



GG-CA-08867-2021

Bogotá D.C, 30 de marzo de 2021

Honorable Senador
ARTURO CHAR CHALJUB
Presidente
SENADO DE LA REPÚBLICA

Asunto: Informe al Congreso

Respetado señor Presidente:

Me permito anexar el informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso Nacional, el cual ya fue enviado a la comisión III del Senado de la República, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 5º. de la Ley 31 de 1992 y el artículo 6º. del Decreto 2520 de 1993.

Con un cordial saludo,

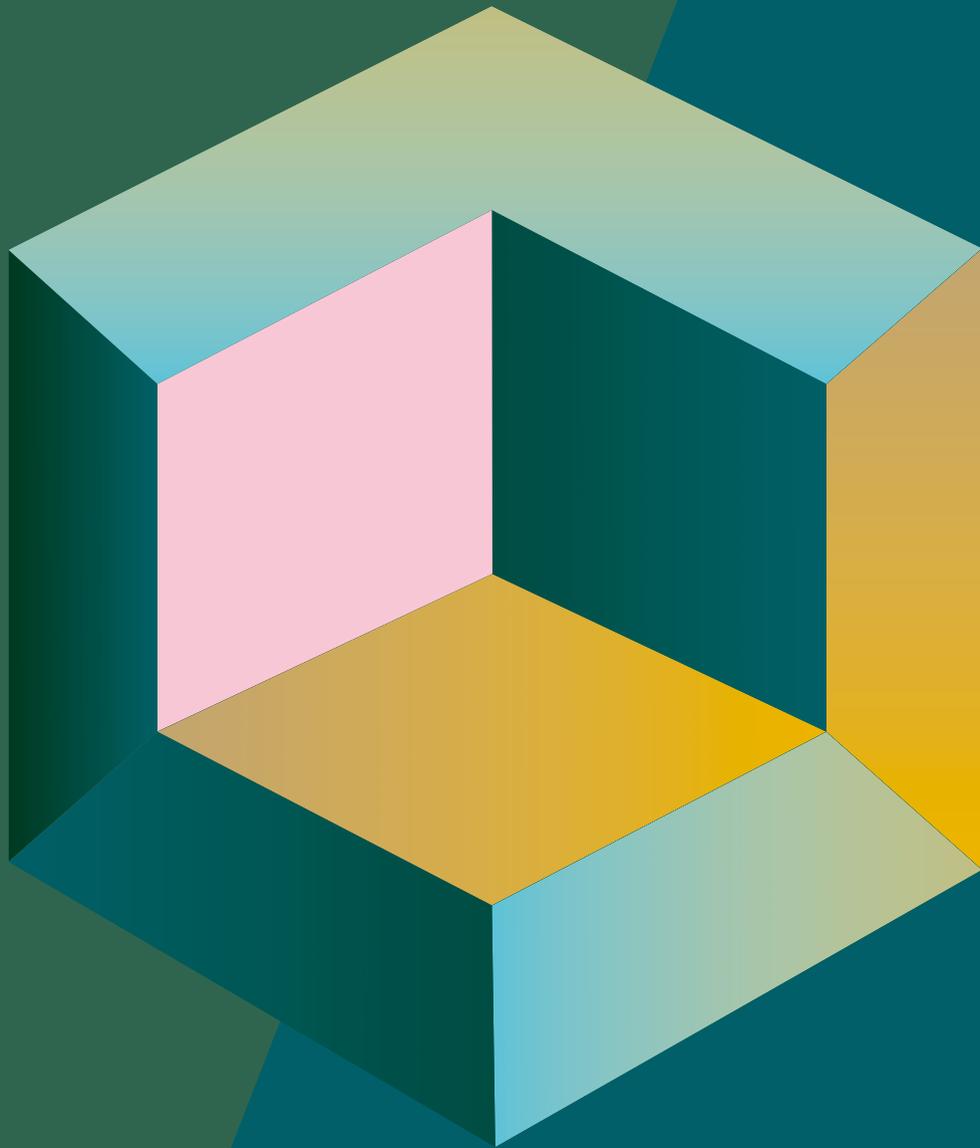
Leonardo Villar Gómez
Gerente
Gerencia General

Anexos: Incluso lo anunciado.

Copias:

Gregorio Eljach Pacheco; Secretario General; Senado de la República

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



03/
2021



Marzo de 2021

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

Carolina Soto Losada
Roberto Steiner Sampedro
Mauricio Villamizar Villegas
Bibiana Taboada Arango

Gerente General

Leonardo Villar Gómez



Bogotá, marzo 30 de 2021

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

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Honorable Congreso de la República su Informe al Congreso en el cual se detallan las medidas que ha tomado el Banco de la República en el marco de la emergencia generada por el Covid-19 y se presentan los resultados macroeconómicos de 2020 y las perspectivas para 2021. Adicionalmente, 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,



Leonardo Villar Gómez
Gerente General

Contenido

- 01** Resumen ejecutivo /9
- 1.1** El choque económico internacional /11
 - 1.2** El choque sobre la economía colombiana y las medidas del Banco de la República /13
 - 1.3** Actividad económica /14
 - 1.4** Empleo /15
 - 1.5** Inflación y marco de política /17
 - 1.6** Balanza de pagos /18
 - 1.7** Reservas internacionales /20
 - 1.8** Utilidades del Banco de la República /21
 - 1.9** Finanzas públicas /21
 - 1.10** Continuidad de negocio /22
-
- 02** Entorno macroeconómico y medidas del Banco de la República ante la crisis del Covid-19 /25
- 2.1** Los impactos iniciales del choque del Covid-19 para Colombia /26
 - 2.2** Medidas implementadas por la JDBR para enfrentar los efectos negativos de la pandemia /29
 - 2.3** Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional /36
 - 2.4** Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito /40
 - 2.5** Evolución y perspectivas de la actividad económica, el mercado laboral y la balanza de pagos /51
 - 2.6** Balanza de pagos /58
 - 2.7** Evolución y perspectivas de la inflación /61
 - Sombreado 1:** Base monetaria y M3 /65
 - Sombreado 2:** Balance externo de Colombia en 2020 /67
-
- 03** Reservas internacionales /71
- 3.1** Composición del portafolio de inversión /73
 - 3.2** Rentabilidad de las reservas /74
 - 3.3** Medidas para fortalecer la liquidez internacional /75
 - 3.4** Indicadores de reservas /76
-

-
- 04** Situación financiera del Banco de la República /79
4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República /80
4.2 Estado de resultados (PyG) /82
4.3 Proyección de ingresos y gastos para 2021 /86

-
- 05** Gestión cultural del Banco de la República /89
5.1 Red de bibliotecas /92
5.2 Museos del Oro /93
5.3 Los museos de arte y numismática /94
5.4 Labor musical /95
5.5 Programa de becas para posgrados en el exterior /96

Sombreado 3: Participación del Banco de la República en el Banco de Pagos Internacionales /97

Recuadro 1: La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC) /99

Recuadro 2: Línea de crédito flexible de Colombia con el Fondo Monetario Internacional (FMI) /105

Anexo: Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales /109

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Índices de movilidad hacia diferentes lugares en Colombia /26

Gráfico 2.2 Crecimiento económico mundial /36

Gráfico 2.3 Producción industrial en las principales economías e indicadores de comercio mundial /36

Gráfico 2.4 Política monetaria en algunas economías avanzadas /37

Gráfico 2.5 Deuda bruta del gobierno /37

Gráfico 2.6 Precios internacionales de productos básicos y términos de intercambio de algunos países de la región /38

Gráfico 2.7 Ingresos en dólares por remesas de trabajadores /39

Gráfico 2.8 Índice de volatilidad en los mercados financieros internacionales, tasa de cambio nominal y prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunas economías de la región /39

Gráfico 2.9 Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo /41

Gráfico 2.10 Tasas de interés en algunas economías emergentes /43

Gráfico 2.11 Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada y tasa de política monetaria /43

Gráfico 2.12 Indicadores de solvencia y liquidez de los establecimientos de crédito /44

Gráfico 2.13 ROA de los establecimientos de crédito /45

Gráfico 2.14 Solvencia total para diferentes choques del ICR por modalidad /45

Gráfico 2.15 Saldo de los depósitos de los establecimientos de crédito por plazo /45

Gráfico 2.16 Cartera bruta en moneda legal por modalidad /47

Gráfico 2.17 Tasa de interés de política monetaria, IBR y tasas de interés pasivas /47

Gráfico 2.18 Tasas y desembolsos para diferentes modalidades de crédito /48

Gráfico 2.19 Cartera bruta en moneda legal /49

Gráfico 2.20 Indicadores de riesgo de los establecimientos de crédito /50

Gráfico 2.21 Indicadores de oferta y demanda en el mercado de crédito para los establecimientos de crédito /50

Gráfico 2.22 Activo de las instituciones financieras no bancarias /50

Gráfico 2.23 Activo y depósitos netos de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia /51

