un choque adverso es probable que el peso colombiano se deprecie y que los precios de los activos colombianos se deterioren. Con datos a diciembre de 2018, las reservas más la LCF superaban el nivel adecuado de reservas bajo la nueva metodología en aproximadamente USD2.000 millones.

1 Basel III, B. C. B. S. (2013). "The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools", Bank for International Settlements.

2 Saldo de la deuda externa (no incluye deuda local en manos de no residentes) de corto plazo más el pago de capital de la deuda externa de mediano y largo plazos.

Recuadro 1

Ingresos externos por turismo y llegadas de viajeros internacionales por vía aérea a Colombia

Los ingresos externos asociados con las actividades de turismo internacional se derivan del gasto que realizan los viajeros no residentes durante su estancia en el país, de todas sus compras de bienes y servicios a residentes colombianos efectuadas durante o con motivo de su viaje, y de las compras de pasajes internacionales a líneas de transporte colombianas para el desplazamiento entre su país de origen y Colombia. Estos ingresos se registran en la balanza de pagos como exportaciones de servicios en los rubros de viajes y de transporte de pasajeros. Los ingresos por viajes corresponden a los gastos de todos los viajeros que arriban al país, bien sea por vía aérea, marítima, terrestre o fluvial, y los de transporte de pasajeros suman las ventas de pasajes de las aerolíneas colombianas a no residentes.

De acuerdo con las cifras de la balanza de pagos del país, el comportamiento de los ingresos externos por turismo tuvo dos períodos con tendencias diferentes en los últimos veinticinco años: entre 1995 y 2003 no presentaron cambios significativos, mientras que durante 2004 y 2018 tuvieron un crecimiento alto y sostenido, con incrementos promedio anuales del 11%. Esa dinámica hizo que ganaran importancia dentro de las cuentas externas del país y se consolidaran como importantes generadores de divisas. Así, por este concepto en 2004 se registraron ingresos por USD 1.535 millones y en 2018 se elevaron a USD 6.630 millones, con lo que su aporte en el total de los ingresos externos corrientes y en el de las exportaciones de servicios aumentó de 6,4% a 9,7% y de 63% a 70%, respectivamente, en los años referidos.

Si bien los ingresos derivados del turismo internacional aún distan de ser los principales generadores de divisas del país, su dinámica de crecimiento desde el año 2004 está impulsando la diversificación de la canasta exportadora, como se observa al comparar las exportaciones de este sector con las de, por ejemplo, carbón, oro no monetario y ferroníquel. Con relación a los principales rubros de exportaciones de bienes diferentes a los mineroenergéticos, ese valor representó en 2004 el 74% de las ventas externas de

los principales productos agrícolas (café, banano y flores) y el 23% de las de bienes industriales. En 2018 tales ingresos sobrepasaron a los de los principales productos agrícolas en un 44% y fueron equivalentes al 63% de las industriales.

En la evolución y composición de las divisas que generan los viajeros internacionales se destacan dos hechos. En primer lugar, se componen principalmente del gasto de viajes, que representó el 80% del total de ingresos por turismo entre 2004 y 2018 (Gráfico R1.1); adicionalmente, y aunque los ingresos de transporte de pasajeros no residentes también han crecido, la dinámica total ha estado explicada en un 89% por la de los viajes, los cuales se multiplicaron por 4,5 veces en ese período. En segundo lugar, más del 90% de los ingresos por viajes son generados por turistas que llegan por vía aérea, muy por encima del gasto de los viajeros que arriban por las vías terrestre, marítima y fluvial.

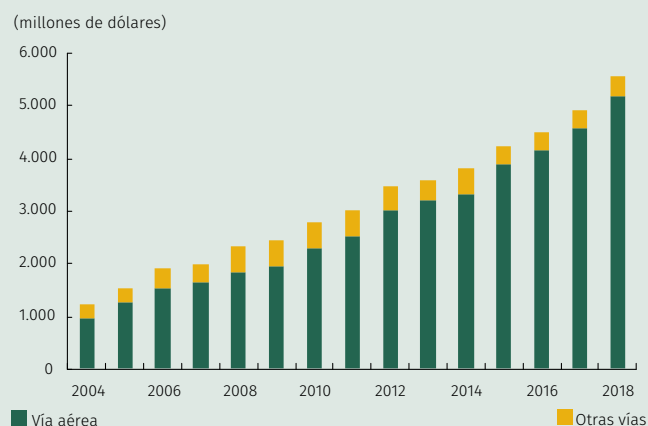
Dada la preponderancia del gasto de los turistas que entran al país por vía aérea, a continuación se analizan los ingresos externos que estos generan, sin incluir las ventas de pasajes ni considerar otros modos de transporte. Además,

Gráfico R1.1
Ingresos externos asociados con actividades de turismo

A. Ingresos totales



B. Ingresos por viajes internacionales



Fuente: Banco de la República.

los viajes por fronteras terrestres y fluviales responden en mayor medida a motivos diferentes al turismo, como son las actividades laborales y compras personales, propias de las zonas de influencia fronteriza.

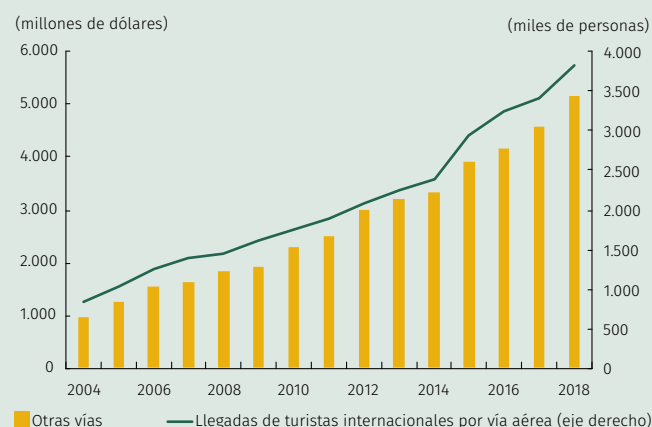
Los ingresos externos por viajes tienen dos componentes que explican su valor y tendencia: el número de personas que llegan al país y el gasto total efectuado por cada viajero. En el panel A del Gráfico R1.2 se muestra el valor de las exportaciones de viajes reportado en la balanza de pagos y la cantidad de turistas no residentes que han arribado al país cada año por vía aérea; en el panel B se muestran dos índices que describen la evolución de la cantidad de viajeros y del gasto promedio¹ por turista. Se observa que el número de viajeros aumentó 3,3 veces, mientras que el gasto solo lo hizo 1,1 veces, lo que significa que el crecimiento de los ingresos externos por viajes ha estado explicado principalmente por el aumento de la cantidad de turistas no residentes. En otras palabras, es el aumento continuo de las llegadas de viajeros internacionales el que ha impulsado las exportaciones por turismo, constituyéndolas en una fuente estable y creciente de ingresos de Colombia a lo largo del tiempo.

Los arribos de turistas internacionales por vía aérea han crecido constantemente desde el año 2000. En cifras anuales, ascendieron a un poco más de 500.000 personas en el inicio del nuevo milenio, sobrepasaron el millón en 2005 y actualmente se acercan a 3,8 millones de viajeros (con información a 2018). Sus ritmos de expansión se duplicaron, alcanzando tasas anuales promedio de 11,4% durante el período 2004-2017, después de crecer 5,5% entre 1994 y 2003. Ese buen comportamiento se dio en los viajeros de todos los orígenes y, en mayor medida, en los procedentes de Suramérica y Centroamérica, que tuvieron las tasas de crecimiento más elevadas en el segundo período (Cuadro R1.1).

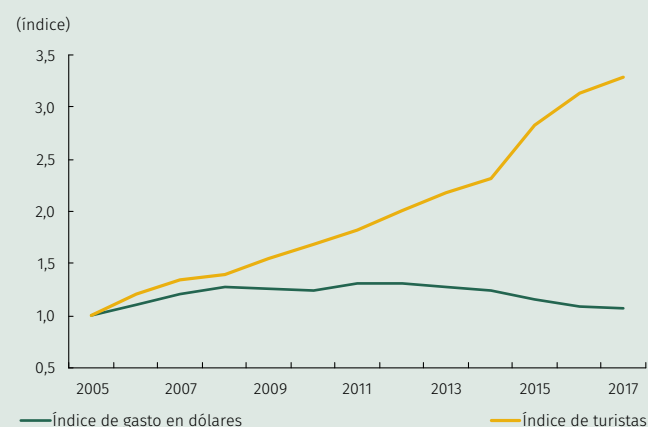
Entre 2004 y 2017 los principales países de origen de los turistas fueron los Estados Unidos, España y Venezuela, que respondieron por el 50% de las llegadas (35%, 8% y 7%, respectivamente). Al finalizar ese período, los Estados Unidos redujeron su participación, pero continuaron siendo el principal emisor de viajeros (31% del total). España y Venezuela también perdieron importancia relativa, pues países de América Latina y el Caribe impulsaron el crecimiento de turistas hacia Colombia: en el año 2017, Brasil, México, Panamá y Argentina aportaron el 23% del total de arribos, con participaciones que oscilaron entre 5,5% y 6% (Gráfico R1.3).

Gráfico R1.2

A. Ingresos totales por exportaciones de viajes (vía aérea)



B. Índice de gasto por turista y número de turistas



Fuentes: DIAN (Formulario 530) y balanza de pagos de Colombia; estimaciones de Agudelo et al. (2019).

Cuadro R1.1
Crecimiento anual promedio de viajeros por países y regiones de origen (porcentaje)

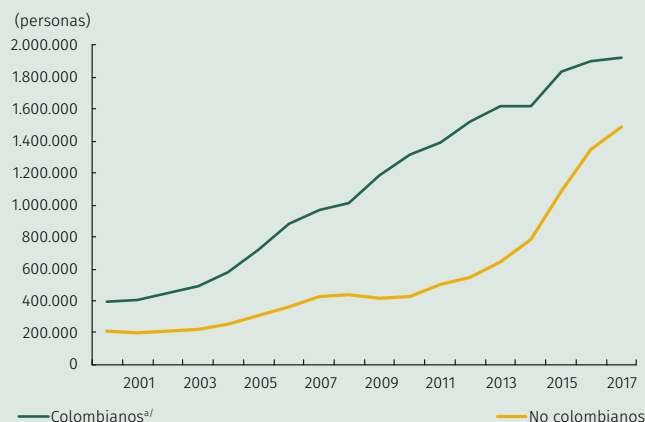
	1994-2003	2004-2017
Estados Unidos	6,4	9,2
España	5,6	6,9
Venezuela	5,2	6,8
Resto: Suramérica	5,5	15,2
Resto: Europa	3,3	12,3
Centroamérica	6,6	14,6
Resto: Norteamérica	3,6	13,2
Resto	3,8	12,4
Total	5,5	11,4

Fuentes: DIAN (Formulario 530) y Aerocivil; estimaciones de Agudelo et al. (2019).

1 Para cada año, el índice del gasto se calcula a partir del gasto promedio (en dólares estadounidenses) de los no residentes reportado en el Formulario 530 de la DIAN, después de evaluar estadísticamente la consistencia de la información y depurar la base de datos (por ejemplo, se eliminan datos atípicos que, para cada período, representan menos del 1% del total de los registros). Los reportes usados corresponden al 67% del total de viajeros que entraron al país por aeropuertos internacionales durante trece años (2005-2017). Lo anterior, y la depuración estadística mencionada, asegura la confiabilidad de la estimación del gasto.

Gráfico R1.3

Llegadas de turistas no residentes a Colombia según nacionalidad: colombiana y no colombiana



a/ Son personas de nacionalidad colombiana que residen en otro país y visitan temporalmente a Colombia.

Fuentes: DIAN (Formulario 530) y Aerocivil; estimaciones de Agudelo *et al.* (2019).

Una particularidad del turismo internacional en el país es la participación mayoritaria de colombianos que residen en el exterior en los flujos entrantes de turistas, destacándose por sus altas proporciones quienes proceden de los Estados Unidos, España y algunos países de América Latina (Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Perú y Puerto Rico). No obstante, sobresale el acelerado crecimiento de los turistas extranjeros durante los últimos cinco años, hecho que incrementó su proporción en los flujos totales y llevó a que, en la actualidad, aproximadamente tres de cada seis turistas que visitan al país tengan nacionalidades diferentes a la colombiana. Dentro de los principales países emisores de turistas, las mayores participaciones de extranjeros corresponden a los viajeros procedentes de Brasil, México, Francia, Canadá, Suiza e Italia.

Así, el desempeño sobresaliente y la composición de las llegadas de turistas internacionales indica que el país se está afianzando como destino turístico, pues los arribos dependen cada vez más de personas de diversos orígenes geográficos y nacionalidades diferentes a la colombiana, cuyas llegadas no están supeditadas a vínculos familiares o fraternales.

De acuerdo con los resultados de Agudelo *et al.* (2019), el número de viajeros internacionales que visitan al país dependen positivamente del nivel de ingreso de las economías emisoras, de la cercanía y actividad comercial de Colombia con los países de procedencia de los viajeros, de la población colombiana residente en el exterior, de la percepción de seguridad interna y de la infraestructura de los establecimientos de hospedaje y alojamiento. Agudelo *et al.* (2019) explican estas relaciones, como se describe a continuación.

Para comenzar, los incrementos en los niveles de ingresos de los países emisores de turistas, medidos con el producto interno bruto (PIB), les ha permitido consumir más bienes y servicios turísticos, entre los cuales se encuentran los ofrecidos por Colombia; es decir, los mayores ingresos en los países emisores se han traducido en mayores entradas de

turistas al país. Otro factor que influye en la dinámica de estos arribos son los costos de transporte asociados con el viaje: un indicador indirecto de tales costos es la cercanía de cada país hasta Colombia pues, por ejemplo, los precios de los tiquetes aéreos y el tiempo de viaje se incrementan a mayor distancia. Por esta razón, el turismo receptivo del país ha dependido, además de las llegadas desde los Estados Unidos y España, de las de viajeros de los países vecinos y de la región.

El volumen de comercio bilateral y el tamaño de la población colombiana en el exterior también han sido determinantes de las llegadas de viajeros internacionales. De acuerdo con el estudio mencionado, el fortalecimiento de la actividad de comercio exterior ha incentivado las visitas por negocios, mientras que el número creciente de colombianos residentes en otros países ha impulsado las visitas por motivos familiares y fraternales de nuestros connacionales².

Adicionalmente, hay evidencia de una relación inversa entre la tasa de homicidios (de todo tipo, excepto las muertes en batalla) y el flujo de turistas internacionales hacia Colombia, que se fundamenta en que un incremento en los asesinatos impacta negativamente la percepción de seguridad del país, lo que genera mayor aversión a demandar servicios turísticos. De acuerdo con lo anterior, la reducción significativa de las acciones armadas que se ha observado desde el inicio de las negociaciones del Proceso de Paz, ha impactado positivamente los arribos de turistas no residentes en los años recientes.

La ampliación y mejoramiento de la oferta de servicios de hospedaje también han sido factores determinantes de la dinámica creciente del número de turistas internacionales, en particular la de los no colombianos. Desde el año 2003 el número de hoteles se aceleró, entre otras razones, por la exención del impuesto de renta para los establecimientos que construyeran nuevas instalaciones o remodelaran y ampliaran las existentes. Dicho beneficio estuvo vigente hasta 2016, año en el cual se modificó por una tarifa reducida³. Además, otros tipos de establecimientos de hospedaje, como hostales y viviendas turísticas, crecieron significativamente durante los últimos años, en concordancia con las tendencias mundiales que están redefiniendo la prestación de servicios del sector, con el cambio en las preferencias de los turistas hacia alojamientos más personalizados y con el mayor uso de plataformas digitales para rentar habitaciones y apartamentos (como Airbnb y Booking); (Gráfico R1.4).

2 Vale aclarar que los autores de ese estudio aproximan el efecto de un mayor número de colombianos que viven en el exterior usando el número de giros de remesas enviados a Colombia desde cada país emisor.

3 En 2002 la exención del impuesto de renta se estableció por un término de treinta años, a partir del año gravable 2003, para los nuevos hoteles que se construyeran, o por quince años para aquellos que remodelaran o ampliaran sus instalaciones a partir del 1 de enero de 2003 (Ley 788 de 2002). Sin embargo, a partir de 2016 se eliminó esta exención y se estableció una tarifa del 9% por el término en el que se concedió la renta exenta inicialmente.

Gráfico R1.4
Número de alojamientos registrados en el RNT



Nota: dado que el Registro Nacional de Turismo (RNT) se usa para control y recaudo tributario, su evolución no sólo la explica la creación de nuevos establecimientos sino también los cambios de cobertura por mejoras en capacidad de recolección de información.
Fuente: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (RNT).

Cabe resaltar que Agudelo *et al.* (2019) encuentran que el abaratamiento de los servicios turísticos en Colombia influye solamente en la decisión de viajar de los turistas con nacionalidades diferentes a la colombiana. Así, los períodos de depreciación del peso colombiano se asocian con un aumento del número de viajeros extranjeros, puesto que los bienes y servicios ofrecidos dentro del país se vuelven relativamente más baratos con respecto a los de las economías de residencia de los viajeros. Ese hecho reafirma que el motivo de viaje de los connacionales no se limita exclusivamente al de demandar servicios turísticos y se asocia, en cambio, a los lazos establecidos con el país.

Por otra parte, Colombia se está abriendo espacio en los mercados regionales de turismo. Los ritmos de expansión de los arribos de viajeros internacionales han superado al del promedio latinoamericano y, al igual que en Perú, su número se ha multiplicado cerca de seis veces frente al registro de 1995, representando aproximadamente el 7% de la población actual (Cuadro R1.2 y Gráfico R1.5). Sin embargo, los arribos anuales de turistas aún son bajos en la región y distan de los de México, Brasil, Chile o Argentina.

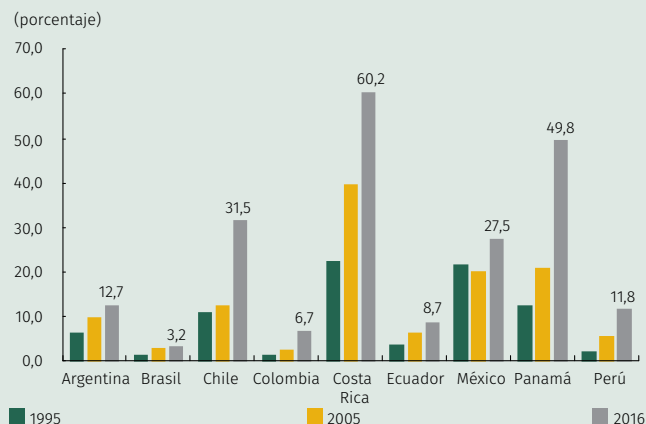
De acuerdo con lo anterior, el turismo receptivo en el país aún tiene camino por recorrer, teniendo en cuenta el amplio potencial de turistas alrededor del mundo al cual se puede llegar. Para esto habrá que hacer énfasis, en particular, en el mejoramiento de la infraestructura turística y de transporte, pues se encuentra rezagado con respecto a los países de la región⁴. Para aprovechar la diversidad de para-

Cuadro R1.2
Llegadas de turistas internacionales a algunos países latinoamericanos (millones de personas)

	1995	2005	2016
México	20,2	21,9	35,1
Brasil	2,0	5,4	6,6
Chile	1,5	2,0	5,6
Argentina	2,3	3,8	5,6
Perú	0,5	1,6	3,7
Colombia	0,5	1,0	3,2
Costa Rica	0,8	1,7	2,9
Panamá	0,3	0,7	2,0
Ecuador	0,4	0,9	1,4

Fuentes: Agudelo *et al.* (2019) y Banco Mundial.

Gráfico R1.5
Viajeros internacionales con respecto a la población de algunos países de Latinoamérica



Fuentes: Agudelo *et al.* (2019) y Banco Mundial.

jes turísticos con que cuenta Colombia, se deben mejorar las instalaciones hoteleras, que son aún muy limitadas en algunas regiones, y los medios de transporte, pues el estado de las carreteras es deficiente y en algunos aeropuertos y estaciones terminales se presentan problemas de capacidad (Martínez y García, 2016).

El mejoramiento de la infraestructura turística y la promoción internacional son cruciales en el contexto mundial actual, pues se estima que los flujos globales de viajeros continuarán presentando tasas de crecimiento sostenidas (OMT, 2017)⁵. Esta dinámica se dará en un escenario de significati-

⁴ Según el índice de competitividad global, del Foro Económico Mundial (escala de 0 a 7), en 2017 la calidad de la infraestructura aérea, de vías terrestres y de la infraestructura turística de Colombia estuvo por debajo del promedio latinoamericano, con calificaciones de 4, 3 y 3,7 respectivamente, con relación al promedio de la región que fue, en ese orden, 4,3, 3,6 y 4.

⁵ Según la Organización Mundial del Turismo (OMT), el ritmo de expansión mundial será del 3,3% entre 2010 y 2030 (OMT, 2017), con crecimientos más acelerados hacia las economías emergentes (4,4% en comparación con 2,2% en las economías avanzadas).

vos cambios a escala planetaria⁶ que Colombia podría aprovechar para consolidar su sector turístico como generador de divisas y dinamizador de la actividad económica. Así, la oferta turística del país deberá adecuarse a las nuevas preferencias de los viajeros, originadas en la mayor participación de población de la tercera edad y en la de las generaciones que usan plataformas tecnológicas para demandar servicios, y en el tránsito global hacia la reducción de las emisiones de carbono y hacia economías que usen eficientemente sus recursos (v. g.: servicios que los turistas perciban como sostenibles), entre otras (OCDE, 2018).

Referencias

- Agudelo, C.; Fajardo, N.; González, C.; Montes, E.; Rodríguez, N. (2019). “Llegadas de turistas internacionales a Colombia durante 2001-2017: evolución, características y determinantes”, Borradores de Economía, núm. 1064, Banco de la República de Colombia.
- Martínez, A.; García, H. (2016). “Competitividad en el transporte aéreo en Colombia”, Informe final de Fedesarrollo a Fontur, Fedesarrollo.
- OCDE (2017). *Latin American Economic Outlook 2017: Youth, Skills and Entrepreneurship* [en línea], OECD Publishing, disponible en: https://www.oecd.org/dev/americas/E-Book_LEO2017.pdf
- OCDE (2018). *OECD Tourism Trends and Policies, 2018* [en línea], OCDE Publishing, París, disponible en: <http://dx.doi.org/10.1787/tour-2018-en>
- OMT (2017). *Panorama OMT del turismo internacional*, edición 2017.

6 Definidos como “megatendencias” por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Recuadro 2

Deuda en la economía colombiana: sector público no financiero, sector privado no bancario y hogares (1995-2018)

1. Introducción

Al finalizar septiembre de 2018 la deuda total colombiana, excluyendo bancos y otras entidades financieras, alcanza 111% del PIB. El sector público no financiero (SPNF) contribuye con el 51% del PIB, las empresas privadas con el 37% del PIB y los hogares con el 20%. Ecopetrol S. A., que se contabiliza por fuera del SPNF, explica aproximadamente el 3% del PIB. Como se observa en la Gráfico R2.1, el endeudamiento del SPNF y el de las empresas prácticamente se duplicó en los últimos veinticinco años, aunque en períodos diferentes. Mientras la mayor expansión de la deuda del SPNF fue producto de la crisis de finales de los años noventa, el endeudamiento de las empresas registra su mayor dinamismo en la última década¹.

El aumento de la deuda con respecto al PIB en ese mismo período también se observa en otros países latinoamericanos, como Chile, México y Perú². En 2018 la deuda de Colombia con respecto al PIB se encuentra en niveles muy similares a la mexicana, que equivale a 112% del PIB, por encima

de la peruana, con 93% del PIB, y por debajo de la chilena, que asciende a 170% del PIB. Los mayores niveles de deuda como porcentaje del PIB son propios de procesos de profundización financiera y hacen parte del desarrollo de una economía, siempre y cuando la capacidad de pago de los distintos deudores sea sostenible a mediano y largo plazos.

A continuación se describen los principales aspectos sobre la evolución y características de la deuda del SPNF, las empresas privadas, Ecopetrol y los hogares. La descripción enfatiza en los cambios de la deuda observados en la crisis de finales de los años noventa, la crisis financiera internacional de 2008 y en el período posterior al choque de los precios externos del crudo a finales de 2014.

2. Deuda del sector público no financiero

El saldo de la deuda bruta³ del SPNF con corte a septiembre de 2018 (y sin incluir Ecopetrol), alcanza COP508 billones, que representan el 51,1% del PIB. Este saldo incluye la deuda del Gobierno Nacional Central (GNC), la de las empresas públicas y la de los gobiernos subnacionales, que, en el mismo corte, se ubican en 45,9%, 4% y 1,2% del PIB, respectivamente. Como se observa en el Gráfico R2.2, la evolución de la deuda del SPNF refleja principalmente el comportamiento de la deuda del GNC. Es importante anotar que las cifras de deuda de las empresas públicas, en parte por los procesos de privatización y por la exclusión de Ecopetrol del registro oficial de deuda desde 2008⁴, muestran una reducción en los niveles de endeudamiento. Una situación similar se observa en las entidades territoriales, gracias a los límites al endeudamiento impuestos desde finales de los años noventa⁵.

La dinámica de la deuda del GNC refleja, en general, el comportamiento del déficit fiscal. Con la crisis económica de finales de los años noventa, la deuda ascendió rápidamente desde 18,8% del PIB en 1998 a 43,7% del PIB en 2002, en tanto que el déficit aumentó de 4,5% a 6,5% del PIB entre 1998 y 1999, y luego, descendió a niveles cercanos a 5% del PIB entre 2000 y 2002. En el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), firmado en 1999, se inició un proceso de ajuste fiscal que incluyó reformas en materia de impuestos y de gastos. Como resultado de estas medidas y de un aumento del precio internacional del crudo a mediados de la década anterior, el déficit y la deuda del GNC

1 Para este recuadro la deuda colombiana incluye al SPNF, las empresas privadas no bancarias, los hogares y a Ecopetrol. En general, la deuda comprende las obligaciones de cada grupo o sector con residentes y no residentes. La deuda interna incluye los créditos otorgados por el sistema financiero nacional y la colocación de bonos en el mercado financiero local. La deuda externa incluye los préstamos con la banca internacional, la colocación de bonos en los mercados financieros internacionales, los préstamos entre empresas relacionadas mediante inversión directa y los créditos de proveedores internacionales.

2 Según información del Banco Mundial, de la Cepal y de algunos bancos centrales, se estima que entre 1995 y 2018 la deuda total respecto al PIB de Chile, México y Perú, en su orden, aumentó 75, 36 y 14 pp.

3 Según el manual de estadísticas de finanzas públicas del FMI, la deuda bruta considera el saldo total de los pasivos mantenidos en instrumentos de deuda. Por su parte, la deuda neta se define como la deuda bruta menos la posición del saldo en activos financieros.

4 Durante esa década se privatizaron algunos bancos, así como Terpel (1993) e ISA (1996), entre otras empresas. Posteriormente, se privatizó Carbocel, Telecom y se emprendió la capitalización de Ecopetrol. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), a partir del primer trimestre de 2008 no se incluye a Ecopetrol en el cálculo del balance fiscal y de la deuda.

5 La Ley 358 de 1997 impuso límites a la contratación de deuda a los gobiernos subnacionales.

Gráfico R2.1
Deuda total

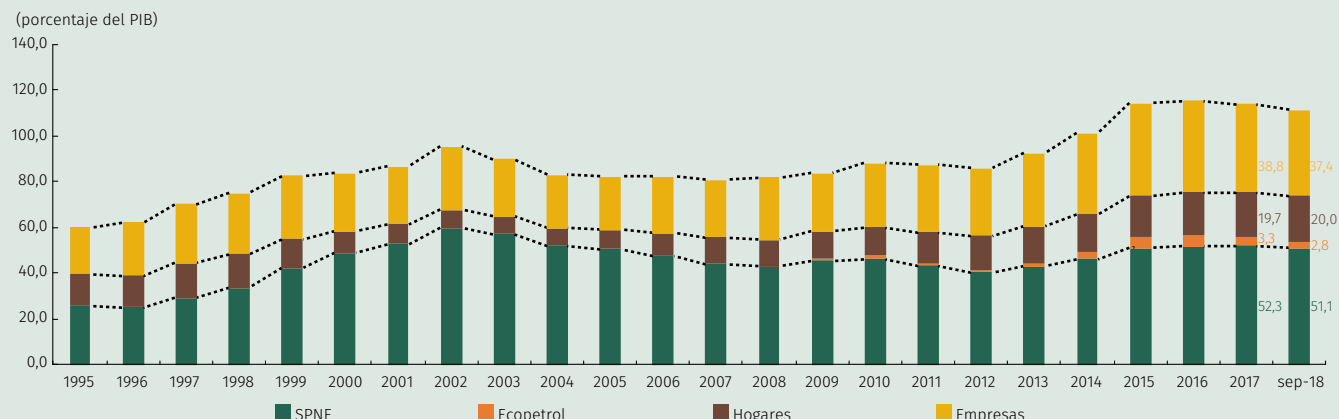


Gráfico R2.2
Deuda bruta del Gobierno Nacional Central y sector público no financiero^{a/}



se redujeron gradualmente hasta situarse en 2,7% y 34,3% del PIB en 2007, respectivamente. Con la crisis financiera internacional de 2008 se interrumpió transitoriamente el proceso de ajuste fiscal, y tanto el déficit como el saldo de la deuda aumentaron de nuevo en 2009 y 2010, como se observa en el Gráfico R2.3.

En 2011 y 2012 el déficit y la deuda recuperaron su senda decreciente gracias al repunte del precio del petróleo. No obstante, en 2013 el déficit se mantuvo estable, pero la deuda aumentó de 32,5% a 34,9% del PIB, en gran parte por la emisión de los TES de control monetario por 1,1% del PIB⁶. A partir de 2014 los ingresos del gobierno se resintieron por la caída abrupta de los precios del petróleo; en consecuencia,

el déficit se elevó a 4% del PIB y la deuda bruta ascendió a 43,7% del PIB en 2016. Con el fin de mitigar los efectos fiscales de la reducción del precio del crudo, el Congreso aprobó una reforma tributaria en 2014 y otra en 2016 que permitieron recuperar el proceso de ajuste fiscal y reducir el déficit a niveles de 3,6% del PIB en 2017 y 3,1% del PIB en 2018. Sin embargo, la deuda continuó aumentando por políticas de manejo de deuda, hasta situarse en 47,7% del PIB en 2018⁷.