Gráfico 2.24 Producto interno bruto /52

Gráfico 2.25 Crecimiento del PIB 2020 /52

Gráfico 2.26 Movilidad a lugares de trabajo y crecimiento en 2020 /53

Gráfico 2.27 Comportamiento de los ocupados /57

Gráfico 2.28 Ocupados según calidad de empleo: veintitrés principales ciudades /57

Gráfico 2.29 Tasa de desempleo por dominios /57

Gráfico 2.30 Tasa de desempleo nacional /58

Gráfico 2.31 Índice de precios al consumidor (IPC) /61

Gráfico 3.1 Composición de las reservas internacionales brutas /72

Gráfico 3.2 Composición del portafolio de inversión por sectores /73

Gráfico 3.3 Distribución de las inversiones por calificación crediticia /73

Gráfico 3.4 Composición cambiaria del portafolio de inversión /73

Gráfico 3.5 Volatilidad anualizada del oro y bonos del gobierno de los Estados Unidos /74

Gráfico 3.6 Participación del oro en las reservas internacionales /74

Gráfico 3.7 Rentabilidad histórica de las reservas internacionales /74

Gráfico 3.8 Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo /75

Gráfico 5.1 Seguidores en todas las cuentas de redes sociales de Banrepultural /91

Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Objetivos de las medidas adoptadas por el Banco de la República /31

Cuadro 2.2 Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto /53

Cuadro 2.3 Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica /54

Cuadro 2.4 Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica /63

Cuadro 4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República clasificado por criterio económico /81

Cuadro 4.2 Estado de resultados del Banco de la República, 2020 /83

Cuadro 4.3 Rendimiento de las inversiones de las reservas internacionales /84

Cuadro 4.4 Distribución de utilidades /85

Cuadro 4.5 Presupuesto del Banco de la República, 2021 /87

01/ Resumen ejecutivo



#MuseoEnTuCasa, actividad convocada por medio del instagram @banrepcultural por iniciativa de la Unidad de Artes y Otras Colecciones.

La familia Rodríguez Tobón representa la obra *La Familia* de Fernando Botero, de la colección de arte del Banco de la República.

Foto izquierda: Museo Botero del Banco de la República.
Foto derecha: Irene Tobón Restrepo.

Introducción

Al cabo de un año, la pandemia del Covid-19 continúa causando graves daños a la economía y a la sociedad, afectando con más rigor a los estratos de ingresos bajos de la población. De hecho, se ha perdido parte del avance en reducción de la pobreza que el país había logrado en las últimas dos décadas. Los gobiernos y los bancos centrales del mundo, incluida Colombia, han dispuesto recursos para procurar que el aparato productivo continúe funcionando y se mitiguen los costos sociales de la crisis. Igualmente, la ciencia ha empleado toda su capacidad de investigación. Esos esfuerzos han evitado un colapso aún mayor y empiezan a rendir sus frutos. Durante el segundo semestre de 2020 la actividad económica global mostró signos de recuperación y el desempleo empezó a disminuir. Las políticas públicas de apoyo a las empresas contribuyeron a preservar el tejido empresarial, a pesar de la liquidación o quiebra de muchas de ellas. Por otra parte, en menos de un año se lograron desarrollar vacunas efectivas y seguras, con las cuales el proceso de vacunación avanza en muchos países, incluido Colombia. Todo ello sienta las bases para una recuperación económica y social que, infortunadamente, tendría altibajos y podría demorarse varios años. Con seguridad se requerirá de una activa cooperación internacional y de reformas económicas que restauren los equilibrios macroeconómicos y el crecimiento de largo plazo. Los traumas humanitarios que deja esta pandemia perdurarán por mucho tiempo y requerirán la solidaridad de toda la sociedad.

A solo dos años de cumplirse 100 años de su fundación, la pandemia del Covid-19 enfrentó al Banco de la República al mayor desafío de su historia. Si bien las diversas crisis de las últimas tres décadas —incluida la financiera global de 2008 y la originada por la caída del precio del petróleo en 2014— fueron difíciles y costosas, su origen fue enteramente económico, lo que las hacía más predecibles y hasta cierto punto más fácilmente mitigables. En contraste con las anteriores, la crisis actual no solo es más intensa en cuanto a sus efectos sobre el crecimiento y el empleo, sino que su origen no es de tipo económico sino sanitario. Esto último la hace impredecible respecto a su intensidad y duración, lo cual dificulta su manejo. Las medidas tomadas por el Banco de la República y el Gobierno han buscado mitigar los efectos económicos de la pandemia, pero en sí mismas no constituyen una solución al origen del problema, que es eminentemente sanitario. Al contrario, las medidas sanitarias para enfrentar la pandemia, si bien tendrán un efecto económico benéfico en el largo plazo, evidentemente acentúan los efectos recesivos de corto y mediano plazos, como ha ocurrido en Colombia durante el primer año de la pandemia.

Desde el propio inicio de la pandemia, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) comprendió el carácter excepcional de la crisis que se empezaba a gestar y el peligro que significaba para la estabilidad económica del país. Por eso no vaciló en actuar de forma rápida y contundente, aún en medio de la gran incertidumbre y volatilidad que produjo la llegada del virus a Colombia. La JDBR sabía que el sector financiero tenía la fortaleza suficiente para enfrentar un choque de tanta magnitud, gracias a la adopción en los últimos años de medidas macroprudenciales y a la estricta supervisión a las entidades financieras que se había realizado en cumplimiento de estándares internacionales, como los de Basilea III. Esto le permitió a la JDBR concentrar sus esfuerzos en tres objetivos fundamentales: 1) proteger el sistema de pagos; 2) estabilizar mercados claves, como el cambiario y el de títulos públicos y privados, sometidos a gran presión; y 3) la creación de las condiciones necesarias para que el crédito continuara fluyendo a la economía.

Acorde con estos objetivos, la JDBR emprendió las acciones necesarias para otorgar al mercado amplia liquidez en pesos a fin de proveer a los intermediarios financieros el fondeo suficiente para mantener una adecuada oferta de crédito a hogares y empresas. Esta inyección de liquidez también ayudó a estabilizar los mercados de deuda pública y privada y a asegurar el buen funcionamiento del sistema de pagos. De otra parte, para reducir la presión sobre el mercado cambiario, se introdujeron mecanismos de intervención que facilitaron las coberturas y ampliaron la liquidez

en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales. Al mismo tiempo, la JDBR inició un recorte progresivo de la tasa de interés de política, que la llevó desde un nivel inicial del 4,25 % en marzo de 2020 a uno del 1,75 % en septiembre, su menor nivel histórico nominal, equivalente a una tasa de interés real (*ex ante*) del -1%, al descontar las expectativas de inflación para 2021. El conjunto preciso de medidas que la JDBR adoptó para cumplir con los fines descritos se especifican más adelante en este resumen, y se explican en detalle en la sección 2.2 de este informe.

Transcurrido un año de la pandemia es posible constatar que las decisiones adoptadas en su momento por la JDBR contribuyeron a mantener el normal funcionamiento de los mercados financieros. La oferta de crédito continuó fluyendo a la economía y se aliviaron las presiones iniciales sobre los mercados de deuda pública y privada. Igualmente, el mercado cambiario se estabilizó gracias, en gran medida, a las operaciones llevadas a cabo por el Banco de la República y a la confianza de los agentes sobre el respaldo ofrecido por el adecuado nivel de reservas internacionales. El pronunciado crecimiento de los agregados monetarios (base y M3) reflejó la mayor preferencia por liquidez, la cual fue atendida oportunamente por el Banco de la República. Como se muestra en el Recuadro 1 de este informe, las reducciones de la tasa de interés de política se transmitieron de forma ágil a las tasas de interés de captación y de colocación del sistema financiero, lo que contribuyó a recuperar el dinamismo de los desembolsos de crédito, que a finales de 2020 fueron similares a los registrados antes de la pandemia. Estas menores tasas de interés continuarán impulsando la recuperación de la economía en 2021.

Hacia adelante, la capacidad que tiene la política monetaria ejecutada por el Banco de la República de apoyar la recuperación de la actividad económica y el empleo depende en gran medida de desarrollos en los frentes externo y fiscal. En particular, la combinación de un ambiente de amplia liquidez y bajas necesidades de financiamiento apoya la estabilidad macroeconómica, facilita el manejo de la política monetaria y permite que sus efectos se transmitan con mayor eficiencia.

Las mayores necesidades de gasto público para atender las consecuencias de la pandemia y los menores ingresos tributarios implicados por la desaceleración de la actividad económica han deteriorado la posición fiscal en todo el mundo. En el caso particular de Colombia, la deuda pública se elevó sustancialmente en 2020 y ha adquirido una dinámica que, de no revertirse, compromete la capacidad del país de atenderla. Esta realidad es una amenaza al acceso del sector público al financiamiento tanto local como externo, en una coyuntura en la que este acceso es indispensable para la normal ejecución del presupuesto nacional.