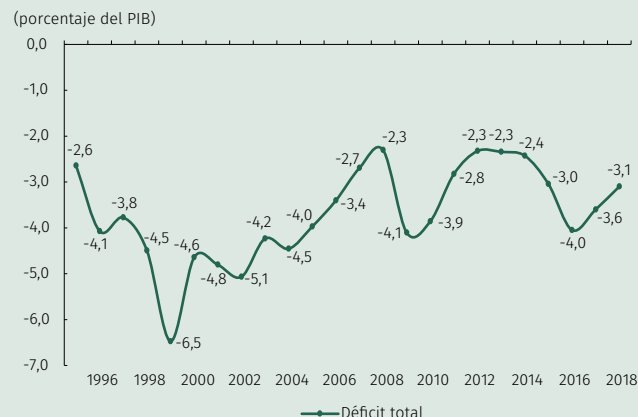
Como se acaba de describir, la deuda bruta del GNC responde generalmente al comportamiento del déficit fiscal. No obstante, existen otros factores que afectan su dinámica, como la tasa de crecimiento económico, la tasa de interés real que se paga sobre la deuda y los movimientos de la

6 Estos fueron emitidos por el gobierno nacional en coordinación con el Banco de la República. Su propósito era esterilizar el efecto monetario de las intervenciones del banco en el mercado cambiario. Los recursos de estas colocaciones no hacían parte del presupuesto general de la nación. Las colocaciones ascendieron a COP7,9 billones en 2013 y a COP3,1 billones en 2014.

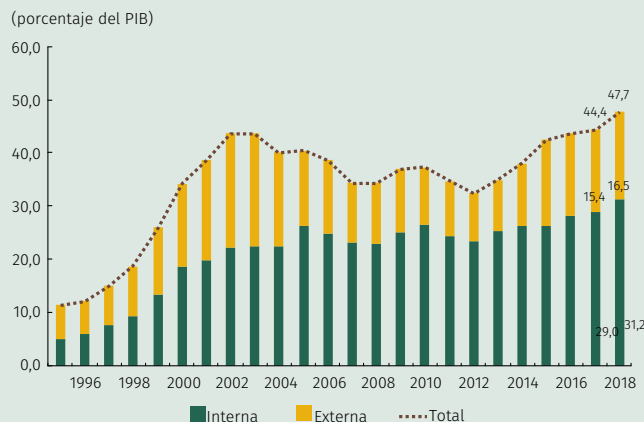
7 En 2018 el Gobierno Nacional tomó la decisión de posponer la amortización de vencimientos programados para ese año, sin disminuir el tamaño de los desembolsos, lo cual resultó en un aumento del saldo de deuda. El propósito de esta operación fue destinar mayores recursos del presupuesto general a gastos diferentes al servicio de la deuda.

Gráfico R2.3
Composición de la deuda bruta y déficit fiscal: Gobierno Nacional Central

A. Déficit total



B. Deuda bruta

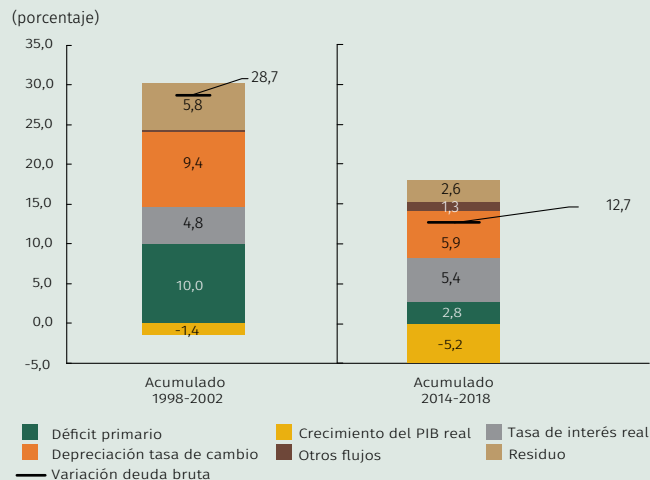


Fuente: MHCP - DGCPNT y DGPM.

tasa de cambio, principalmente. Para evaluar la importancia de estos factores, el Gráfico R2.4 presenta los resultados de un ejercicio de descomposición de los cambios de la deuda para los períodos 1998-2002 y 2014-2018, en los cuales se produjeron situaciones económicas de alto impacto en las finanzas públicas. Como allí se observa, el aumento de 28,7% en el saldo de la deuda durante la crisis de finales de los años noventa se explica, en gran parte por el déficit primario y por la depreciación del tipo de cambio. El choque reciente en las finanzas, debido a la caída del precio del petróleo, condujo a un aumento de 12,7% en el saldo de la deuda, que se atribuye al incremento de la tasa de interés real, a la mayor depreciación de la tasa de cambio y, en menor medida, al déficit primario. El crecimiento del producto observado durante este período, evitó una mayor expansión de la deuda.

Sobre el perfil de la deuda se han observado cambios importantes a lo largo del tiempo, tanto en la composición, como en las tasas de interés, la vida media y el tipo de acreedor. Con respecto a la primera característica, se puede

Gráfico R2.4
Descomposición de la variación de la deuda bruta del GNC



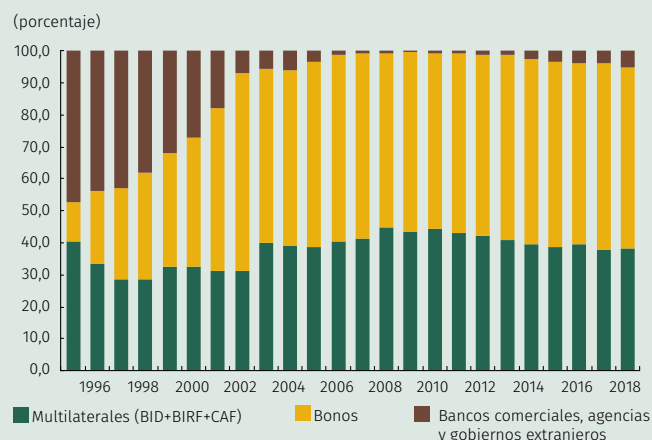
Fuente: elaboración propia.

destacar que a principios de los años noventa la mayor parte del endeudamiento del GNC era externo, puesto que aún no existía un mercado de deuda interna. Con el posterior desarrollo de este mercado se observa una recomposición gradual del endeudamiento a favor del crédito local, que alcanzó una participación del 70% en el saldo total de la deuda en 2010. Esta tendencia se mantuvo durante varios años, aunque con el choque petrolero de 2014 el endeudamiento externo aumentó su participación a cerca del 35% del total. Con relación al costo del endeudamiento, los datos indican una disminución en las tasas del crédito interno y externo desde principios de la década anterior. Actualmente la tasa cupón promedio es de 5,3% para la deuda externa y de 7,6% para la deuda interna. La reducción de las tasas externas está asociada con la mayor liquidez en los mercados financieros internacionales después de la crisis económica de 2008. En cuanto a la vida media de la deuda, las cifras oficiales revelan un aumento significativo, especialmente en el componente externo. Mientras el plazo promedio de la deuda interna aumentó de 4,4 a 6,4 años entre 2001 y 2018, en el mismo período el de la deuda externa ascendió de 6,3 a 11,4 años.

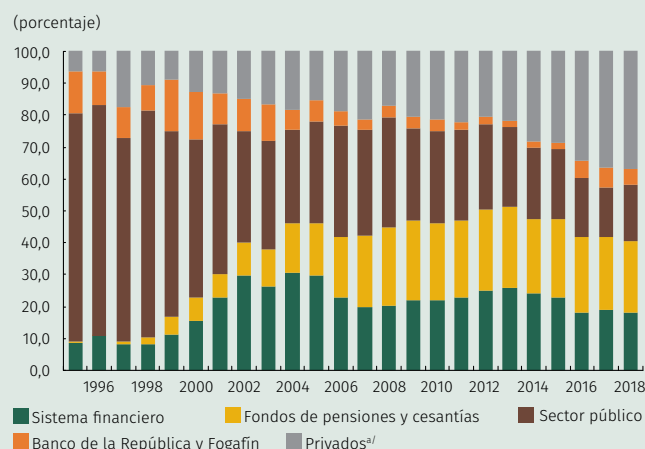
La composición de la deuda del GNC por acreedores también presenta algunos cambios importantes en el tiempo. En el caso del crédito externo, la emisión de bonos sustituyó a los créditos provenientes de fuentes diferentes a la banca multilateral. De acuerdo con el Gráfico R2.5, al cierre de 2018 los bonos explican el 57% de la deuda externa total y la banca multilateral el 38%. En el caso del crédito interno, representado principalmente por los TES, el sector público, que era el principal acreedor a principios de los años noventa, fue desplazado por otros agentes, como los bancos comerciales, los fondos de pensiones y otras entidades del sector privado. Al cierre de 2018 estos tres agentes poseían el 77% del saldo total.

Gráfico R2.5
Composición de la deuda pública externa e interna por acreedor

A. Deuda externa



B. Deuda interna



Fuentes: MHCP (DGCPTN) y Banco de la República.

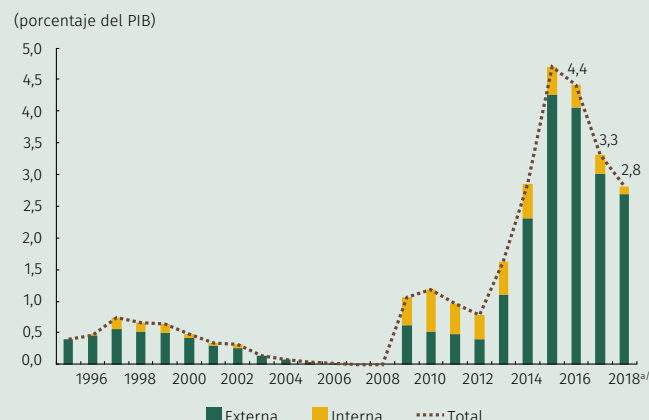
3. Deuda de Ecopetrol

Al finalizar septiembre de 2018 el saldo de la deuda de Ecopetrol se situó en 2,8% del PIB. Como se observa en el Gráfico R2.6, desde mediados de los años noventa y hasta 2007 el endeudamiento de la empresa fue relativamente bajo. Con su capitalización, aumenta la inversión y con ella el saldo de la deuda, especialmente a partir de 2012, debido al inicio de la ampliación de la Refinería de Cartagena (Reficar). Este proceso se realizó en medio de una bonanza de precios externos del petróleo. A partir de 2016 la deuda decrece gradualmente, en parte, por la puesta en marcha de la nueva refinería y por el plan de ajuste que se ejecutó como consecuencia de la reducción de los precios internacionales del crudo.

4. Deuda del sector privado no bancario

A septiembre de 2018 el saldo de la deuda de las empresas privadas no bancarias alcanzó el 37% del PIB, del cual la deuda interna representa el 25% del PIB y el 12% restante

Gráfico R2.6
Deuda de Ecopetrol



a/ Información a septiembre de 2018.
Fuente: Banco de la República.

la deuda externa (Gráfico R2.7). Por otra parte, se encuentra una alta concentración de esta deuda, toda vez que el 1% de las empresas responde por el 78%. Este grupo de compañías operan principalmente en los sectores de industria, comercio, transporte y almacenamiento, y empresas financieras no bancarias⁸.

El plazo de contratación de la deuda comercial interna⁹ vigente fue de 6,6 años, mientras que para la externa este indicador se ubicó en 7,6. Por otro lado, el plazo residual de la primera alcanzó los 4,4 años, mientras que para la segunda fue de 5,3. Estos indicadores presentaron una reducción con respecto a un año atrás para la deuda interna de 0,6 y 0,4 años, mientras que para la externa el descenso fue de 0,3 y 0,1 años, respectivamente.

Entre 1995 y 1998 la deuda del sector privado no bancario se incrementó desde niveles cercanos al 20% del PIB hasta el 27%, aumento que se originó en la mayor deuda externa contratada. Este comportamiento estuvo enmarcado en un proceso de liberalización de la cuenta corriente y de la cuenta financiera del país, lo cual se tradujo en mayores entradas de capitales externos que causaron expansión del crédito, fortalecimiento del peso (en términos reales) y una valorización de los bienes no transables, en especial la finca raíz. Estos factores impulsaron la demanda agregada, lo cual se reflejó en un crecimiento de la economía cercano al 4% promedio anual entre 1992 y 1997.

Posteriormente, entre 1998 y 2002 la reversión en los flujos de capital y la caída de los precios relativos de los bienes

8 Estos cuatro sectores concentran el 69% de la deuda de este grupo de empresas.

9 Plazos del crédito comercial interno de acuerdo con Gamba-Santamaría, et al. (2018). *Informe especial de estabilidad financiera: riesgo de crédito*, segundo semestre de 2018. Informes Especiales de Estabilidad Financiera, segundo semestre de 2018. No incluye bonos para la deuda interna ni para la externa.

Gráfico R2.7
Deuda del sector privado no bancario



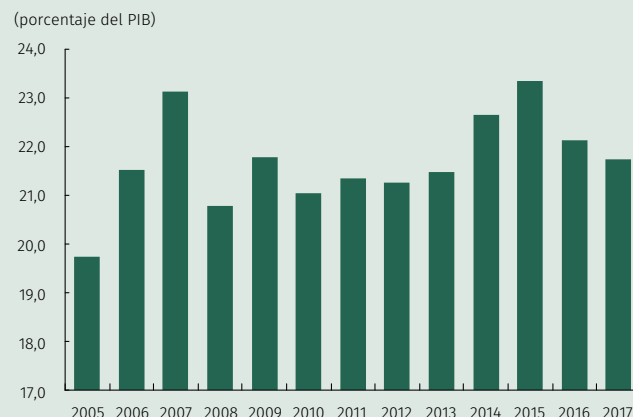
Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

no transables dejó expuesto al sistema financiero, lo que se tradujo en un deterioro en los términos de intercambio y la caída de la demanda agregada¹⁰. En este contexto se registró una reducción en la entrada de capitales externos que afectó negativamente el crecimiento de la oferta de crédito tanto interno como externo y, por ende, el acceso y nivel de la deuda de las empresas. Adicionalmente, la depreciación de la moneda colombiana, inducida por este evento provocó un incremento en pesos de la deuda denominada en dólares, razón por la cual la deuda externa como proporción del PIB aumentó en esos años, a pesar de que su monto en dólares se redujo.

Posterior a esta crisis, la deuda del sector privado no bancario presenta una tendencia creciente, elevándose como proporción del PIB de 24% a 28% entre 2001 y 2008. Este crecimiento ocurrió en un contexto en el que el país experimentó una recuperación económica jalonada por los precios del petróleo y el crecimiento de la demanda agregada, que propiciaron un incremento en la inversión (Gráfico R2.8). Cabe señalar que las empresas financiaron sus proyectos de expansión productiva principalmente contratando deuda con la banca local, la cual aumentó del 12% del PIB en 2002 al 21% en 2008. Adicionalmente, los mayores ingresos externos provocaron una apreciación del peso que tuvo un efecto sobre el indicador de deuda externa a PIB en dólares corrientes, el cual se redujo de 16% a 6% entre 2002 y 2007. Cabe señalar que en este período el saldo en dólares de esta deuda disminuyó alrededor del 5%.

La crisis financiera internacional de 2008-2009 tuvo un efecto transitorio en la economía colombiana, contrayéndose la deuda de este sector en 2 pp del PIB, al disminuir del 28% al 26%. En los años posteriores a dicha crisis la deuda presen-

Gráfico R2.8
Formación bruta de capital fijo de Colombia



Fuente: DANE (cuentas nacionales); elaboración propia.

tó el crecimiento más fuerte de todo el período de análisis, al pasar del 28% del PIB en 2010 al 40% en 2015. La abundancia de liquidez, resultado de las políticas monetarias expansivas adoptadas por las economías desarrolladas del Atlántico Norte¹¹, aumentó la oferta de crédito internacional y la entrada de capitales al país, elementos que, sumados a la subida del precio del petróleo influyeron en el aumento de la oferta de crédito interno y en la reducción de las tasas de interés. Esta coyuntura provocó una expansión de la capacidad productiva de las empresas colombianas financiada por esta deuda, la cual se evidenció en un incremento de la formación bruta de capital fijo como proporción del PIB¹² de 2,35 pp (2010-2015; Gráfico R2.8) y un aumento de los activos externos de estas firmas¹³.

10 Explicaciones y consecuencias de esta coyuntura se pueden consultar en: Villar, Salamanca y Murcia (2005); Arias, Carrasquilla y Galindo (2002); Carrasquilla, Galindo, y Vásquez (2000); Echeverry, y Salazar (1999); entre otros.

11 Los Estados Unidos, Canadá y Europa occidental.

12 Ambas cifras en términos nominales.

13 Las empresas colombianas utilizaron esta mayor deuda para financiar programas de expansión internacional en los sectores de seguros, comercio al por menor, cementos, y alimentos y bebidas.

Por último, de 2015 a 2018 la deuda de las empresas privadas no bancarias descendió 3% del PIB, al ubicarse en el 37%. Durante este período se observó una fuerte caída en los precios del petróleo e inició la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos, fenómenos que ocurrieron a finales de 2014 y en 2015. El rápido deterioro de nuestros términos de intercambio y el retiro paulatino del estímulo monetario se reflejaron en la reducción de los flujos externos de capital, el aumento de las tasas de interés internacionales y el fuerte repunte en el precio del dólar, lo cual provocó el aumento en pesos de la deuda denominada en dólares. Estos eventos ocasionaron una caída de la demanda agregada, que se tradujo en una reducción de la inversión como proporción del PIB a niveles cercanos a los de 2010.

5. Deuda de los hogares

A septiembre de 2018 la deuda de los hogares ascendió al 20% del PIB, de la cual las obligaciones hipotecarias representan el 6% del PIB y el crédito de consumo el 14% (Gráfico R2.9). La evolución de esta deuda ha mostrado cambios que se reflejan en la relevancia de cada uno de sus componentes en el total. Por ejemplo, entre 1995 y 2002 la deuda hipotecaria fue la más importante en el total de los pasivos de los hogares, pero perdió relevancia como resultado de la crisis hipotecaria de finales de los años noventa, hecho que contrasta con el incremento continuo desde 2004 del crédito de consumo en el saldo total. A continuación se describe la evolución de estos componentes.

5.1 Deuda hipotecaria

Después del crecimiento registrado en la década de los noventa, la deuda hipotecaria presentó una tendencia decreciente. Desde 1999 hasta 2004 este tipo de deuda cayó, como proporción del PIB, del 9% al 3%, manteniendo este

nivel hasta 2009. Posterior a este período, esta cifra tuvo un crecimiento sostenido hasta llegar al 6% en 2018.

La caída de la deuda hipotecaria de los hogares en los primeros años del siglo XXI ocurrió al tiempo con la recesión de 1999¹⁴. Su efecto sobre el mercado hipotecario se siguió sintiendo tiempo después de superada dicha crisis, reflejándose en el poco dinamismo de este tipo de deuda entre 2004 y 2009.

A partir de 2010 se observa una recuperación del crédito hipotecario. Este fenómeno obedece a factores como: 1) mayor confianza en esta modalidad de crédito 2) oferta de financiación en pesos, 3) mayores plazos de amortización (superando los quince años); 4) nueva modalidad de leasing de vivienda, y 5) programas gubernamentales de subsidio a la compra de vivienda nueva, que incluso abarcaron a la clase media (subsidio a la tasa de interés). El choque de los precios del petróleo ocurrido a mediados de 2014 no frenó el crecimiento de esta deuda.

5.2 Crédito de consumo

Así como la deuda hipotecaria, el crédito de consumo de los hogares también se vio afectado por la crisis de 1999 (pasó de representar el 7% del PIB en 1995 a 3% en 2000). Sin embargo, a diferencia de la primera, esta modalidad de deuda dejó de caer en pocos años y desde 2003 registra un crecimiento continuo, pasando del 4% del PIB en ese año hasta alcanzar el 14% en septiembre de 2018. Esta dinámica tuvo como resultado que a partir de 2004 el crédito de consumo

14 Para mayores explicaciones sobre esta coyuntura véase Cárdenas (2003), ANIF (2011), Banco de la República (1999) y Restrepo (1999).

Gráfico R2.9
Deuda de los hogares

(porcentaje del PIB)



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

se convirtiera en el mayor componente de la deuda de los hogares¹⁵, al representar en 2018 cerca del 70%.

El continuo crecimiento del crédito de consumo desde 2003 ha ocurrido en el contexto de dos hechos: mayor profundización financiera y la expansión de la economía colombiana. El primer hecho se refleja en la mayor cobertura del crédito de consumo¹⁶, la relajación de las condiciones crediticias internas debido al incremento de la liquidez internacional durante el período 2010-2014 y la consecuente reducción de la tasa de interés. Por su parte, la dinámica económica del país se revela en el mayor poder adquisitivo y la reducción del desempleo.

6. Conclusiones

El crecimiento y nivel de la deuda del país aquí analizada responde a un proceso sistemático de mayor profundización financiera e incremento en los niveles de inversión, producción y empleo en general. La deuda se elevó de 75% a 111% del PIB en los últimos veinte años; este comportamiento estuvo acompañado por un crecimiento real del PIB de alrededor de 90% y 50% en términos per cápita, así como de menores tasas de desempleo. Asimismo, la inversión ganó participación dentro de la demanda agregada, aumentando las necesidades de apalancamiento. En los últimos diez años la mayor parte del crecimiento de este indicador fue jalonado por la mayor deuda del sector privado.

La crisis económica de finales de los años noventa condujo al aumento significativo de los niveles de deuda pública, especialmente en el caso del GNC. El proceso de ajuste fiscal posterior a la crisis y la bonanza de los precios del petróleo revirtieron la tendencia creciente de la deuda del Gobierno y redujeron gradualmente su saldo, el cual alcanzó a situarse en un 32,5% del PIB en 2012. No obstante, el choque reciente de los precios del petróleo condujo de nuevo a elevar la deuda pública, que para el GNC ascendió al 47,6% del PIB a finales de 2018. De allí la necesidad de mantener el proceso de ajuste fiscal para contener la tendencia creciente de la deuda pública.

Por su parte, la deuda del sector privado no bancario se encuentra en niveles superiores a los registrados en los años anteriores a la crisis económica colombiana de finales del siglo XX; sin embargo, este nivel y su evolución en lo corrido del presente siglo están en consonancia con el comportamiento de la inversión. Dado que una mayor inversión ge-

nera una acumulación más acelerada de capital productivo, el crecimiento de la deuda de este sector permite un mayor crecimiento potencial. En la medida en que el endeudamiento de las empresas se relaciona con la inversión, un mayor nivel del mismo no representa una vulnerabilidad macroeconómica.

Por último, el crecimiento del endeudamiento de los hogares observado desde inicios de la presente década no ha implicado mayor carga financiera, ya que ha estado acompañado de una reducción en las tasas de interés y de aumentos en los plazos vigentes de las carteras de consumo y vivienda¹⁷. Este mayor endeudamiento también es parte de la profundización e inclusión financiera por la que atraviesa el país.

Referencias

- ANIF (2011). "El crédito hipotecario en Colombia: evaluación del impacto regulatorio postcrisis" (http://anif.co/sites/default/files/uploads/R-Anif-BID0211_0.pdf).
- Arias, A.; Carrasquilla, A.; Galindo, A. J. (2002). "Efectos en bienestar de la represión Financiera", CEDE, Universidad de los Andes.
- Carrasquilla, A.; Galindo, A.; Vásquez, D. (2000). "El gran apretón crediticio en Colombia: una interpretación", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, XXX (1), pp. 107-115.
- Cárdenas, Mauricio; Badel, Alejandro (2003). "La crisis de financiamiento hipotecario en Colombia: causas y consecuencias", documento de trabajo, núm. 500, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Echeverry, J. C.; Salazar, N. (1999). "¿Hay un estancamiento en la oferta de crédito?", Archivos de Macroeconomía, documento núm. 118, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá.
- Gamba-Santamaría, S., et al. (2018). "Informe especial de estabilidad financiera: riesgo de crédito", segundo semestre de 2018, *Informes Especiales de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018.
- Superintendencia financiera de Colombia; Banca de las Oportunidades. (2016). *Reporte Inclusión Financiera 2016*, recuperado de <http://bancadelasoportunidades.gov.co/es/reportes/617>.
- Banco de la República (2016). *Reporte de Sistemas de Pagos*, Bogotá, junio 2016.
- Banco de la República (1999). "Problemas actuales del sistema de ahorro y vivienda" (documento interno), enero, Subgerencia de Estudios Económicos.
- Lizarazo, A.; Mendoza, J. C.; Osorio, D. (2018). Recuadro 3 "Carga financiera, plazo y tasa de interés del endeudamiento de los hogares en Colombia: implicaciones para la es-

15 4% del PIB versus 3% hipotecario.

16 La mayor cobertura de hogares con crédito de consumo se evidencia en estudios según los cuales el porcentaje de adultos con acceso a algún producto con el sistema financiero pasó de 51% en 2006 a 76% en 2016 (reportes de inclusión financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia y Banca de las Oportunidades). Por otro lado, la cantidad de pagos con tarjetas creció en el mismo período a un ritmo promedio anual del 13,7% (Banco de la República, *Reporte de Sistema de Pagos*, Bogotá, junio de 2016).

17 Banco de la República, *Reporte de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018.

tabilidad financiera”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018, Banco de la República.

Restrepo, Juan Camilo (1999). *Memorias de Hacienda 1998-1999*, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Villar, L.; Salamanca, D.; Murcia, A. (2005). “Crédito, represión financiera y flujos de capitales en Colombia: 1974-2003”, *Revista Desarrollo y Sociedad*, (55), pp. 167-209.

03

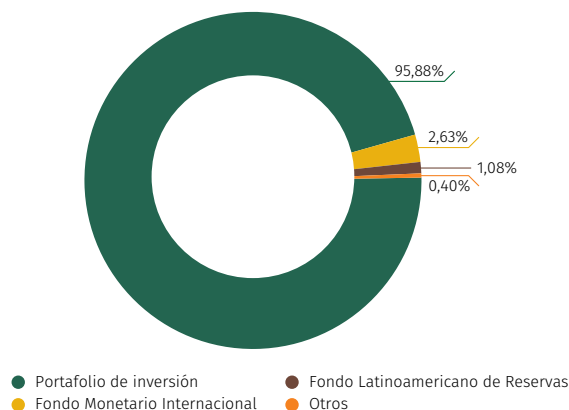
Reservas internacionales

A diciembre de 2018 las reservas internacionales netas totalizaron USD 48.392,9 m, cuantía superior en USD 763,9 m al saldo registrado en diciembre de 2017. El aumento en el saldo en dólares de las reservas internacionales se debe principalmente a la compra de divisas en el mercado cambiario y a la rentabilidad de las reservas internacionales.

El Banco de la República administra las reservas internacionales dentro de un marco estricto de control de riesgos, dentro del cual se destacan las medidas encaminadas al manejo del riesgo de mercado, con el fin de que el valor de las inversiones no se vea afectado significativamente por cambios en las tasas de interés internacionales; al manejo del riesgo crediticio, con el propósito de tener una probabilidad muy baja de enfrentar eventos de incumplimiento de los pagos, y al manejo de riesgo de liquidez, con el fin de tener la capacidad de convertir los activos de reserva en efectivo de una manera rápida y a bajo costo. Mediante estas medidas de control de riesgo se busca que las reservas mantengan un alto nivel de seguridad y liquidez. Esto, a su vez, está asociado con una menor rentabilidad, ya que las inversiones más seguras son también las que tienen rendimientos más bajos. En este capítulo se explican las principales políticas de administración de las reservas internacionales de Colombia y su composición actual. A diciembre de 2018 las reservas internacionales netas totalizaron USD 48.392,9 m, cuantía superior en USD 763,9 m al saldo registrado en diciembre de 2017⁵⁸. El aumento en el saldo en dólares de las reservas internacionales en lo corrido del año se debe

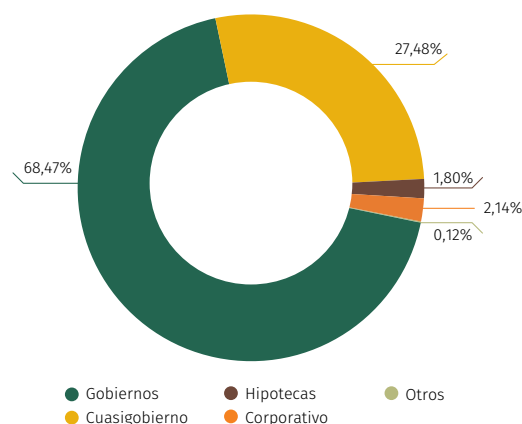
⁵⁸ Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 48.401,5 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8,6 m.

Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2018)



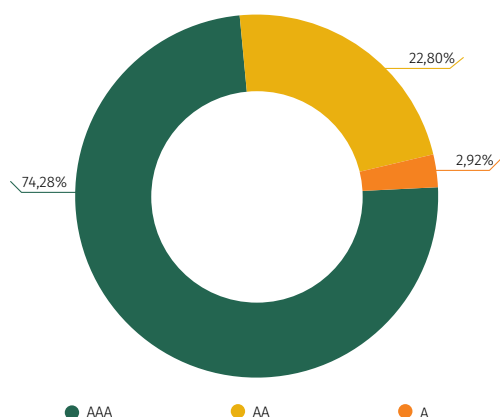
Nota: el oro se incluye dentro del portafolio de inversión. El rubro "otros" incluye convenios internacionales, efectivo en caja y depósitos a la orden.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2018)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2018)



Fuente: Banco de la República.

principalmente a la compra de divisas en el mercado cambiario (USD 400,3 m), y a la rentabilidad de las reservas internacionales. El rendimiento de las reservas internacionales al cierre de 2018, excluyendo el componente cambiario, fue de 1,66%. El factor más importante que explica este rendimiento es la causación de intereses de los instrumentos en los cuales se invierte, la cual se ha incrementado como resultado del aumento gradual en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión, el cual corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (94,79% y 1,09% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales.