De esta manera, la capacidad del Banco de continuar apoyando la recuperación está íntimamente asociada a la aprobación del programa de ajuste fiscal que el gobierno próximamente pondrá a consideración del Congreso.

Este informe está dividido en cinco partes. Luego de esta primera sección que contiene el resumen ejecutivo, la segunda procede con una discusión detallada del entorno macroeconómico y las decisiones del Banco de la República ante la crisis del Covid-19. Allí se explican los efectos del choque sanitario para Colombia y se profundiza en la lógica y características de las medidas adoptadas por la JDBR para enfrentar los efectos económicos de la pandemia. También, se discute el entorno macroeconómico internacional y se describe la evolución de las principales variables macroeconómicas del país, tales como los mercados financieros; la actividad económica y el mercado laboral; la balanza de pagos, y la inflación. El resto del informe se concentra en temas inherentes a la gestión del Banco de la República. El primero de ellos, relacionado con el manejo de las reservas internacionales, su composición, rentabilidad y las medidas adoptadas para aumentar la liquidez internacional del país, se analiza en la tercera sección. La cuarta presenta la situación financiera del Banco de la República. En la quinta sección se incluye un informe sobre la gestión cultural del Banco de la República, a la cual la JDBR le concede gran importancia. Adicionalmente, este informe

incluye sombreados y recuadros que abordan temas que por su contenido técnico conviene presentar separadamente. Entre ellos se destacan el Recuadro 1, sobre la transmisión de la tasa de interés de política monetaria hacia las tasas de interés del mercado y el Recuadro 2, sobre la línea de crédito flexible (LCF) con el Fondo Monetario Internacional (FMI); y

1.1. El choque económico internacional

La rápida expansión del Covid-19 desde China hacia Europa, Asia y los Estados Unidos durante febrero de 2020, junto con las consecuentes medidas de aislamiento social que empezaron a introducirse en diversos países, alarmaron a los mercados internacionales. Las principales bolsas del mundo tuvieron caídas abruptas; los indicadores de riesgo se deterioraron y los precios del petróleo y otras materias primas se desplomaron. La extensión del confinamiento en el mundo provocó una fuerte reducción del comercio internacional de bienes y servicios, y afectaciones a las cadenas globales de valor. Las cifras de actividad económica para el segundo trimestre del año que se conocieron más adelante mostraron la magnitud del impacto inicial de la pandemia sobre la economía global. La economía de los Estados Unidos se contrajo un -9,0% y la de la zona del euro lo hizo en un -14,7%. En América Latina las principales economías de la región registraron caídas significativas del producto interno bruto (PIB) en ese mismo período, así: Perú, -30%; México, -18,6%; Chile, -14%; Brasil, -10,9%; y Colombia, -15,6%.

Los bancos centrales en el mundo reaccionaron de forma contundente ante los primeros signos de deterioro económico ocasionados por la pandemia, mediante recortes significativos a las tasas de interés y fuertes inyecciones de liquidez. Hacia mediados de julio esa respuesta masiva había logrado revertir parcialmente el deterioro inicial de las condiciones financieras. Las bolsas de valores detuvieron su caída, y en varios países mostraron recuperaciones importantes. Las primas de riesgo registraron correcciones y los índices de volatilidad de los mercados financieros internacionales mostraron mejoras sustanciales. Estas medidas, junto con las respuestas de política fiscal y la flexibilización del confinamiento en algunos países, contribuyeron a tranquilizar a los mercados y sentaron las bases para el inicio de una recuperación.

En el tercer trimestre de 2020 el producto global registró un cambio positivo de tendencia con respecto a la profunda caída ocurrida en el segundo trimestre. Las respuestas de política monetaria y fiscal, y el relajamiento de las medidas de confinamiento estimularon la demanda agregada y la actividad económica, lo que también se reflejó en un incremento del comercio mundial. Sin embargo, hacia finales de año este repunte perdió fuerza, especialmente en Europa, debido a la necesidad de imponer nuevos confinamientos para contener el rebrote del virus y la aparición de nuevas cepas.

En este contexto, el FMI estima que la economía global se contrajo un 3,5% en 2020, en tanto que las economías avanzadas cayeron un 4,9% y las emergentes y en desarrollo lo hicieron a una tasa más moderada del 2,4%, gracias al crecimiento del 2,3% de la economía china. Para América Latina y el Caribe el FMI estima una contracción del 7,4% en 2020, que es la más aguda entre todos los grupos de países considerados. Por su parte, El Banco Mundial estima que la contracción del producto global en 2020 fue del 4,3%, mayor que la considerada por el FMI, y que la caída de América Latina y el Caribe fue del 6,9%. Finalmente, para los socios comerciales de Colombia el equipo técnico del Banco calcula una caída cercana al 7%, más acentuada que la ocurrida en la economía mundial. Esto se explica por la fuerte contracción del PIB de importantes socios comerciales como Perú (-11,2%), México (-8,5%), Ecuador (-8%) y la zona del euro (-6,8%).

Luego del colapso de la actividad económica causado por la pandemia del Covid-19, todos los pronósticos apuntan a una recuperación importante en 2021 y 2022, aunque sujetos a un elevado grado de incertidumbre. Por ejemplo, en su revisión del

mes de enero el FMI proyectó un crecimiento de la economía global del 5,5% en 2021 y del 4,2% en 2022. Este pronóstico tiene en cuenta el estímulo sobre la actividad económica global que podría generar el avance en la vacunación y las políticas de apoyo anunciadas en las grandes economías. Por su parte, favorecido por condiciones de oferta y demanda, el precio del petróleo alcanzó niveles precovid y ha superado las expectativas del mercado, analistas y organismos internacionales. De acuerdo con lo anterior, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) concuerdan con el FMI en anticipar un retorno del crecimiento mundial, de alrededor del 4,0% en 2021 y del 3,8% en 2022.

El ritmo de recuperación podría variar entre países, dependiendo de factores como la cobertura de la vacunación, el alcance de las políticas de apoyo, y las características estructurales de los países al entrar en la crisis. Para América Latina y el Caribe el FMI pronostica crecimientos del 4,1% en 2021 y del 2,9% en 2022, y para Colombia del 4,6% en 2021 y del 3,7% en 2022. Los pronósticos del Banco Mundial para la región son similares, al prever crecimientos del 3,7% en 2021 y del 2,8% en 2022.

La incertidumbre que cobija estos pronósticos es significativa. Por el lado positivo, un éxito en el proceso de la vacunación, para lo cual se requeriría acelerar la producción de vacunas y mejorar su distribución, aumentaría las expectativas de un final rápido de la pandemia, dando un impulso a la confianza de empresarios y consumidores, y con ello a la demanda final, el ingreso y el empleo. Sin embargo, un crecimiento inferior al anticipado podría ocurrir si la expansión del virus no se logra contener, debido a la imposibilidad de asegurar un acceso masivo a la vacuna y a la aparición de nuevas cepas que obliguen a confinamientos u otras restricciones. El prolongado debilitamiento económico podría acelerar la quiebra de empresas, especialmente si los apoyos de los gobiernos se retiran prematuramente. Las condiciones financieras podrían hacerse más restrictivas para los países altamente endeudados, y las tensiones sociales podrían agudizarse por el elevado desempleo y la mayor desigualdad. Todo ello afectaría las expectativas de una salida rápida de la crisis y diezmaría la confianza de los agentes económicos.

1.2 El choque sobre la economía colombiana y las medidas del Banco de la República

En Colombia, al igual que en muchos países, la pandemia del Covid-19 produjo una caída sin precedentes de la actividad económica debido a los confinamientos, cuarentenas y otras restricciones a la movilidad, indispensables para contener el avance de la enfermedad. A esto se agregó el propio temor al contagio que indujo a muchas personas a dejar de interactuar, interrumpiendo sus actividades económicas y sociales. La fuerte caída de la movilidad tanto por las restricciones impuestas como por el comportamiento preventivo de la población produjo dos fenómenos simultáneos. Por una parte, un desplome de la demanda interna, como resultado de la fuerte contracción del consumo de los hogares y de la inversión, y por la otra, una caída de la oferta, principalmente de aquellos sectores productivos que requieren una estrecha interacción social. A esto se sumó un fuerte deterioro de los términos de intercambio, debido a la disminución en los precios del petróleo y del carbón, que son parte importante de nuestra canasta exportadora, lo cual precipitó la caída de las exportaciones del país, ya afectadas por el desplome de la demanda mundial. Estos choques tendieron a reforzarse entre sí, a medida que inducían una caída del ingreso nacional, un incremento en el desempleo, y el deterioro de la confianza de consumidores y de empresarios.

Fue así como el choque de la pandemia produjo en su momento inicial una parálisis generalizada de la actividad económica que el país jamás había experimentado. A diferencia de los desastres naturales, que paralizan una región, pero con un efecto muy limitado a nivel nacional, lo que empezaba a ocurrir con esta emergencia era un fenómeno excepcional que comprometía la estabilidad económica del país, y exigía

una respuesta inmediata y contundente tanto del Gobierno Nacional como del Banco de la República.