3.1 Composición del portafolio de inversión⁵⁹

En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión del portafolio de inversión y algunas definiciones relevantes. En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2018, cuando alrededor del 96% estaba invertido en papeles emitidos por gobiernos, entidades relacionadas con gobiernos (cuasigobiernos) y acuerdos de recompra con la Reserva Federal.

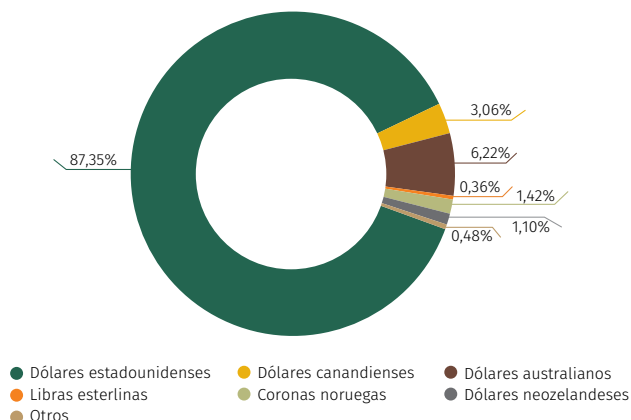
El Gráfico 3.3 muestra la calidad crediticia del portafolio de inversión. El Banco usa como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings). El 74,3% del portafolio se encuentra invertido en instrumentos con calificación AAA y el 22,8% en AA, lo cual evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio.

Finalmente, el Gráfico 3.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2018. El dólar de los Estados

⁵⁹ Los gráficos en esta sección se calculan sobre el monto del portafolio de inversión excluyendo el oro.

Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés, la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el remnbi, el dólar honkonés, el dólar singapurense y el won coreano⁶⁰. Todas estas monedas se caracterizan por contar con altos volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países que se caracterizan por tener gobiernos con altas calificaciones crediticias.

Gráfico 3.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2018)



Fuente: Banco de la República.

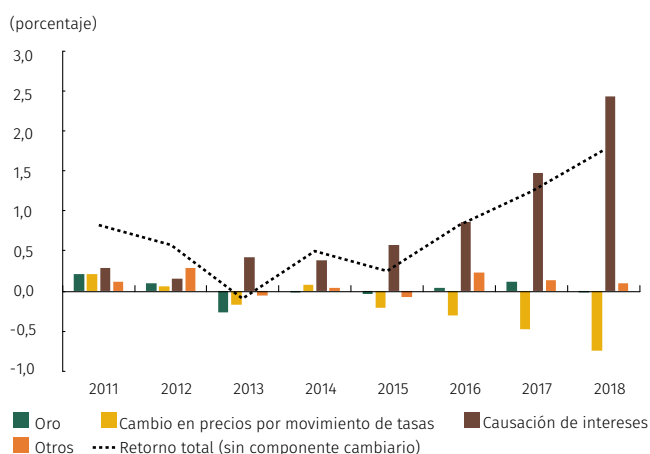
3.2 Rentabilidad de las reservas

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

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

Como puede verse en el Gráfico 3.5, la tasa de rendimiento de las reservas internacionales ha venido aumentando gradualmente desde 2013. Entre 2009 y 2015 esta rentabilidad se mantuvo baja debido a la política monetaria expansiva implementada por los bancos centrales de los países desarrollados como respuesta a la crisis financiera global, lo que provocó tasas de interés en niveles muy bajos. No obstante, desde 2015 la Fed ha venido aumentando su tasa de política monetaria gradualmente, lo cual

Gráfico 3.5
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales por componentes



Fuente: Banco de la República.

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

ha permitido que las nuevas inversiones reciban intereses más elevados (factor intereses).

Durante 2018 la rentabilidad de las reservas, excluyendo el componente cambiario, fue de 1,66%⁶¹ (USD 797,8 m). En este período, al igual que en los últimos años, el aumento gradual de las tasas de interés ha provocado el incremento en la generación de intereses del portafolio (factor intereses). Adicionalmente, hacia finales del año el portafolio de reservas se valorizó por caídas en las tasas de interés que contrarrestaron el movimiento observado durante los meses anteriores (factor valorización). Este movimiento se dio por menores expectativas de incrementos futuros en tasas por parte de la Fed ante muestras de desaceleración económica en los Estados Unidos y menores expectativas inflacionarias.

61 Esta tasa se obtiene al dividir la rentabilidad observada en dólares por el promedio del valor de las reservas netas el 31 de diciembre de 2017 y el 31 de diciembre de 2018. Desde 2015 se excluye el impacto del efecto cambiario en la rentabilidad de las reservas.

04

Situación financiera del Banco de la República

En 2018 el Banco de la República tuvo un resultado superior al observado en 2017 explicado principalmente por el mayor rendimiento de las reservas internacionales.

En 2018 el aumento de los activos del Banco de la República estuvo acompasado con un incremento en el patrimonio, como resultado de la depreciación del peso. Lo anterior tuvo un efecto significativo en el saldo en pesos de las reservas internacionales en el activo y en el ajuste de cambio en el patrimonio. Por su parte, la utilidad del ejercicio de 2018 fue superior a la de 2017, principalmente por el mayor rendimiento de las reservas internacionales.

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

4.1.1 Activo

Los activos del Banco de la República registraron un saldo de COP187.201 mm al cierre de diciembre de 2018⁶². Esta cifra es superior en COP15.464 mm (9,0%) al saldo

62 En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; tercero, en el saldo de las operaciones repo, de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y de los depósitos del Gobierno Nacional no se incluyen los intereses causados, los cuales se clasifican en otros activos, y cuarto, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, el valor del activo presentado en este informe (COP187.201 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 (COP190.904 mm) y el valor del pasivo (COP117.557 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 (COP121.259 mm).

A diciembre de 2018 los activos registraron un saldo de COP 187.201 mm, superior en COP 15.464 mm (9%) al saldo observado en diciembre de 2017.

observado en diciembre de 2017 (Cuadro 4.1). Los principales rubros que explican dicho incremento del activo son los siguientes:

- i. Reservas internacionales brutas: al cierre de diciembre de 2018 su saldo a precios de mercado fue de COP 157.293 mm (USD 48.401 m)⁶³, superior en COP 15.144 mm (10,7%) con respecto al dato observado el 31 de diciembre de 2017. El incremento se explica, principalmente, por la variación positiva en el ajuste de cambio en COP 10.923 mm, originado en la mayor tasa de cambio peso-otras monedas de reserva, por el rendimiento de las reservas internacionales de COP 2.488 mm, y por la compra de divisas mediante opciones *put* para acumulación de reservas internacionales por COP 1.279 mm (USD 400,3 m)⁶⁴.
- ii. Operaciones repo para otorgar liquidez transitoria⁶⁵: presentaron un saldo de COP 9.128 mm, mayor en COP 4.954 mm (118,7%) con respecto al cierre de 2017.

Lo anterior fue parcialmente compensado por:

- i. Portafolio de inversiones en moneda nacional: su saldo, valorado a precios de mercado, fue de COP 6.827 mm, inferior en COP 4.688 mm con respecto al 31 de diciembre de 2017 (-40,7%). Esto resultó de: 1) ventas netas de TES por parte del Banco de la República por COP 4.319 mm⁶⁶, y 2) vencimientos de cupones y principal por COP 936 mm. Lo anterior se compensó, en parte, con la valoración a precios de mercado de este portafolio por COP 567 mm.
- ii. Aportes en organismos y entidades internacionales: su saldo ascendió a COP 9.232 mm, inferior en COP 218 mm al registrado al cierre de 2017 (-2,3%). Esta disminución se originó principalmente por la reducción de aportes en moneda nacional en el FMI (COP 217 mm) para compensar el incremento en la posición de reserva por la compra de 52,5 millones de depósitos especiales de giro (DEG) en junio de 2018. Adicionalmente, se presentó una valuación negativa por la nueva paridad de los DEG con el FMI (-COP 144 mm). Lo anterior se compensó parcialmente con el ajuste de cambio positivo por la depreciación del peso frente al dólar (COP 145 mm).

63 Véase nota anterior.

64 Véase capítulo 3 de este *informe*.

65 Véase nota 62.

66 Las ventas netas se explican por: a) ventas por COP 5.054 mm al Ministerio de Hacienda y Crédito Público en octubre (<http://www.banrep.gov.co/es/noticias/operacion-venta-de-tes-al-ministerio-de-hacienda-05-10-2018>), y b) compras definitivas de TES durante junio y julio al mercado por COP 735 mm.

Cuadro 4.1

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

Cuentas	Diciembre de 2017		Diciembre de 2018		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	171.737	100,0	187.201	100,0	15.464	9,0
Reservas internacionales brutas	142.149	82,8	157.293	84,0	15.144	10,7
Aportes en organismos y entidades internacionales	9.450	5,5	9.232	4,9	-218	-2,3
Inversiones	11.515	6,7	6.827	3,6	-4.688	-40,7
Pactos de reventa: apoyos transitorios de liquidez	4.174	2,4	9.128	4,9	4.954	118,7
Otros activos netos	4.450	2,6	4.721	2,5	271	
Pasivo y patrimonio	171.737	100,0	187.201	100,0	15.464	9,0
Pasivo	114.343	66,6	117.557	62,8	3.214	2,8
Pasivos en M/E que afectan reservas internacionales	24	0,0	23	0,0	-1	-5,6
Base monetaria	88.811	51,7	98.081	52,4	9.270	10,4
Efectivo	59.498	34,6	64.378	34,4	4.880	8,2
Reserva	29.313	17,1	33.703	18,0	4.390	15,0
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	278	0,2	68	0,0	-210	-75,5
Otros depósitos	108	0,1	59	0,0	-49	-45,1
Gobierno Nacional: DGCPTN M/N	13.666	8,0	8.033	4,3	-5.634	-41,2
Gobierno Nacional: DGCPTN M/E	323	0,2	312	0,2	-11	-3,4
Obligaciones con organismos internacionales	11.131	6,5	10.980	5,9	-151	-1,4
Patrimonio total	57.394	33,4	69.645	37,2	12.251	21,3
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	57.285	33,4	68.249	36,5	10.964	19,1
Liquidación CEC	521	0,3	521	0,3	0	0,0
Ajuste de cambio	56.523	32,9	67.446	36,0	10.923	19,3
Inversión en activos para actividad cultural y donaciones	241	0,1	283	0,2	42	17,2
Otros resultados integrales	-584	-0,3	-224	-0,1	361	-61,7
Resultados del ejercicio	804	0,5	2.241	1,2	1.437	178,7
Resultados acumulados: efecto cambio en políticas contables	0	0,0	-512	-0,3	-512	n. a.
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	-123	-0,1	-123	-0,1	0	0,0

Nota: en este cuadro se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; tercero, en el saldo de las operaciones repo no se incluyen los intereses causados, los cuales se clasifican en otros activos; en este sentido, el valor del activo presentado en este informe (COP 187.201 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 (COP 190.904 mm) y el valor del pasivo (COP 117.557 mm) difiere del registrado en los estados financieros al 31 de diciembre de 2018 (COP 121.259 mm).

Fuente: Banco de la República.

4.1.2 Pasivo

Al cierre de diciembre de 2018 el saldo de los pasivos fue COP117.557 mm⁶⁷, superior en COP3.214 mm (2,8%) al registrado al finalizar el año 2017 (Cuadro 4.1). El aumento se explica principalmente por:

- i. Base monetaria: su saldo se ubicó en COP98.081 mm, superior en COP9.270 mm (10,4%) al registrado al cierre del año anterior. Por componentes, el efectivo en circulación presentó un incremento de COP4.880 mm (8,2%), mientras que la reserva bancaria se incrementó en COP4.390 mm (15,0%).

Lo anterior fue contrarrestado parcialmente por:

- i. Los depósitos en pesos del Gobierno Nacional, constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República: al cierre de diciembre de 2018 su saldo fue de COP8.033 mm, monto inferior en COP5.634 mm (-41,2%) al registrado en diciembre de 2017⁶⁸.
- ii. Los depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) presentaron un saldo de COP68 mm al cierre de 2018, inferior en COP210 mm (-75,5%) al presentado en diciembre de 2017.
- iii. Obligaciones con organismos internacionales: su saldo fue de COP10.980 mm, inferior en COP151 mm (-1,4%) al presentado al cierre de 2017. En este caso, la variación obedece a la contrapartida de la disminución en la cuenta del activo “aportes en organismos y entidades internacionales”.

4.1.3 Patrimonio

Al cierre de diciembre de 2018 el patrimonio presentó un saldo de COP69.645 mm, mayor en COP12.251 mm (21,3%) con respecto a la cifra de diciembre de 2017 (Cuadro 4.1). Esto se explica, principalmente, por el incremento de la cuenta de ajuste de cambio de COP10.923 mm (19,3%), que fue la contrapartida del aumento en pesos de las reservas internacionales brutas como resultado de la depreciación del peso frente a las monedas de reserva. Adicionalmente, las utilidades transferidas al Gobierno Nacional con cargo al resultado de 2017 fueron COP761 mm y el resultado del ejercicio del Banco para 2018 fue positivo en COP2.241 mm.

A diciembre de 2018 el saldo de los pasivos fue de COP 117.557 mm, superior en COP 3.214 mm (3%) al registrado al finalizar 2017.

A diciembre de 2018 el patrimonio presentó un saldo de COP 69.645 mm, mayor en COP 12.250 mm (21%) con respecto a la cifra de diciembre de 2017.

⁶⁷ Véase nota 1.

⁶⁸ Ibid.

En 2018 la utilidad del ejercicio del Banco de la República fue de COP 2.241 mm.

Los ingresos presentaron un incremento anual de COP 724 mm (21,8%) y los egresos una disminución anual de COP 713 mm (-28,2%).

4.2 Estado de resultados (PyG)

4.2.1 Cierre 2018

La utilidad del ejercicio del Banco de la República en 2018 fue de COP 2.241 mm, producto de ingresos por COP 4.054 mm y egresos por COP 1.813 mm (Cuadro 4.2). Frente a lo observado el año anterior, los ingresos presentaron un incremento de COP 724 mm (21,8%) y los egresos una disminución de COP 713 mm (-28,2%).

Los ingresos observados durante 2018 se explican, principalmente, por los rendimientos de las reservas internacionales, del portafolio de inversiones en títulos de tesorería (TES) y de las operaciones de liquidez mediante repos de expansión. El mayor ingreso por reservas internacionales se presentó durante los dos últimos meses del año y, en especial, en diciembre. Lo anterior por el efecto de la reducción de las tasas de bonos en moneda extranjera durante este período, lo que ocasionó una valorización de los activos que componen el portafolio de reservas internacionales⁶⁹.

Por su parte, los menores egresos se explican, especialmente, por la menor remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco de la República como resultado de la reducción de la tasa de interés de política por parte de su Junta Directiva⁷⁰ y del menor valor promedio de depósitos.

La reducción en la tasa de interés de política durante 2018 tuvo un efecto neto positivo en el PyG del Banco porque, si bien genera un menor ingreso por las operaciones de expansión primaria de liquidez mediante las operaciones repo de expansión, la reducción en la remuneración de los depósitos del Gobierno en el Banco es mayor, puesto que su volumen promedio fue más alto que el saldo promedio de estos repos.

A continuación, se explican los rubros que tuvieron mayor incidencia en el estado de resultados en 2018:

- i. El incremento por el rendimiento de las reservas internacionales se explica por: 1) el rendimiento del portafolio de las reservas internacionales (COP 2.474 mm, USD 797 m, rentabilidad anual en dólares de 1,67% en 2018), como resultado del ingreso por causación de intereses (COP 2.066 mm; es decir, USD 696 m) y la valorización del portafolio de las reservas internacionales (COP 408 mm, USD 101 m); 2) el rendimiento por aportes en organismos internacionales, por comisiones del convenio con la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi) y otros (COP 24 mm, USD 8 m), y 3) la desvalorización del oro monetario (-COP 10 mm, -USD 8 m), originada en la disminución del precio internacional del metal en

⁶⁹ Véase el capítulo 3 de este informe.

⁷⁰ La tasa de interés de política se redujo de 4,75% en diciembre de 2017 a 4,50% a finales de enero de 2018 y a 4,25% el 30 de abril de 2018.

Cuadro 4.2
Estado de resultados del Banco de la República, 2018
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variaciones anuales	
	2017	2018	Porcentuales	Absolutas
I. Total ingresos (A + B + C)	3.330	4.054	21,8	724
A. Ingresos monetarios	2.866	3.659	27,7	793
1. Intereses y rendimientos	2.836	3.505	23,6	669
Reservas internacionales	1.588	2.488	56,7	900
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	908	788	-13,1	-119
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	340	228	-32,9	-112
Otras operaciones	0	0	108,8	0
2. Diferencias en cambio	27	147	451,5	120
3. Otros ingresos monetarios	4	8	112,1	4
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	266	172	-35,4	-94
C. Ingresos corporativos	198	224	12,8	25
1. Comisiones	172	184	7,2	12
Servicios bancarios	69	72	4,5	3
Negocios fiduciarios	103	112	9,0	9
2. Otros ingresos corporativos	27	39	48,7	13
II. Total gastos	2.526	1.813	-28,2	-713
A. Gastos monetarios	1.688	1.017	-39,7	-671
1. Intereses y rendimientos	1.362	856	-37,1	-505
Depósitos remunerados: DGCPTN	1.355	850	-37,3	-505
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	6	6	-8,8	-1
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	44	33	-25,5	-11
3. Comisión de compromiso crédito flexible con el FMI	86	83	-4,1	-4
4. Diferencias en cambio	1	44	2989,7	43
5. Otros gastos monetarios	194	1	-99,4	-193
B. Billetes y monedas	208	213	2,5	5
C. Gastos corporativos	548	594	8,4	46
1. Gastos de personal	361	390	7,8	28
2. Gastos generales	105	111	6,0	6
3. Otros corporativos	82	93	14,4	12
D. Gastos de pensionados	81	-12	-114,7	-93
III. Resultado operacional (I - II)	804	2.241	178,7	1437

Nota: en gastos generales se presentan los gastos culturales, becas a estudiantes diferentes a empleados y los gastos en proyectos de tecnología que estaban incluidos en otros corporativos.
Fuente: Banco de la República.

diciembre de 2018 frente a diciembre de 2017 (-1,1%) (Gráfico 4.1 y Cuadro 4.3).

- ii. Los ingresos por los rendimientos del portafolio de inversiones de regulación monetaria TES ascendieron a COP788 mm frente a los COP908 mm de 2017⁷¹. El portafolio de TES en poder del Banco se redujo en COP4.688 mm, al pasar de COP11.515 mm en diciembre de 2017 a COP6.827 mm en diciembre de 2018. Lo anterior, como resultado de ventas por COP5.054 mm, compras por COP735 mm, vencimientos por COP936 mm y valoración a precios de mercado de COP567 mm. Como resultado de las ventas de TES, se trasladaron COP76 mm de la cuenta de patrimonio otro resultado integral (ORI) al estado de resultados por fluctuaciones de mercado realizadas, lo cual incrementó el rendimiento de TES en poder del Banco de la República durante el año.
- iii. Los ingresos por las operaciones de liquidez mediante repos de expansión ascendieron a COP228 mm, inferiores en COP112 mm con respecto a 2017, resultado de la menor tasa de remuneración por la reducción de la tasa de interés de política por parte de la Junta Directiva del Banco de la República y del menor volumen promedio diario de estas operaciones⁷².
- iv. La puesta en circulación de moneda metálica (valor facial de la moneda metálica emitida) generó ingresos por COP172 mm, inferiores en COP94 mm (-35,4%) frente a lo observado en 2017.
- v. Los ingresos recibidos por las comisiones por servicios bancarios y negocios fiduciarios ascendieron a COP184 mm, superiores en

Gráfico 4.1
Precio internacional del oro



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

	2017	2018
Reservas internacionales	1.588	2.488
Portafolio	1.476	2.474
Organismos internacionales, convenio Aladi y otros	28	24
Oro	84	-10

Fuente: Banco de la República.

71 Sin embargo, el rendimiento total del portafolio de TES en poder del Banco no es comparable con el de 2017 debido a la adopción de la nueva versión de la NIIF 9, la cual cambió su clasificación desde la categoría “valor razonable con cambios a resultados” hasta el 31 de diciembre de 2017 a la categoría “valor razonable con cambios a otros resultados integrales” a partir del 1 de enero de 2018.

72 El volumen promedio diario fue COP5.368 mm en 2018 frente a COP5.921 mm en 2017. La tasa promedio de remuneración observada en 2018 fue de 4,34% efectivo anual (e. a.) y de 5,91% e. a. en 2017.

COP12 mm (7,2%) a los obtenidos en 2017. El incremento se explica, principalmente, por los ingresos de los negocios fiduciarios que presentaron un crecimiento de COP9 mm (9,0%), especialmente por la remuneración en la administración de los TES.

- vi. El resultado neto entre ingresos y egresos originados por las variaciones de la tasa de cambio del peso frente al dólar⁷³ sobre activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a las reservas internacionales (diferencias en cambio) fue positivo, COP102 mm (ingresos de COP147 mm y egresos de COP44 mm). Este resultado se explica por: 1) ingresos sobre aportes en organismos internacionales por COP145,6 mm y otros activos por COP0,9 mm, y 2) egresos sobre cuentas de depósito por COP23 mm, sobre obligaciones por aportes en organismos y entidades internacionales por COP18 mm y sobre otros pasivos por COP3 mm.

En relación con los egresos, se destaca:

- i. El gasto por la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional fue de COP850 mm, inferior en COP505 mm (-37,3%) frente al registrado el año anterior, como resultado del menor volumen promedio diario de estos depósitos y de la menor tasa de interés de remuneración frente a 2017⁷⁴.
- ii. Los costos por emisión y distribución de especies monetarias fueron de COP213 mm, registrando un crecimiento de COP5 mm (2,5%) frente a 2017, como resultado principalmente de la demanda de billetes.
- iii. La remuneración a los depósitos por operaciones pasivas de regulación monetaria (DRNCE) ascendió a COP6 mm, inferiores en COP1 mm (-8,8%) a las registradas en 2017⁷⁵.
- iv. Los egresos corporativos se situaron en COP594 mm, con un incremento anual de COP46 mm (8,4% equivalente a 5,0% en términos reales)⁷⁶, como resultado de:
 - a. Los gastos de personal, COP390 mm, aumentaron 7,8% anual (4,4% real)⁷⁷. Este egreso incorporó los gastos por salarios y prestaciones sociales, aportes a la seguridad social, servicio médico, auxilios y capacitación formal, aportes a cajas de compensación, ICBF y SENA, capacitación continuada y viáticos, entre otros.

73 El peso se depreció 8,9% en diciembre de 2018 frente al cierre de 2017.

74 El saldo promedio diario de estos depósitos en el Banco de la República fue de COP19.793 mm en 2018 y de COP22.895 mm en 2017. La tasa de remuneración promedio anual observada fue de 4,39% e. a. y 6,1% e. a., respectivamente.

75 El saldo promedio fue de COP179 mm en 2018 frente a COP131 mm en 2017, la tasa de remuneración promedio fue de 3,33% e. a. y 5,03% e. a., respectivamente.

76 Este resultado es consistente con el marco de gasto 2018-2022 aprobado por la Junta Directiva del Banco de la República, según el cual el crecimiento promedio anual de los gastos corporativos ascendería a 3,3% en términos reales.

77 Incluye lo contemplado en la convención colectiva vigente.

- b. Los gastos generales, COP111 mm, registraron una variación anual de 6,0% (2,7% real). Este grupo incluye gastos tales como servicios públicos, servicio de vigilancia, mantenimiento de equipos, aseo, servicios contratados para el Banco y la Biblioteca Luis Ángel Arango, adecuaciones a las instalaciones, transporte, combustibles, útiles y papelería, encuestas, estudios especiales y asesorías jurídicas, entre otros.
- c. Los otros corporativos, COP93 mm, presentaron un incremento anual de 14,4% (10,8% en términos reales). Esta variación se explica por el mayor gasto por concepto de depreciaciones, amortizaciones, deterioro y provisiones, principalmente.
- v. Por último, el gasto de pensiones de jubilación, -COP12 mm, fue inferior en COP93 mm con respecto al registrado en 2017. Este resultado incorpora el reintegro de pensiones reconocidas por parte de Colpensiones por COP11 mm y el resultado del costo financiero, el cual fue negativo en COP1 mm⁷⁸. El menor valor frente a 2017 obedeció al fondeo del pasivo pensional realizado a finales de 2017.

4.2.2 Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con el marco legal del Banco contenido en la Constitución Política, la Ley 31 de 1992 y los Estatutos del Banco, el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la nación. Teniendo en cuenta lo anterior y considerando las pérdidas por implementación de NIIF pendientes por enjugar, en febrero de 2019 la Junta Directiva del Banco aprobó un traslado de utilidades al Gobierno por COP2.015 mm, el cual se realizó a finales de marzo (Cuadro 4.4).

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

	2018
A. Resultado del ejercicio	2.241,4
B. Más utilización de reservas	0,0
C. Menos constitución de reservas y otras deducciones	226,0
Pérdida por implementación de NIIF en 2015	30,7
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	30,9
Pérdida por adopción NIIF 9: cambio política contable sobre TES en poder del Banco de la República	164,3
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C	2.015,4

Fuente: Banco de la República.

⁷⁸ Este costo financiero se calcula aplicando la misma tasa de interés tanto al activo que respalda el pasivo pensional como al pasivo pensional. Este último incluye el valor presente de las pensiones, servicio médico y auxilios educacionales de pensionados del Banco de la República. Puesto que en 2018 el promedio del valor del activo fue superior al del pasivo, se originó un costo financiero negativo.

4.3 Proyección para 2019

El presupuesto para 2019 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2018, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre su incidencia en las finanzas públicas. Este presupuesto tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Los resultados de la actividad monetaria dependen de variables que no están bajo el control del Banco, como por ejemplo tasas de interés externas y las fluctuaciones de precios de mercado. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

Para 2019 se proyecta una utilidad del ejercicio de COP3.258 mm, producto de ingresos por COP5.066 mm y de egresos por COP1.808 mm (Cuadro 4.5). Esta proyección no consideró la intervención del Banco de la República anunciada para el período enero-marzo de 2019 mediante opciones *put* para acumulación de reservas (USD1.200 m, de los cuales se han ejercido USD800 m en enero y febrero) y mediante la compra directa de dólares al Gobierno Nacional por USD1.000 m realizada a comienzos de febrero. Una vez se consideran compras de dólares por valor de USD2.200 m en 2019 (entre enero y marzo), las utilidades del Banco se reducirían en COP105 mm, aproximadamente⁷⁹, frente al presupuesto aprobado para 2019.

El presupuesto aprobado para 2019 considera un incremento anual de los ingresos de 48,1% frente a los presupuestados en 2018. Los principales rubros son los siguientes:

- i. Se proyecta que el ingreso por el rendimiento neto de las reservas internacionales será de COP3.695 mm frente a COP1.871 mm estimados en 2018. La rentabilidad promedio de las reservas internacionales para 2019 se estima en 2,6% en dólares. El presupuesto no supone variación del precio internacional del oro.
- ii. El ingreso estimado por la valoración de TES en poder del Banco de la República es de COP448 mm frente a COP844 mm estimados para 2018. El presupuesto para 2019 contempló el portafolio base de proyección y las tasas de interés cupón teniendo en cuenta que no se presentan vencimientos de capital, que los pagos por cupones ascienden a COP502 mm y que no se proyectan operaciones de compra o venta definitivas de TES en poder del Banco durante 2019.
- iii. El ingreso estimado por las operaciones de liquidez mediante repos de expansión (operaciones activas de regulación monetaria)

Para 2019 se proyecta una utilidad del ejercicio de COP3.258 mm, producto de ingresos por COP 5.066 mm y de egresos por COP 1.808 mm.

⁷⁹ Este costo de intervención resulta del hecho de que las compras de divisas reducen las necesidades de liquidez primaria por medio de repos de expansión, al tiempo que el rendimiento de las reservas internacionales se estima inferior al de estos repos en 2019.

Cuadro 4.5
Presupuesto del Banco de la República, 2019
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variaciones relativas (B) / (A)
	2018 ^{a/} (A)	2019 (B)	
I. Total ingresos (A + B + C)	3.420	5.066	48,1
A. Ingresos monetarios	3.033	4.625	52,5
1. Intereses y rendimientos	3.003	4.520	50,5
Reservas internacionales	1.871	3.695	97,5
Portafolio de inversión de regulación monetaria (TES)	844	448	-46,9
Operaciones activas de regulación monetaria (repos)	288	376	30,6
Otras operaciones	0	0	-34,1
2. Diferencias en cambio	28	102	265,9
3. Otros ingresos monetarios	2	3	42,1
B. Moneda metálica emitida	202	239	18,1
C. Ingresos corporativos	185	203	9,5
1. Comisiones	166	187	12,9
Servicios bancarios	58	72	24,2
Negocios fiduciarios	107	115	6,9
2. Otros ingresos corporativos	20	16	-19,7
II. Total gastos (A + B + C + D)	2.188	1.808	-17,3
A. Gastos monetarios	1.187	838	-29,4
1. Intereses y rendimientos	1.017	631	-37,9
Depósitos remunerados: DGCPTN	1.001	624	-37,6
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	16	7	-56,4
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	34	49	43,3
3. Comisión de compromiso de crédito flexible con el FMI	83	83	0,2
4. Diferencias en cambio	53	29	-44,9
5. Otros gastos monetarios	1	46	3.799,1
B. Billetes y monedas	227	272	20,1
C. Gastos corporativos	661	677	2,4
1. Gastos de personal	397	430	8,4
2. Gastos generales	129	137	6,0
3. Otros corporativos	135	110	-18,6
D. Gastos pensionados	112	21	-81,3
III. Resultado del ejercicio (I - II)	1.232	3.258	164,3

Nota: en gastos generales se presentan los gastos culturales, becas a estudiantes diferentes a empleados y los gastos en proyectos de tecnología que estaban incluidos en otros corporativos.

a/ El presupuesto de 2018 incluye las traslados presupuestales realizados durante el período.