Así lo hizo la JDBR, que empezó a actuar incluso antes de que el primer caso de coronavirus fuera confirmado en Colombia. La JDBR contaba con la solidez del sistema financiero, y sobre esa base decidió trazarse objetivos concretos ya mencionados, esenciales para el funcionamiento del sistema económico del país a corto y a mediano plazo. El carácter preciso de los objetivos establecidos favoreció la efectividad de las medidas adoptadas, como se pudo comprobar después. De manera sucinta, la respuesta del Banco de la República comprendió el siguiente conjunto de medidas, que serán discutidas con amplitud en la sección 2.2 de este informe: 1) ampliación de los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco. Para ello se dio acceso a recursos de liquidez a un mayor número de entidades y se autorizó usar como garantías los títulos de deuda privada y títulos valores provenientes de operaciones de cartera, adicionales a los habituales de deuda pública; 2) se inyectó liquidez permanente a la economía mediante la compra definitiva de títulos de deuda pública y de títulos emitidos por establecimientos de crédito. Estas operaciones se diseñaron para brindar liquidez por períodos prolongados y reducir la incertidumbre de los intermediarios financieros sobre su fondeo; 3) se redujo el encaje promedio del 7% al 5% con el propósito de liberar recursos a la economía de manera permanente y reforzar los incentivos a la intermediación financiera, al reducir los costos de intermediación; 4) se utilizaron modernos mecanismos de intervención en el mercado cambiario para facilitar las coberturas y ampliar la liquidez en dólares, sin afectar el monto de las reservas internacionales¹; 5) se redujo la tasa de interés de política en 250 puntos básicos (pb) desde un nivel inicial del 4,25% en febrero al 1,75% en septiembre de 2020, colocándola en un mínimo histórico; 6) se incrementó la liquidez internacional mediante la compra directa de divisas al Gobierno Nacional, la renovación y ampliación de la línea de crédito flexible con el FMI, y el acceso a la facilidad de repos (FIMA) que ofrece la Reserva Federal.

1.3 Actividad económica

Como se anotó, las medidas de aislamiento social para controlar la expansión del virus implementadas en el país a partir de la última decena de marzo de 2020, y el temor de la población a contagiarse, produjeron una parada súbita de la actividad económica, que hasta ese momento evolucionaba normalmente. Fue así como el crecimiento del PIB para el primer trimestre fue del 0,1%, a pesar de que durante enero y febrero el desempeño económico había sido satisfactorio, con crecimientos anuales del 3,7% y 3,0%, respectivamente, según el índice de seguimiento económico (ISE) que publica el DANE (serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario: daec).

Pero fue en el segundo trimestre cuando el desplome de la economía nacional se hizo patente, al producirse una contracción anual del PIB del -15,6%². Con este resultado, el crecimiento del primer semestre del año se ubicó en un -7,8%. Otras economías de la región y algunos países de la OCDE sufrieron contracciones similares en este período, lo que mostraba la gravedad del choque económico que la pandemia del Covid-19 empezaba a causar.

Durante el tercer trimestre de 2020 la economía colombiana mejoró su desempeño. Esto fue posible gracias a la flexibilización de las restricciones a la movilidad y a los primeros efectos de las medidas del Gobierno y del Banco de la República para en-

1 Estos mecanismos fueron: 1) las ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero a un mes para ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso, y 2) swaps de dólares a dos meses para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en dólares. Su funcionamiento se explica en el cuerpo del informe.

2 Calculado para la serie daec.

frentar la crisis. Fue así como, luego de tocar fondo en el segundo trimestre, el DANE informó que la contracción del PIB durante el tercer trimestre se había reducido al -8,3% anual, lo que equivale a una variación trimestral anualizada del 43,1% para la serie daec. Este resultado mostró que, aún en medio de la pandemia, la actividad económica empezaba a dar señales de recuperación. La tendencia de recuperación observada en el tercer trimestre se mantuvo en el último trimestre del año, cuando la contracción anual del producto se redujo al -3,5%, lo que equivale a una variación trimestral anualizada del 26,5%. Así, durante el segundo semestre de 2020 la variación del PIB frente a igual período de 2019 fue del -5,9%, una caída menor que la registrada en la primera mitad del año. Esto evidenció una reversión importante del cúmulo de efectos económicos negativos desde el inicio la pandemia.

El patrón de la actividad económica en Colombia a lo largo de 2020 muestra un comportamiento en forma de V, que es similar al de muchos otros países. Esto significa que la economía sufrió una caída dramática en los primeros meses de la pandemia, seguida de una marcada recuperación, aunque las estadísticas muestran que no se ha alcanzado todavía el nivel prepandemia. La pregunta central es si esa recuperación continuará, o surgirán nuevos rebrotes, como el que ocurrió en enero pasado, los cuales pudieran determinar un patrón económico durante 2021 en forma de W. Este riesgo introduce un elevado grado de incertidumbre sobre el desempeño de la economía colombiana en el presente año. Por esta razón, el pronóstico de crecimiento del 4,5% para 2021 elaborado por el equipo técnico está enmarcado dentro de un rango relativamente amplio: del 2,0% al 6,0%. Para este pronóstico se tuvieron en cuenta los efectos de las medidas de distanciamiento social más restrictivas que se requirieron en enero y parte de febrero, pero no se consideran rebrotes importantes de la enfermedad en lo que resta del año. Adicionalmente se supone el cumplimiento de las metas de vacunación contra el Covid-19 propuestas por el Gobierno Nacional.

A mediados de febrero de 2021 el DANE informó que el PIB de Colombia se contrajo un 6,8% en el año 2020. Esta caída fue un poco menor de la que el equipo técnico del Banco de la República y el FMI anticipaban (-7,2% y -7,9%, respectivamente). Aun así, es la mayor recesión registrada por la economía colombiana en tiempos modernos. Por otra parte, esta contracción es inferior a la que el FMI estima para América Latina y el Caribe en el año 2020 (-7,4%), pero es más pronunciada a la ocurrida para la economía mundial (-3,5%) y para los países de la OCDE (-4,9%).

Por el lado de la demanda, la contracción del PIB durante 2020 tuvo origen en un desplome del consumo de los hogares que no pudo ser compensado por el crecimiento del consumo del Gobierno, por lo cual el consumo total se redujo -4,1%. A esto se agregó una fuerte contracción de la formación bruta de capital (-21,2%), inducida por la caída de sus principales componentes, como vivienda; otros edificios y estructuras, y maquinaria y equipo. De esta forma, la demanda interna, que totaliza el comportamiento del consumo y de la inversión, se contrajo -7,6% en 2020. El efecto sobre el PIB de la caída de la demanda interna fue parcialmente compensado por una mejoría de la demanda externa neta, debido a que la caída de las importaciones fue más fuerte que la registrada para las exportaciones.

Desde el punto de vista de las ramas de producción, los sectores con las mayores contracciones en 2020 fueron la construcción (tanto de edificaciones como de obras civiles), la explotación de minas y canteras, el comercio, reparación, transporte y alojamiento, y las actividades artísticas y de recreación. Por el contrario, el sector agrícola, las actividades financieras, las actividades inmobiliarias y la administración pública, educación y salud crecieron en 2020.

1.4 Empleo

La contracción del producto interno bruto en Colombia en el año 2020 provino principalmente de aquellas ramas de actividad intensivas en mano de obra, tales como cons-

trucción, comercio, industria manufacturera, y actividades artísticas y de recreación, lo cual se tradujo en un aumento histórico de la tasa de desempleo, tanto nacional como en las trece principales áreas urbanas del país.

El momento más crítico del mercado laboral ocurrió en abril, cuando se perdió alrededor de la cuarta parte del empleo existente antes de la crisis. Como resultado, en dicho mes la tasa de desempleo (TD) que informó el DANE para el total nacional alcanzó el 19,9% y para las trece ciudades llegó al 23,8%, duplicando aproximadamente los correspondientes niveles de desempleo que se observaron en abril de 2019 (10,3% y 11,1%, respectivamente).

En tanto las medidas de aislamiento social empezaron a relajarse, se fueron creando nuevos puestos de trabajo a un ritmo mayor que el crecimiento en la participación laboral. Esto se reflejó en una caída consecutiva del desempleo durante el segundo semestre del año, que llevó a que en diciembre la TD se ubicara en el 14,3% en el nivel nacional y en un 16,4% para las trece ciudades, según la serie mensual desestacionalizada del DANE. El número de ocupados alcanzado en diciembre implicó que cerca del 77% de los empleos que en el total nacional se perdieron entre marzo y abril, habían logrado recuperarse a finales del año (4,7 millones de empleos). Aun así, el número de ocupados seguía siendo inferior en 1,4 millones al observado en el período prepandemia. En el caso de las trece principales ciudades, al finalizar el año se habían recuperado alrededor del 70% (2,3 millones) de los empleos perdidos entre marzo y abril. Sin embargo, esta recuperación no fue uniforme por grupos poblacionales y tipos de ocupación, lo que acentuó las disparidades de género e introdujo cambios en la composición del empleo.