Los otros gastos corporativos incluyen: impuestos, seguros, depreciaciones, provisiones, amortizaciones, gastos culturales, contribuciones y afiliaciones, entre otros.

Fuente: Banco de la República.

se proyecta en COP376 mm frente a COP288 mm incluidos en el presupuesto en 2018⁸⁰. Esta variación se explica por los mayores volúmenes promedio de estas operaciones y una tasa de interés de política inferior para 2019, en promedio.

- iv. Se estima que la puesta en circulación de moneda metálica generará ingresos por COP239 mm⁸¹, con un incremento anual de 18,1% frente a lo presupuestado en 2018. Esta proyección incluye la puesta en circulación de un mayor número de monedas de COP1.000 y de dos monedas conmemorativas de COP5.000: 1) por el bicentenario del sacrificio de la heroína nacional Policarpa Salavarrieta⁸², y 2) por el bicentenario de la Campaña Libertadora de 1819⁸³.
- v. El ingreso neto estimado por el ajuste en cambio es resultado de ingresos por COP102 mm y egresos por COP29 mm, producto de la variación del peso frente al dólar sobre los activos y pasivos en moneda extranjera diferentes a reservas internacionales.
- vi. Las comisiones recibidas por el Banco por servicios bancarios y negocios fiduciarios se estiman en COP187 mm, superiores en 12,9% frente a las presupuestadas un año atrás, principalmente por el mayor ingreso estimado por la administración de títulos fiduciarios, especialmente TES.
- vii. Otros ingresos corporativos se estiman en COP16 mm, menores en 19,7% a los incluidos en el presupuesto de 2018.

Los egresos aprobados en el presupuesto se proyectan en COP1.808 mm para 2019, con una disminución de 17,3% frente al presupuesto de 2018, así:

- i. La remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco se estima en COP624 mm, con una disminución de 37,6% frente a la proyectada en 2018, por la menor tasa de interés que remunera estos depósitos y su menor saldo promedio⁸⁴.
- ii. El gasto por la comisión de compromiso pagada sobre la línea de crédito flexible (LCF) aprobada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) ascendería a COP83 mm, inferior en 0,2% a la presupues-

80 El presupuesto de 2019 supone un crecimiento nominal anual de la base monetaria de 7,83%. Los volúmenes promedio diarios de repos de expansión proyectados para 2019 son de COP9.035 mm y la tasa de interés promedio de remuneración considera la tasa de interés de referencia (4,25% e. a.), vigente al momento de elaborar el presupuesto. En 2018 se presupuestaron operaciones repo promedio diarias por COP5.901 mm y una tasa de interés promedio de 5,0% e. a. Como se mencionó, esta proyección de 2019 no consideró compras de divisas por parte del Banco que, en caso de presentarse, reduciría el volumen de repos de expansión proyectado.

81 De acuerdo con los Estatutos del Banco, este ingreso corresponde al valor facial de la moneda metálica puesta en circulación.

82 Ley 1903 del 22 de junio de 2018.

83 Considerada en el proyecto del Plan Nacional de Desarrollo.

84 El presupuesto de 2019 contempla volúmenes promedio diario de COP15.000 mm y una tasa de remuneración de 4,25% e. a. En el presupuesto de 2018 se había proyectado un promedio de depósitos de COP20.513 mm y una tasa de remuneración de 5,0% e. a.

- tada en 2018, variación que se explica por la disminución del monto en la LCF⁸⁵.
- iii. Los gastos por administración y manejo de fondos en el exterior se estiman en COP 49 mm en 2019 frente a COP 34 mm en 2018. Dentro de este valor se consideran gastos por la administración y custodia del portafolio de reservas internacionales, por asesorías y representación jurídica en el exterior y por el manejo de fondos en el exterior, y gastos en operaciones cambiarias y servicios de información especializada para el manejo de reservas internacionales.
 - iv. Los costos de emisión y distribución de especies monetarias se calculan en COP 272 mm, superiores en 20,1% frente a los estimados un año atrás. Se explican, principalmente, por el crecimiento de la demanda de billete de COP 50.000 y de moneda de COP 1.000. Adicionalmente, se estiman costos de emisión de dos monedas conmemorativas de COP 5.000 ya mencionadas.
 - v. Los egresos corporativos se proyectan en COP 677 mm, con una variación de 2,4% anual (-1,0% real), frente al presupuesto de 2018, de los cuales COP 430 mm corresponden a gastos de personal, COP 137 mm a gastos generales y COP 110 mm a otros corporativos.
 - vi. Los gastos de personal se estiman con un crecimiento anual de 4,8% real, resultado del incremento salarial pactado en la convención colectiva vigente y de las necesidades de personal para el desarrollo de proyectos estratégicos del Banco.
 - vii. Se estima un aumento en los gastos generales de 2,4% real. Estos gastos generales tienen como marco de referencia la inflación promedio estimada y la meta de inflación para 2019, la variación estimada del salario mínimo, las tarifas de servicios públicos y los gastos adicionales asociados principalmente con mejoras, actualización y servicios de *software*, mantenimiento de equipos de infraestructura eléctrica, sistemas de aire acondicionado, de tecnología y del área de Tesorería. Además, los gastos generales presentarían un incremento adicional por la adquisición de activos que impactan el gasto en mantenimientos, vigilancia, servicios públicos y adecuación de inmuebles, entre otros. Los gastos culturales, los egresos por becas a estudiantes diferentes a empleados y los gastos en proyectos de tecnología se reclasificaron desde el grupo otros corporativos a gastos generales. En particular, dentro de los gastos culturales se estiman partidas adicionales relacionadas con museografía y guiones de los museos que están actualmente bajo intervención en sus áreas de infraestructura.
 - viii. Los otros gastos corporativos, tales como impuestos, seguros, depreciaciones, deterioro (provisiones) y amortizaciones, contribuciones y afiliaciones, se estiman con una variación anual de -21,3% real. Esta disminución obedece, principalmente, a las menores

85 La LCF pasó de DEG 8,18 mm (USD 11,5 mm aproximadamente) del acuerdo firmado el 13 de junio de 2016 a DEG 7,8 mm (USD 11,13 mm aproximadamente), según el acuerdo firmado el 25 de mayo de 2018.

provisiones y gastos legales relacionados con procesos jurídicos y sentencias.

- ix. Por último, se presupuestó que los gastos de pensionados ascenderán a COP21 mm, monto que considera el efecto de las pensiones compartidas con Colpensiones. Para 2019 se estima un costo financiero neto nulo, como resultado del fondeo del pasivo pensional realizado en diciembre de 2017. Lo anterior, cumpliendo con la norma contable que establece que se debe aplicar para el PyG la misma tasa de interés tanto al activo que respalda el pasivo pensional (ingresos) como a este último (gastos).

05

Gestión cultural del Banco de la República

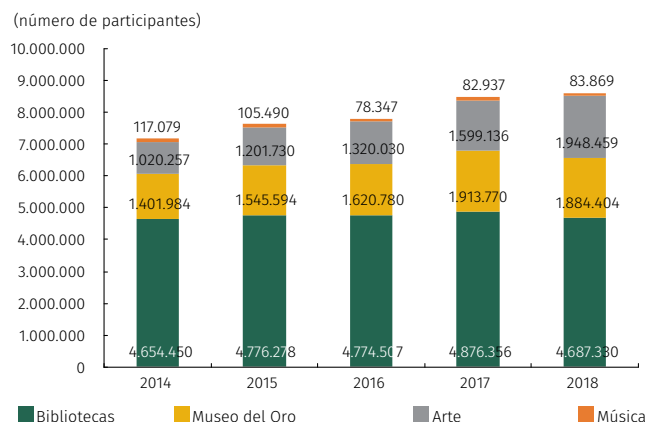
El Banco de la República contribuye a la actividad cultural del país mediante cuatro líneas de acción: los Museos del Oro, la Red de Bibliotecas, las colecciones de arte, numismática y filatelia, y la labor musical.

La Ley 31 de 1992 (artículo 25) determinó que el Banco solo podrá continuar cumpliendo con las funciones culturales y científicas que venía realizando al momento de la expedición de dicha ley. En desarrollo de esta facultad, el Banco contribuye a la actividad cultural del país mediante cuatro líneas de acción: los Museos del Oro, la Red de Bibliotecas, las colecciones de arte, numismática y filatelia, y la labor musical.

En cada uno de estos frentes se desarrollan proyectos a largo plazo que generan conocimiento y permiten atender las necesidades del público con enfoque diferencial e incluyente, mediante un trabajo en red apoyado en el uso de las tecnologías. Este modelo afianza los lazos con la comunidad local y permite un diálogo con el mundo.

Anualmente, más de ocho millones de usuarios presenciales en Bogotá y en 28 ciudades acceden a la red cultural del Banco de la República. En todas las líneas se observa una tendencia creciente en número de usuarios. En este aspecto se destacan los asistentes a la Red de Bibliotecas (Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1
Participantes en la actividad cultural del Banco de la República



Fuente: Banco de la República.

5.1 Los Museos del Oro

El Museo del Oro en Bogotá, junto con sus seis museos regionales⁸⁶, conservan y exhiben una de las más importantes colecciones prehispánicas por su número de piezas de orfebrería. El Museo ha propendido por la calidad e innovación en sus labores de investigación, conservación y divulgación del patrimonio arqueológico colombiano, lo que ha contribuido a la apropiación del pasado prehispánico en el país, convirtiéndolo en símbolo de la identidad nacional. Con ochenta años de existencia, estas colecciones en tenencia⁸⁷ ascienden a 34.261 piezas de orfebrería y 19.171 piezas de cerámica, textil y madera, entre otros materiales.

En 2018 el Museo del Oro en Bogotá contó con 630.000 visitantes, de los cuales más de la mitad (334.000) fueron extranjeros. Los Museos del Oro regionales también tuvieron una afluencia importante, al registrar 1,3 millones de visitantes. Estas cifras son significativas si se compara con los 496.000 visitantes del Museo del Oro en Bogotá y con 900.000 de los museos regionales en 2014.

Dentro de su actividad de difusión, el Museo del Oro cuenta con el programa de las maletas didácticas, las cuales son pequeñas exposiciones con actividades lúdicas que los maestros y los mediadores culturales pueden llevar a escuelas, bibliotecas y centros culturales comunitarios. Estas se prestan sin costo desde cualquiera de las 29 ciudades que componen la Red Cultural del Banco. En 2018, más de 96.000 personas accedieron a las actividades realizadas apoyadas en estas maletas.

En 2018 se realizaron diecisiete exposiciones en la red de Museos del Oro, catorce de ellas en las regiones. En Bogotá se realizaron tres exposiciones, dos de ellas internacionales: *Primeras naciones de Canadá, culturas y artes vivas*, del Royal BC Museum de Victoria, Canadá, y *A bordo de un navío esclavista, La Marie-Séraphique*, de la serie de Colecciones del Museo de Historia de Nantes, Castillo de los duques de Bretaña.

86 Para la difusión de sus colecciones, el Museo del Oro cuenta con una sede en Bogotá y seis museos regionales: 1) Museo Quimbaya en Armenia; 2) Museo Calima en Cali; 3) Museo Zenú en Cartagena; 4) Museo Etnográfico de Leticia; 5) Museo Nariño en Pasto, y 6) Museo del Oro Tairona Casa de la Aduana en Santa Marta.

87 Ley 1185 de 2008, artículo 3: “De conformidad con los artículos 63 y 72 de la Constitución Política, los bienes del patrimonio arqueológico pertenecen a la Nación y son inalienables, imprescriptibles e inembargables. El Instituto Colombiano de Antropología e Historia, ICANH, podrá autorizar a las personas naturales o jurídicas para ejercer la tenencia de los bienes del patrimonio arqueológico, siempre que estas cumplan con las obligaciones de registro, manejo y seguridad de dichos bienes que determine el Instituto”.

Dentro de su programa de difusión internacional el Museo del Oro participó en la exposición *Golden Kingdoms: Luxury and Legacy in Ancient Americas* en el Museo Metropolitano de Nueva York, y presentó la exposición *El Dorado: los espíritus, el oro y el chamán* en el Museo Nacional de Corea y en el Museo Nacional de Gimhae.

En 2018 el Museo del Oro en Bogotá contó con 630.000 visitantes, de los cuales más de la mitad fueron extranjeros.

5.2 La Red de Bibliotecas

En 2018 el Banco de la República celebró los 60 años de la Biblioteca Luis Ángel Arango, los 30 años del Centro de Documentación Regional Orlando Fals Borda en Montería y los 34 años de la Biblioteca Darío Echandía en Ibagué, consolidándose como una red nacional de bibliotecas que ofrece servicios y programación cultural en espacios adecuados a las necesidades del público, como salas infantiles, de música, de audiovisuales y para conferencias y exposiciones.

La Red de Bibliotecas atiende en promedio a 4,7 millones de usuarios presenciales cada año y registró un incremento del 20% entre 2014 y 2018. La Biblioteca Virtual recibe 10 millones de visitas al año.

Los usuarios de la red acceden a 2.825.183 títulos, a bases de datos electrónicas y a colecciones digitales. Asimismo, quienes se afilien a la red pueden solicitar en préstamo externo material documental en diversos formatos y acceder a servicios especializados desde cualquiera de las 29 ciudades que la conforman.

La Biblioteca Virtual del Banco de la República cuenta con más de 50.000 documentos digitales, 3.000 imágenes históricas, cerca de 4.000 números de prensa antigua, 600 mapas antiguos y más de 60 proyectos digitales para consulta gratuita en línea. En 2018 la labor de la Biblioteca Virtual recibió dos reconocimientos del Digital Humanities Award, iniciativa liderada por la Universidad Oxford: 1) en la modalidad de *Best use DH public engagement*, por el proyecto *Imágenes y relatos de un viaje por Colombia*, y 2) en la modalidad de *Best use DH for fun* por el proyecto *Cancionero escolar*.

Adicionalmente, las maletas viajeras de libros son colecciones con materiales de lectura en diversos formatos (libros, DVD, CD) que la Red de Bibliotecas presta a maestros y mediadores culturales como estrategia para extender el acceso a los libros en comunidades rurales. En 2018 más de 400.000 personas se beneficiaron de estos materiales.

La Red de Bibliotecas atiende en promedio a 4,7 millones de usuarios presenciales cada año.

5.3 Las colecciones de arte, numismática y filatelia

La colección de arte del Banco de la República cuenta con más de 5.800 obras representativas del arte colombiano, latinoamericano e internacional que datan del siglo XV a la actualidad. La colección se exhibe de manera permanente en el Museo de Arte Miguel Urrutia (MAMU) y la Casa

Republicana. A esta se suman las colecciones donadas por el maestro Fernando Botero y por la familia Gómez Campuzano. El Museo Casa de Moneda exhibe la colección numismática del Banco, la cual cuenta en su acervo con más de 19.600 piezas y es considerada una de las más importantes de Latinoamérica por su calidad y exclusividad. En Medellín se encuentra la colección filatélica con más de 35.000 piezas.

En los últimos años el Banco ha fortalecido la descentralización de su oferta cultural con el doble propósito de visibilizar en las regiones las colecciones de arte y fomentar los procesos de creación de artes plásticas mediante exposiciones, talleres y laboratorios con las comunidades locales. Cerca de dos millones de personas participan anualmente en las actividades de arte del Banco en todo el país.