Respecto a la evolución por grupos poblacionales, las series desestacionalizadas muestran que la recuperación de los niveles de empleo para las mujeres fue más lenta que para los hombres. Debido a ello, entre junio y diciembre la tasa de desempleo femenina se redujo en 5,1 pp, mientras que la de los hombres lo hizo en 6,1 pp, lo que llevó a que la brecha de género en desempleo alcanzara niveles históricamente altos, lo que se asocia con tasas de desempleo para las mujeres y hombres del 20,0% y 11,3%, respectivamente al finalizar 2020. Otro efecto de la crisis fue la mayor reducción en la participación de las mujeres en la fuerza laboral (TGP), debido, en parte, a que el cierre de jardines infantiles y de colegios les impidió a muchas mujeres en hogares con niños continuar laborando³.

En cuanto a la evolución por tipos de ocupación, en la segunda mitad de 2020 el crecimiento de la ocupación mostró un mayor dinamismo en los segmentos no asalariado e informal. Para las veintitrés ciudades, en el trimestre móvil terminado en diciembre, el empleo asalariado creció un 13,6% (700.000 empleos) y el no asalariado un 26,9% (1,1 millones de empleos), con respecto al trimestre móvil terminado en junio. Estos crecimientos implicaron que entre mayo y diciembre se recuperaron cerca del 75% (1,3 millones) de los empleos no asalariados urbanos perdidos entre marzo y abril, frente al 55% (1,0 millón) en el segmento asalariado. El cambio en la composición de la ocupación también se observa al distinguir el empleo formal del informal, los cuales han recuperado cerca del 56% (800.000 empleos) y 70% (1,5 millones), respectivamente, de los empleos perdidos a raíz de la pandemia. Este fenómeno se debe a que el empleo no asalariado y los sectores con mayor informalidad se caracterizan por ser los segmentos del mercado laboral más afectados en el momento de la caída, pero también los más flexibles en el momento de la recuperación.

Estimaciones del equipo técnico sugieren que la TD nacional continuaría disminuyendo en 2021, pero a un menor ritmo que lo observado en la segunda mitad de 2020, dada la lenta recuperación del empleo asalariado y formal, así como un nivel de PIB que conti-

3 Para un análisis detallado véase: "Recuperación de la ocupación y dinámica reciente de la participación laboral", Grupo de Análisis del Mercado Laboral (Gamla), del Banco de la República, enero de 2021, disponible en: <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9976>

núa siendo inferior al de 2019. Así, se estima que en promedio la TD nacional para todo 2021 estaría entre un 12,5% y 15,5%, con valor más probable alrededor del 14,0%.

1.5 Inflación y marco de política

El año pasado se cumplieron dos décadas de operación del esquema de inflación objetivo con tasa de cambio flexible en Colombia bajo el cual se toman las decisiones de política monetaria. La adopción de este esquema a fines de 1999 permitió un descenso progresivo de la inflación anual hacia su meta de largo plazo del 3%, que se alcanzó en 2009 y rige desde entonces. Durante la última década la tasa de inflación se ha mantenido alrededor de dicho nivel, excepto por desviaciones de carácter temporal generalmente ocasionadas por choques a los precios de los alimentos. El manejo de la política monetaria ha sido coherente con el cumplimiento de la meta de inflación y con un crecimiento del producto alrededor de la capacidad potencial de la economía. Ello ha permitido anclar las expectativas de inflación alrededor de la meta del 3% y llevar a cabo una política monetaria contracíclica que ha contribuido a la estabilidad macroeconómica del país. La flexibilidad de la tasa de cambio, como elemento fundamental del esquema de inflación objetivo, ha sido esencial para lograr los ajustes económicos requeridos ante los choques externos que la economía colombiana ha recibido durante los últimos años.

Este marco institucional ha sido la base para el manejo de la política monetaria frente a las graves consecuencias económicas del Covid-19. A raíz de la pandemia se produjeron choques negativos simultáneos sobre la oferta y la demanda de la economía. Por el lado de la oferta, las medidas de aislamiento social, que requirieron que muchos establecimientos fueran cerrados y sus trabajadores permanecieran en confinamiento, obligaron a diversas ramas de actividad a reducir o detener su actividad productiva. Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares se desplomó, no solo por la propia imposibilidad de las personas de salir a consumir, sino también por la caída de sus ingresos y la pérdida de confianza. A esto se sumó una fuerte contracción de la formación bruta de capital. Si el fenómeno se hubiera limitado solo a una contracción de la oferta, se habría producido un aumento de la inflación y una caída del producto. Pero lo que se observó fue una disminución de la inflación (que cayó del 3,8% en 2019 al 1,61% en 2020) y una contracción del PIB (-6,8%). Esto permite deducir que en 2020 el choque negativo de demanda dominó al choque negativo de oferta.

La tasa de inflación en 2020 se ubicó por debajo de la meta de inflación (1,61% vs. 3%), y el crecimiento económico (-6,8%) fue muy inferior al crecimiento potencial, que se estima alrededor del 3% anual. Los pronósticos del equipo técnico anticipaban estos resultados con las primeras señales del impacto de la pandemia. Esto le permitió a la JDBR actuar de manera oportuna. Siguiendo la regla de política monetaria inmersa en el esquema de inflación objetivo, a partir de marzo de 2020 la JDBR inició un recorte progresivo de la tasa de política, que la llevó desde un nivel inicial del 4,25% a uno del 1,75% en septiembre de 2020, donde se mantuvo el resto del año. Adicionalmente, el Banco pudo instrumentar un importante conjunto de políticas para asegurar un suministro abundante de liquidez a los mercados financieros público y privado, en pesos y en dólares.

La reducción de la tasa de inflación fue un reflejo de las consecuencias económicas de la crisis sanitaria. En particular, las presiones bajistas que dominaron la trayectoria de la inflación fueron la caída de la demanda agregada, los excesos de capacidad productiva, la baja transmisión de la depreciación de la moneda a los precios y el efecto de los alivios temporales de impuestos y tarifas. Estas presiones a la baja superaron los efectos alcistas de precios originados por las restricciones de oferta resultantes del cierre de varios sectores económicos. Después de alcanzar un pico del 3,86% anual en marzo de 2020, la inflación comenzó a disminuir a partir de abril. Esta tendencia decreciente se mantuvo hasta noviembre, cuando tocó un mínimo del 1,49% anual. Luego de un repunte en diciembre, la inflación cerró el año en el 1,61%, el nivel más bajo para un fin de año desde que existen registros. Esta caída de más del 50% de su nivel inicial en

solo nueve meses facilitó la decisión de adelantar un significativo relajamiento de la política monetaria, mediante un importante recorte de la tasa de interés de política y la abundante inyección de liquidez que el Banco de la República inició desde las primeras semanas de la pandemia.

La inflación básica también presentó un descenso considerable. Así, por ejemplo, la medida de inflación sin alimentos ni regulados cerró el año en 1,11%, cayendo 200 pb frente a diciembre de 2019. Los otros dos indicadores de inflación básica también registraron descensos importantes, de tal forma que a finales de 2020 el promedio de los indicadores de la inflación básica se situó en el 1,34% frente a un nivel del 3,44% en 2019. La caída generalizada de la inflación básica reflejó el fuerte debilitamiento de la demanda agregada.

Para 2021 la persistencia de amplios excesos de capacidad productiva y una indexación de precios a tasas bajas deberían mantener la inflación al consumidor por debajo de la meta del 3,0%, aunque con una tendencia de lenta convergencia hacia ella. Las expectativas de inflación apuntan en esa dirección, con un valor esperado para diciembre del 2,74%⁴. La tendencia de retorno de la inflación anual hacia la meta debería empezar a producirse a partir del segundo trimestre, a medida que la actividad económica se recupere y se retiren los alivios de precios decretados en 2020. De igual manera, la baja base de comparación estadística del año pasado, debido al pronunciado descenso de la inflación, hacen plausible observar un ascenso entre el segundo y cuarto trimestres de este año. Como ocurre con otras variables macroeconómicas, este pronóstico está sujeto a una elevada incertidumbre, dados los riesgos que supone la evolución de la pandemia y los retos en la medición de la inflación que de ella se derivan. En estas circunstancias, para el cierre de 2021 el equipo técnico del Banco estima que la inflación total se situará por debajo de la meta del 3,0%.

1.6 Balanza de pagos

A finales de 2020 la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 9.083 millones (m), inferior en USD 5.201 m al observado en 2019. Esto significó que el déficit de la cuenta corriente se redujera del 4,4% en 2019 al 3,3% del PIB en 2020. Esta disminución podría parecer paradójica si se tiene en cuenta que se produjo en medio de un fuerte desplome de la demanda externa resultante de la contracción del 3,5% del producto global en 2020 (según el FMI) y del -7,1% de las economías de nuestros socios comerciales. Este resultado luce aún más inesperado dadas las fuertes caídas de los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas exportadas por el país, ocurridas especialmente al inicio de la pandemia. En tales condiciones, reviste especial interés comprender las razones que llevaron a la reducción del déficit de la cuenta corriente en el país, en un período tan atípico como lo fue 2020.

La primera razón que explica la reducción del déficit de la cuenta corriente durante el año anterior fue la disminución en USD 4.728 m del balance deficitario de la renta factorial (también llamada ingreso primario). Esto se explica principalmente por los menores egresos por concepto de las utilidades vinculadas a la inversión extranjera directa (IED). La reducción en las utilidades de la IED fue generalizada en todos los sectores económicos, destacándose la disminución de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera, servicios financieros y empresariales, transporte y comunicaciones, industrias manufactureras, y minas y canteras. Este resultado muestra el conveniente papel contracíclico que las empresas con capital extranjero cumplen en la estabilización del balance externo del país, ante choques negativos de gran magnitud como el que afrontamos.

4 Corresponde a la mediana de la Encuesta Mensual de expectativas de analistas económicos de marzo de 2021.

Una segunda razón que explica la reducción del déficit de la cuenta corriente fue la disminución de las importaciones, la cual permitió una caída de USD532 m del déficit comercial de bienes, a pesar de que el valor de las exportaciones se redujo en USD8.886 m. En efecto, la caída de las importaciones en valor absoluto fue aún mayor (USD9.419 m.). El descenso exportador se originó, principalmente, en las menores ventas de petróleo y sus derivados, carbón, productos industriales, ferróníquel y flores. Por su parte, la caída del valor importado refleja la contracción de la actividad económica en el país, y se explica principalmente por la disminución de las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria, de las compras externas de combustibles y lubricantes, bienes de consumo y equipo de transporte.

Como tercera razón para la reducción del déficit de la cuenta corriente cabe mencionar la mejoría en un 0,2% (USD20 m) del saldo de las transferencias corrientes netas (ingreso secundario). Aunque dicha mejora fue pequeña, hay que destacar que los ingresos netos por concepto de transferencias alcanzan un valor importante (USD8.724 m), dentro de los cuales sobresalen los ingresos por remesas de trabajadores que en 2020 ascendieron a USD6.853 m, con un incremento anual del 1,8% (USD120 m). Estos ingresos son equivalentes al 2,5% del PIB anual y al 12,9% de los ingresos corrientes de la balanza de pagos. El crecimiento de las remesas estuvo explicado por las enviadas desde los Estados Unidos, que compensaron los descensos en las remesas recibidas desde América Latina y España.

El déficit de la cuenta corriente de 2020 se financió con entradas netas de capital por USD8.092 m (3,0% del PIB anual). Tales entradas fueron el resultado de ingresos de capital extranjero por valor de USD23.492 m, en parte compensados por salidas de capital colombiano hacia el exterior (USD11.579 m). Los ingresos de capital extranjero provinieron principalmente de colocaciones de títulos de deuda pública (bonos y TES), de empréstitos externos del sector público y de inversión extranjera directa (IED), tal como se describe a continuación.

En primer lugar, la IED en Colombia fue de USD7.690 m en 2020, inferior en un 46,3% frente a la recibida un año atrás. La caída de la IED obedeció a reducciones del 50,5% de las participaciones de capital y del 68% de la reinversión de utilidades. Como se argumentó, este comportamiento refleja en alto grado las menores utilidades (o pérdidas) de las empresas con capital extranjero en el país, que limitaron la reinversión de utilidades como fuente de la IED.

Por otra parte, la entrada de capital externo al país en cabeza del sector público, tanto con la colocación de títulos de deuda pública como por la contratación de créditos externos, que en su conjunto ascendió a USD18.448 m, fue excepcionalmente alta, si se compara con las mismas entradas ocurridas en 2019, de USD727 m. Este incremento, de más de 25 veces de los recursos externos atraídos por el sector público, refleja el esfuerzo del Gobierno Nacional, las entidades públicas y los gobiernos territoriales por obtener financiamiento para cubrir sus mayores faltantes presupuestales, ante la pérdida de sus ingresos y los requerimientos de mayor gasto creados por la emergencia del Covid-19. Dentro de esos recursos se destaca la porción de la LCF del FMI por valor de USD5.400 m que el Gobierno Nacional desembolsó el último trimestre de 2020 en el marco del plan financiero de la vigencia.

Finalmente, la salida de capital colombiano hacia el exterior en 2020 por valor de USD11.579 m fue igualmente atípica, si se compara con los USD376 m registrados por este concepto en 2019. De esa suma, las mayores salidas corresponden al sector privado, por inversión de cartera y otros conceptos, que contrasta con las entradas que por el mismo concepto se observaron en 2019.

Como resultado de estos movimientos de capital, al final de 2020 Colombia registró una posición neta negativa de inversión internacional por USD175.474 m (64,5% del PIB anual). La posición negativa aumentó USD5,937 m en comparación con la obser-

vada a finales de 2019, lo cual es coherente con la adquisición de mayores pasivos externos para financiar el déficit de la cuenta corriente.

El pronóstico del equipo técnico apunta a que el déficit en la cuenta corriente se ampliaría del -3,3% en 2020 al -3,6% del PIB en 2021, como resultado de la recuperación paulatina de la economía colombiana, y pese a la reversión esperada del choque externo de los términos de intercambio y de la mayor demanda externa proyectada. El repunte previsto para la demanda interna induciría el crecimiento de las importaciones, así como el de las utilidades de las empresas con capital extranjero en el país. Adicionalmente, los mayores precios proyectados para algunos bienes básicos incrementarían las ganancias de las firmas con participación extranjera que exportan esos productos. Estos factores serían los principales determinantes de la ampliación del déficit durante el año. Sin embargo, serían contrarrestados parcialmente por los efectos de unos términos de intercambio más altos y la recuperación de los socios comerciales del país, que posibilitarían un incremento de las exportaciones de productos básicos y bienes industriales.

1.7 Reservas internacionales

A finales de 2020 las reservas internacionales netas totalizaron USD 59.030,8 m, con un aumento de USD 5.863,6 m frente a su nivel de 2019. Como se detallará en el capítulo 3 de este informe, esta acumulación se explica principalmente por la compra de divisas por USD 3.500 m y por el rendimiento de las reservas internacionales, que al cierre de diciembre de 2020, excluyendo el componente cambiario, fue del 3,37% (USD 1.888,89 m).

Las compras de divisas cumplen con el objetivo de fortalecer la liquidez internacional y fueron adquiridas directamente al Gobierno Nacional, cuyo manejo de tesorería en 2020 requería la monetización de dólares de su portafolio. Por su parte, la rentabilidad de las reservas en 2020 se mantuvo en un nivel alto (3,37%), debido a la importante valorización de los bonos mantenidos en el portafolio, como resultado de la reducción de las tasas de interés a niveles cercanos a cero que la Reserva Federal y otros bancos centrales adoptaron para enfrentar los efectos económicos de la pandemia. Un escenario de alta rentabilidad de las reservas no se preveía al inicio de 2020, ante la perspectiva de que las tasas de interés internacionales permanecieran estables, luego de las reducciones observadas en 2019. Sin embargo, para 2021 es plausible esperar una reducción considerable en la rentabilidad de las reservas internacionales, puesto que no hay perspectivas de valorizaciones por reducciones adicionales en las tasas, dada su proximidad al límite cero.

Como complemento a la liquidez externa, el Banco de la República, en coordinación con el Ministerio de Hacienda, gestionó ante el Directorio Ejecutivo del FMI la ampliación del acceso a la LCF desde el 384% de la cuota del país en el organismo (aproximadamente USD 11.200 m) hasta el 600% de la misma (aproximadamente USD 17.600 m). De este monto, en diciembre pasado al Gobierno Nacional le fue desembolsado de manera excepcional un valor del 187,5% de la cuota del país en el organismo (alrededor de USD 5.400 m) para complementar las fuentes de financiamiento externo en el marco de las necesidades creadas por la pandemia. El monto restante mantendrá un carácter precautorio. Cabe recordar que la LCF es un instrumento del FMI al cual únicamente acceden países con marcos sólidos de política monetaria, fiscal y financiera; así como un historial favorable de desempeño económico. Colombia ha tenido acceso a esta línea desde su creación en 2009 (véase el Recuadro 2 de este informe).

El nivel actual de las reservas internacionales es ampliamente satisfactorio desde la perspectiva de cobertura de riesgos para la liquidez externa del país. En efecto, ese nivel cubre la proyección del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los próximos doce meses más las amortizaciones de la deuda externa. Además,

las reservas internacionales, junto con la LCF del FMI, cubren dichas necesidades de financiamiento externo y el riesgo de eventuales salidas de capitales.