En 2018 el Banco presentó en Madrid la exposición *Campo a través: arte colombiano en la Colección del Banco de la República*, una muestra que reúne más de 130 piezas de artistas colombianos. En Colombia se realizaron, entre otras, las siguientes exposiciones temporales: *El Sueño de la Razón*, junto con la Fundación Bancaria La Caixa, de España, y el Museo de Antioquia, y el *Agnus Dei* del Museo del Prado.

La Fundación ARCO, que organiza la Feria Internacional de Arte Contemporáneo de Madrid le otorgó al Banco de la República el Premio A al Coleccionismo, en la categoría Coleccionismo Internacional para destacar su labor por más de medio siglo.

5.4 La labor musical

El Banco desarrolla su labor musical mediante la programación de una temporada nacional en las 29 ciudades que conforman su red cultural. Durante 2018 en todo el país se presentaron 163 conciertos, con una asistencia de 84.000 personas. Esta labor tiene como objetivo permitir el acceso y la apropiación de la música con conciertos, talleres, clases magistrales, salas de creación musical y conciertos didácticos.

El Banco también promueve, por medio de la convocatoria Jóvenes Intérpretes, la profesionalización de las nuevas generaciones de músicos colombianos (cada 2 años 30 jóvenes músicos participan en esta programación). Una línea de trabajo que se ha fortalecido en los últimos años es la de apoyo a la creación y preservación musical por medio del encargo de obras y la grabación y divulgación de música de cámara. En esta línea, el programa Colombia se Compone produjo tres nuevos discos de compositores colombianos en 2018.

5.5 Programa de becas para posgrados en el exterior

Como parte de su política cultural, el Banco de la República estimula la especialización de los artistas colombianos por medio de la promoción

En los últimos años el Banco ha fortalecido la descentralización de su oferta cultural.

En 2018 se presentaron 163 conciertos en todo el país, con una asistencia de 84.000 personas.

de estudios en el exterior, con el concurso anual Jóvenes Talentos. De manera intercalada, en un año apoya a un estudiante en el campo de la música y en el siguiente a uno de las artes plásticas. Desde 1986 se han apoyado 32 beneficiarios: 17 en música y 15 en artes plásticas.

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

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI). De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalentes a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”. El 28 de junio de 2018, por concepto de dividendos, el Banco recibió DEG 705.000 (USD 994.668,3) correspondientes al ejercicio contable del BPI que finalizó en marzo de 2018 (abril de 2017 a marzo de 2018), lo cual equivale a una rentabilidad anual del 1,07%¹.

La incorporación del Banco de la República al BPI ha permitido la participación por parte de las directivas del Banco en reuniones periódicas en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estas reuniones son un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas de especial relevancia para los bancos centrales, lo cual contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a los países y a implementar medidas de política apropiadas. Cabe resaltar que, desde marzo de 2018, el Banco hace parte de la Reunión de Economías Pequeñas y Abiertas, organizada por el gobernador del banco central de Islandia. En esta reunión

se discuten diversos temas de relevancia para estas economías. Igualmente, desde enero de 2019 el Banco hace parte del Grupo para la Gobernanza de los Bancos Centrales (CBGG, por su sigla en inglés), donde se comparten experiencias en torno al diseño, operación y gestión de estas instituciones, buscando promover mejores prácticas en los bancos centrales.

Durante 2018 las discusiones de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se enfocaron en diversos temas como *fintech*, criptoactivos, los desafíos de la globalización, el uso de medidas macroprudenciales, los posibles efectos del endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas sobre las economías emergentes y el papel de los inversionistas extranjeros en los mercados financieros locales.

Asimismo, el Banco participa en diversos grupos consultivos coordinados por el BPI, como el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BPI². Estos foros fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera.

En el marco de las actividades coordinadas por el CCA, el Banco participa activamente en proyectos de investigación y conferencias en diversas áreas de banca central. Entre ellas, el Comité Científico (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales) que organiza la red anual de investigación, y que para 2018 se enfocó en el uso de microdatos en la investigación económica de los bancos centrales³. Bajo la línea de este mismo Comité, en 2018 finalizó la red de investigación sobre el traslado de variaciones en la tasa de cambio sobre la

1 La Asamblea General del BPI aprobó el pago de un dividendo de 235 DEG por acción. La rentabilidad corresponde a la razón entre el dividendo recibido y el precio de suscripción por acción (21.904 DEG).

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

3 La agenda y los documentos están disponibles en: <https://www.bis.org/events/ccconf2018/agenda.htm> En la reunión, una investigadora de la sucursal de Medellín del Banco presentó un trabajo sobre los efectos que tienen aumentos en el costo de deuda de corto plazo sobre el fondeo de liquidez de las firmas (L. Cardona, F. Restrepo y P. Strahan, 2017. “Funding Liquidity without Banks: Evidence from a Shock to the Cost of Very Short-Term Debt”, NBER Working Papers, núm. 23179, National Bureau of Economic Research, Inc.).

inflación (*pass through*) y el comercio utilizando datos por empresa⁴. En noviembre de 2018 el CCA propuso incluir para 2019 una nueva red de investigación sobre el diseño e implementación de marcos de política monetaria y análisis de *fintech*.

En septiembre de 2018 se realizó la conferencia de cierre del grupo de estudio sobre los cambios en los modelos de negocio de los bancos y su impacto en el crédito bancario usando datos de registro de crédito del Comité Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera del CCA⁵. En la reunión anual de dicho comité, se discutieron aspectos recientes de coyuntura internacional y sobre ciberseguridad, y se realizó una revisión de las prioridades de investigación y los avances investigativos aplicados al análisis de la estabilidad financiera. Adicionalmente, en agosto de 2018 se mostraron los resultados del ejercicio conjunto de pruebas de estrés (*stress testing*) que ha sido coordinado por el Banco para evaluar la resistencia del sistema financiero ante diferentes choques.

Durante 2018 el Banco participó en: 1) la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en los efectos de la globalización en las economías emergentes. Un trabajo que describe la dinámica de integración comercial entre los países en diferentes sectores de la economía, así como la experiencia colombiana en dicho proceso, preparado por el Banco, fue publicado en la

serie de BIS Papers⁶, donde se compilan las contribuciones de los diferentes bancos centrales; 2) un seminario sobre ciberseguridad en banca central, y 3) una conferencia sobre las actividades de administración de reservas del BPI en las Américas.

Por último, el Banco es miembro del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (CGDO), una red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de banca central. La última reunión fue en mayo de 2018, cuyos temas principales fueron las monedas digitales emitidas por los bancos centrales y la demanda y oferta de *money-like assets*. Durante la reunión de noviembre de 2018 se propuso formar un grupo de trabajo para analizar las intervenciones cambiarias desde una perspectiva operacional.

4 La descripción del proyecto se encuentra en: https://www.bis.org/am_office/rsn/erkdeit.htm. En la reunión de cierre participó una investigadora de la sucursal de Cali, quien presentó un trabajo que analiza si existen diferencias en el impacto de las variaciones en la tasa de cambio entre los distintos sectores industriales en Colombia (la presentación del documento, realizado por C. Casas, está disponible en <https://www.bis.org/events/ccaresearchconf2018/colombia.pdf>).

5 La agenda y los documentos están disponibles en: <https://www.bis.org/events/ccacgdfs2018/agenda.htm>. En esta reunión el Banco presentó un trabajo sobre cómo el canal del crédito bancario en Colombia ha cambiado como resultado de la expansión de los bancos colombianos en el extranjero (P. Morales, D. Osorio y J. Lemus, 2018. "The Internationalization of Domestic Banks and the Bank-Lending Channel: an Empirical Assessment", disponible en: <https://www.bis.org/events/ccacgdfs2018/colombia.pdf>).

6 La contribución del Banco en esta conferencia fue A. Murcia, H. Vargas y C. León (2018). "International Trade Networks and the Integration of Colombia into Global Trade", y está disponible en https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap100_g.pdf

Anexo 1

Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

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

1. Políticas de gestión de riesgo

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

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

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

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

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

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

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

2. Tramos del portafolio de inversión

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

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

El *portafolio pasivo* es el principal componente del tramo de corto plazo. Este portafolio se caracteriza por invertir en un mayor número de instrumentos y tener un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del capital de trabajo, bajo las restricciones de que el rendimiento esperado del portafolio, excluyendo el componente cambiario, sea positivo

en doce meses con un nivel de confianza de 95% y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%. El *portafolio pasivo* está invertido en múltiples monedas con el fin de replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país y busca tener una rentabilidad similar a la del índice de referencia³. A diciembre de 2018 el valor del tramo de corto plazo era USD 29.423,7 m, de los cuales USD 1.672,8 m corresponden al capital de trabajo y USD 27.750,9 m al portafolio pasivo.

El *tramo de mediano plazo* se ejecuta con un plazo y un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo. El objetivo del tramo de mediano plazo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. Al tener un tramo de mediano plazo se busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95% en un horizonte de tres años y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1%. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁴. A diciembre de 2018 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 16.455,2 m.

El último tramo corresponde a las inversiones de las reservas internacionales en oro físico certificado que se puede negociar fácilmente en mercados internacionales. El oro permite diversificar el portafolio de inversión, ya que su precio se comporta de forma diferente al de los títulos en los cuales se invierten los tramos de corto y mediano plazo.

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

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

⁴ En la sección Programa de administración externa se explica que uno de los siete 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.

A diciembre de 2018 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 529,3 m.

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

3. Índices de referencia

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

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁷ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. La composición cambiaria de este índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁸. Se bus-

ca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. Al 31 de diciembre de 2018 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era 82% dólares de los Estados Unidos, 9% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 2% dólares neozelandeses y 2% coronas noruegas⁹. Una vez definida la composición cambiaria, se incluyen dos restricciones: la restricción de tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario y la restricción de que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo. Con base en las restricciones descritas, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo¹⁰.

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

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

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

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

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

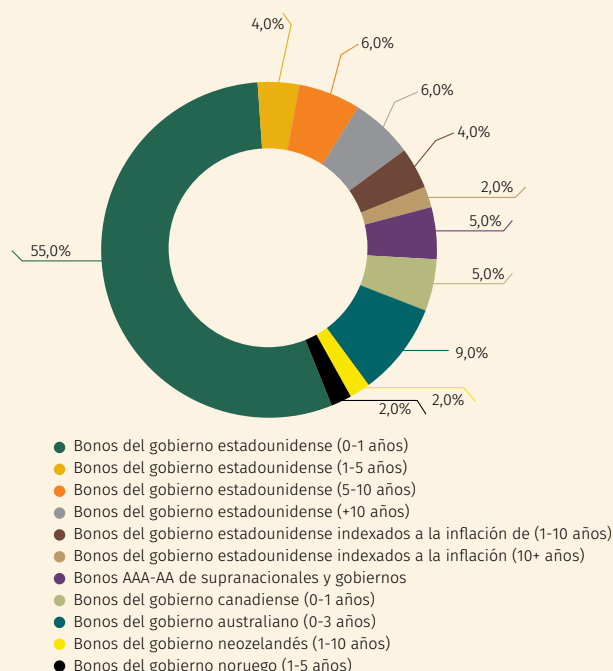
9 El euro no hace parte del grupo de monedas que conforman el índice de referencia. La razón por la que no se encuentra en este grupo, es porque tanto las tasas de interés de referencia del Banco Central Europeo, como las de los principales bonos soberanos de corto plazo emitidos en euros, son negativas.

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

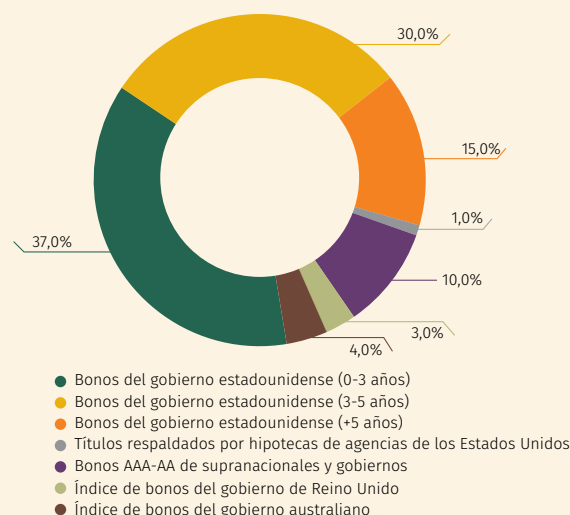
El Gráfico A muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazo¹¹. Los dos portafolios tienen un nivel de riesgo bajo de mercado. La duración modificada del índice del tramo de corto plazo es 2,58 y la del tramo de mediano plazo es 4,23¹².

Gráfico A
Composición del índice de referencia
(al 31 de diciembre de 2018)

1. Tramo de corto plazo



2. Tramo de mediano plazo



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

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro (USD 33.365,8 m o 72% del portafolio de inversión). El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios.

Al finalizar diciembre de 2018 el programa de administración externa ascendía a USD 13.042,3 m (28% del portafolio de inversión). El propósito de utilizar administradores externos es generar retornos superiores al

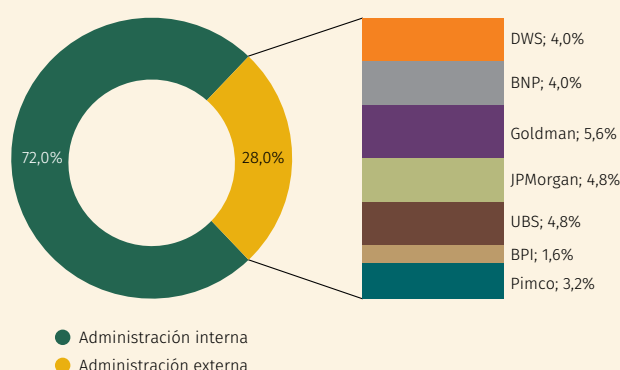
11 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por Merrill Lynch. Los índices de referencia presentados fueron aprobados en noviembre de 2018. Al cierre de diciembre de 2018 aún se encontraban en proceso de implementación.

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

índice de referencia y capacitar a los funcionarios del Banco en la gestión de inversiones internacionales. Las firmas escogidas para participar en el programa tienen una alta capacidad de análisis de los mercados financieros y una infraestructura sofisticada que pueden ser aprovechadas en la definición de estrategias de inversión.

En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: Deutsche Asset Management International GmbH, BNP Paribas Asset Management USA, Inc., Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC y UBS Asset Management (Americas) Inc. (Gráfico B). Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. Los recursos que manejan estas entidades se encuentran en las cuentas de custodia del Banco de la República y los contratos de los administradores se pueden cancelar cuando se considere necesario. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica el monto administrado o se revisa su continuidad en el programa. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre países¹³.

Gráfico B
Composición del portafolio de inversión
(al 31 de diciembre de 2018)



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

¹³ En la actualidad se invierte en un fondo de títulos indexados a la inflación emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos (USD 108,7 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 256,1 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 107,1 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 250,9 m).

Este *informe* fue coordinado, editado y
diagramado por la Sección de Gestión
de Publicaciones del Departamento de
Servicios Administrativos, con caracteres
Fira Sans de 10,5 puntos.

Impreso por Nomos

Abril de 2019