Finalmente, en 2020 el Banco de la República obtuvo acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). Mediante esa facilidad, los titulares de cuentas FIMA pueden intercambiar sus bonos del tesoro de los Estados Unidos custodiados en la Reserva Federal por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos el día siguiente, junto con unos intereses. El principal beneficio que tiene para el Banco de la República acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses si esto fuera necesario, sin enfrentar condiciones adversas de mercado ni tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez.

1.8 Utilidades del Banco de la República

Las utilidades del Banco de la República durante 2020 alcanzaron un valor inesperadamente alto de COP 7.483 miles de millones (mm) (USD 1.888,89 m), superiores a las obtenidas en 2019 (COP 7.149 mm; USD 2.322,76 m). Este elevado monto de utilidades obedeció al retorno extraordinario de las reservas internacionales invertidas en bonos en el exterior, que súbitamente se valorizaron cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) decidió reducir sus tasas de interés a niveles cercanos a cero para enfrentar los efectos económicos de la pandemia. La magnitud de esta sorpresa se aprecia mejor si se recuerda que a principios de 2020, cuando la tasa de interés de la FED se encontraba en un rango entre el 1,5% y 1,75%, el Banco de la República preveía para ese año un moderado retorno de reservas internacionales de USD 585 m, de los cuales USD 567 m correspondían al portafolio de estas reservas (USD 754 m por intereses, menos USD 187 m de desvalorizaciones). En esa misma fecha se proyectaron para 2021 y 2022 rendimientos de reservas internacionales por USD 594 m y USD 754 m, respectivamente.

Este escenario ahora es diferente. La sorpresa positiva de utilidades en 2020 debe ser vista como un evento de una sola vez, debido a que no hay perspectivas de valorizaciones por reducciones adicionales en las tasas de interés externas, ya que sus niveles están cercanos a cero. Hacia adelante cabe esperar una reducción importante de la rentabilidad de las reservas internacionales, debido al bajo nivel de las tasas de interés externas, las cuales no se espera que aumenten en el corto plazo.

1.9 Finanzas públicas

El estado de las finanzas públicas afecta las primas de riesgo, las tasas de interés, los flujos de capital, la confianza de los agentes económicos y el crecimiento del PIB, entre muchas otras variables económicas relevantes. De allí la importancia que tiene para la autoridad monetaria hacer un seguimiento cuidadoso del estado y perspectivas de las finanzas públicas, que permita una buena coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, y contribuya al diseño de una política macroeconómica que asegure la estabilidad y el crecimiento económico del país.

Al igual que ocurrió en otros países del mundo, la pandemia del Covid-19 produjo un choque negativo sobre la situación fiscal colombiana, como no se tenía memoria. En 2019 el Gobierno Nacional Central (GNC) había logrado el menor déficit fiscal desde 2014 y el primer superávit primario desde 2012. En este contexto, se esperaba que las finanzas públicas continuaran con un proceso de ajuste gradual del déficit en cumplimiento con lo establecido por la regla fiscal. La pandemia frustró ese buen momento, como lo muestran las cifras al cierre del año anterior. Entre 2019 y 2020 el déficit total del GNC, se triplicó al pasar del 2,5% al 7,8% del PIB; el balance primario pasó de un superávit del 0,4% del PIB a un déficit del 4,9% del PIB; y la deuda bruta alcanzó un 64,8% del PIB al final de 2020, frente a un nivel del 50,3% del PIB en 2019.

Estos resultados no tomaron por sorpresa al Gobierno, que mantuvo el control de la situación. De hecho, en el *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP) que el Ministerio de Hacienda presentó al Congreso en junio de 2020, se preveía un déficit total para el GNC del 8,2% del PIB, un 0,4 % del PIB superior al que finalmente se observó. Así, el Gobierno era consciente de que la situación de emergencia creada por la pandemia ameritaba un incremento del déficit y del endeudamiento público, que le permitiera contar con los recursos necesarios para mitigar los efectos económicos de la crisis y proteger a la población más vulnerable. De acuerdo con lo anterior, el Gobierno Nacional, previo concepto favorable y unánime del Comité Consultivo de la Regla Fiscal, decidió invocar el artículo 11 de la Ley 1473 para suspender el cumplimiento paramétrico de la regla para los años 2020 y 2021, a fin de contar con la flexibilidad fiscal necesaria para afrontar los efectos derivados de la pandemia, y en reconocimiento de la incertidumbre en torno a la duración y profundidad de los choques. Las calificadoras de riesgo así también lo entendieron, al decidir mantener el grado de inversión para Colombia a pesar del deterioro fiscal, dándole un compás de espera al Gobierno mientras acomete la anunciada reforma fiscal, y la economía avanza en su recuperación.

Según el Plan Financiero de 2021, el déficit total del GNC ascenderá al final del presente año al 8,6% del PIB, superior en un 0,8% del PIB al registrado en 2020. El mayor déficit se explica, principalmente, por los gastos requeridos para atender la emergencia sanitaria por 1,7% del PIB y por las inversiones dirigidas a impulsar la recuperación económica por 1,3% del PIB. Entre los gastos de emergencia se incluyen la adquisición de vacunas, las mayores necesidades de aseguramiento en salud, y la ampliación de los giros extraordinarios para la población pobre y vulnerable a través de los programas sociales del Gobierno. En cuanto al rubro de reactivación, se planea acelerar la ejecución de obras de infraestructura que impulsen la actividad económica y la generación de empleo. Con ello, la deuda bruta del GNC se incrementaría marginalmente en 2021 al 65,2% del PIB, debido a que la recuperación esperada del nivel del producto amortiguaría el efecto del mayor déficit sobre el coeficiente de deuda.

Frente a este panorama fiscal el Gobierno ha anunciado la necesidad de presentar durante las próximas semanas un proyecto de Ley al Congreso de la República que contemple ajustes tanto en ingresos como en gastos que hagan posible mejorar el balance primario en por lo menos un 1,5% del PIB de manera recurrente a partir de 2022, una vez se superen los efectos generados por la pandemia. Esto permitirá reducir la deuda pública a niveles prudenciales y disminuir el riesgo de pérdida del grado de inversión de la deuda soberana.

1.10 Continuidad de negocio

Dado su papel estratégico para el funcionamiento del sistema económico del país, la administración del Banco de la República siempre ha dado especial importancia al manejo de los riesgos operativos. En este campo una de las áreas más importantes es la continuidad del negocio, entendida como la capacidad de la institución de seguir funcionando en condiciones extremas. El riesgo que mayor consideración había recibido era el de un terremoto que afectara las instalaciones del Banco de la República en Bogotá, para lo cual se diseñó una estrategia de reacción. Sin embargo, una pandemia como la generada por el Covid-19 no había sido contemplada.

Por ello, esta situación impuso grandes desafíos a la administración. Se requirió un oportuno ajuste a la normatividad y la toma de decisiones que favorecieron la adopción de medidas en diferentes ámbitos. En el campo tecnológico se implementaron herramientas de trabajo colaborativo en la nube, y se aseguró la dotación de equipos que permitieran la movilidad y el trabajo remoto de los colaboradores. El reforzamiento de esquemas de seguridad informática proporcionó ambientes de trabajo confiables tanto para el Banco, como para el sector financiero y el Gobierno en los

servicios que se prestan. Estas acciones fueron fundamentales para la no interrupción de ninguna de las actividades de banca central.

Al inicio de la pandemia el Banco contaba con políticas sobre gestión de información (física y electrónica) y uso de la firma digital. Igualmente, llevaba algún tiempo implementando el gestor de contenidos corporativos electrónicos (*iConecta*), aspectos que permitieron reaccionar rápidamente a las exigencias del momento. La producción, acceso y firma digital y digitalizada (escaneada) de los documentos electrónicos (atendiendo los requerimientos legales) permitieron que todas las dependencias cumplieran sus funciones de manera soportada y sustentada en una adecuada gestión documental, sin detrimento de los atributos que le otorgan a los documentos del Banco, como lo son la autenticidad, fiabilidad, usabilidad, confidencialidad, integridad y disponibilidad.

En cuanto a los procesos de generación y distribución de especies monetarias, labor que debe realizarse de manera presencial, se establecieron turnos con el fin de mantener este servicio vital para el país. Las empresas transportadoras prestaron los servicios de remesas a las diferentes sucursales sin novedad y cumpliendo con todos los protocolos de bioseguridad.

El área de Gestión Humana apoyó a los empleados en los aspectos de beneficios, salud y seguimiento de las condiciones de salud para garantizar la aplicación de las medidas de bioseguridad. La acelerada implementación de los protocolos de bioseguridad permitió mantener la salud de los trabajadores y ha soportado la continuidad de los servicios y procesos del Banco, además de estar preparados para el retorno a la presencialidad. Adicionalmente, se ha hecho un seguimiento de todas las normas que el Gobierno Nacional ha expedido ante la situación presentada.

La gestión cultural del Banco de la República también se adaptó a las nuevas circunstancias, para continuar ofreciendo esparcimiento y cultura de alta calidad. Para ello se acudió al uso de múltiples plataformas digitales, la generación de contenidos y actividades virtuales desde las regiones, la promoción de la participación y la interacción a través de las redes sociales, y la producción audiovisual, como se detallará en el capítulo 5 de este informe. Gracias a ello fue posible mantener públicos fidelizados y llegar a nuevas audiencias en los ámbitos nacional e internacional.

Sin ninguna duda, el factor más importante para asegurar la continuidad del negocio y permitir que el Banco de la República le siguiera cumpliendo al país fue la responsabilidad, el sentido de pertenencia y el compromiso de cada uno de sus miembros con esta institución. Fue sobresaliente la forma ágil como el personal del Banco se adaptó al trabajo remoto, y mantuvo el trabajo en equipo, que es indispensable para cumplir las complejas labores que requiere la entidad. Por todo esto, la JDBR hace un reconocimiento al gran esfuerzo de todos y cada uno de sus empleados.

02/ Entorno macroeconómico y medidas del Banco de la República ante la crisis del Covid-19



#MuseoEnTuCasa, actividad convocada por medio del instagram @banrepcultural por iniciativa de la Unidad de Artes y Otras Colecciones.

José Pérez representa el *Poporo quimbaya antropomorfo* de la colección orfebre del Banco de la República.

Foto izquierda: Museo del Oro del Banco de la República.
Foto derecha: José Pérez.

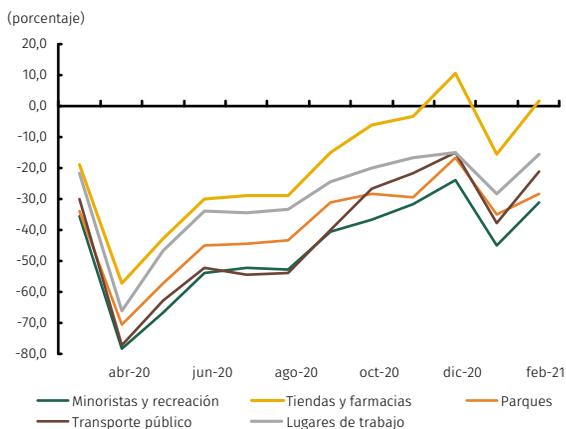
2.1 Los impactos iniciales del choque del Covid-19 para Colombia

La economía colombiana recibió un fuerte choque como consecuencia de la pandemia del Covid-19 y las medidas necesarias e indispensables para su contención y mitigación. La crisis sanitaria produjo caídas profundas en la actividad económica, en el empleo y en el ingreso de los hogares colombianos. Al tiempo, la aversión al riesgo global aumentó, el peso se depreció frente al dólar, los ingresos externos cayeron, la demanda por liquidez en pesos y en dólares creció, y se presentaron deterioros en los mercados monetarios, de deuda, cambiario y crediticio. El abrupto cambio en las condiciones macroeconómicas se reflejó en un importante descenso de la inflación observada y sus expectativas a niveles inferiores a la meta del 3%. La respuesta del Gobierno implicó un aumento importante del gasto público y un deterioro en el panorama fiscal de corto y mediano plazos.

En Colombia, al igual que en el resto del mundo, la pandemia del Covid-19 generó una crisis sin precedentes por su impacto sobre la salud de las personas y por las medidas necesarias para el control de la enfermedad.

Al inicio de 2020 el mundo se enfrentó a un nuevo coronavirus (SARS-CoV-2, causante de la enfermedad Covid-19), que para el 11 de marzo ya se había catalogado como pandemia por parte de la Organización Mundial para la Salud (OMS). Para finales de 2020 el Covid-19 había afectado más de 190 países, con más de 100 millones de casos reportados y más de dos millones de personas fallecidas a causa de la enfermedad. En Colombia el primer caso oficial de contagio se reportó el 6 de marzo de 2020, y entre esa fecha y finales del mismo año los contagios superaron los 1,6 millones de casos y se registraron más de 43.000 muertes a causa de esta enfermedad. Las medidas de atención y contención de la emergencia sanitaria empezaron en marzo, cuando el Gobierno Nacional (GN) decretó un período de cuarentena estricta⁵, necesario para frenar el rápido avance del virus y preparar al sistema de salud para hacerle frente a la emergencia. Así, en abril los índices de movilidad (Gráfico 2.1) y de actividad económica cayeron a niveles históricamente bajos, reflejando el fuerte impacto de las medidas de aislamiento social obligatorio. Posteriormente, el GN fue flexibilizando las restricciones para algunos sectores en la medida en que la evolución de la pandemia lo permitía. Así, en mayo permitió el reinicio parcial de la construcción e industria⁶, y entre junio y julio hubo una segunda flexibilización en las medidas, con reapertura de algunos segmentos particulares del comercio y la autorización

Gráfico 2.1
Índices de movilidad hacia diferentes lugares en Colombia



Fuente: Google Community Mobility Reports; cálculos del Banco de la República.

5 El Ministerio de Salud y Protección Social, mediante la Resolución 385 del 12 de marzo de 2020, declaró la emergencia sanitaria en todo el territorio nacional. Posteriormente, el GN declararía la medida de aislamiento preventivo obligatorio en todo el país mediante el Decreto 457 del 22 de marzo de 2020. La emergencia sanitaria ha sido prorrogada cuatro veces por parte del Ministerio de Salud y Protección Social mediante las Resoluciones 844 del 26 de mayo de 2020, 1462 del 25 de agosto de 2020, 2230 del 27 de noviembre de 2020 y 222 del 25 de febrero de 2021, la cual extendió el período de emergencia hasta mayo de 2021.

6 Decretos 593 del 24 de abril de 2020 y 636 del 6 de mayo de 2020.

de pruebas piloto en algunos servicios, como los gastronómicos y religiosos⁷. Lo anterior produjo un aumento significativo en la movilidad, con menores impactos negativos sobre la actividad económica.

En el segundo trimestre de 2020 el aumento pronunciado de la aversión global al riesgo, el deterioro en las condiciones macroeconómicas externas e internas, y el descenso en los precios del petróleo generaron fuertes incrementos en las primas de riesgo soberano, en el ritmo de depreciación nominal, en la volatilidad de los mercados financieros y en la demanda por liquidez de los agentes. En ese período el país se enfrentó al descenso de los precios del petróleo, la reducción de las remesas de trabajadores y la menor demanda externa. El riesgo global se incrementó y, al igual que en otras economías de la región, para Colombia esto se tradujo en una fuerte subida de las primas de riesgo soberano, en la depreciación del peso, y en una mayor volatilidad en los mercados de deuda pública y privada con deterioros importantes en sus precios y en la liquidez de los títulos. Estos factores, junto con la incertidumbre asociada a los efectos y la duración de la cuarentena, generaron un aumento generalizado de la demanda por liquidez por parte de los hogares y las firmas. Lo anterior, sumado a las desvalorizaciones de los mercados de deuda pública y privada, generó presiones sobre la liquidez de algunos segmentos del sistema financiero. En el mercado de crédito la cartera comercial aumentó rápidamente debido a la demanda precautelativa de recursos líquidos por parte de algunas firmas, mientras que la elevada incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía y el empleo redundó en una mayor percepción del riesgo por parte de las entidades financieras y menores niveles de colocación de cartera para los hogares y otros agentes.

Además de la pérdida de ingresos externos, la implementación a partir de finales de marzo de medidas de aislamiento obligatorio en el país detuvo abruptamente la actividad productiva en importantes sectores de la economía. Las medidas implementadas, necesarias para enfrentar la crisis de salud pública implicaron retrocesos abruptos en varios sectores productivos, especialmente en aquellos donde las restricciones de movilidad generaron limitaciones de operación. En abril, mes de mayores restricciones a la movilidad, la actividad productiva tuvo una contracción del 21,6%, de acuerdo con el indicador de seguimiento a la economía (ISE) publicado por el DANE, caída que no tiene precedentes en los registros históricos disponibles y que generó un nivel de actividad productiva real similar al de nueve años atrás. A pesar de que en mayo y junio las restricciones a la movilidad se flexibilizaron parcialmente, la contracción del PIB del segundo trimestre de 2020 (-15,6%) fue un registro histórico. Durante ese período las mayores caídas se dieron en la construcción, el comercio, reparación, transporte y alojamiento, y en las actividades artísticas y de recreación; por el contrario, ramas con una menor exposición a estas restricciones, como el sector agropecuario, las actividades inmobiliarias y las actividades financieras y de seguros mantuvieron una variación anual positiva.

La pandemia del Covid-19 y las medidas sanitarias necesarias para contenerla produjo un deterioro sin precedentes en el mercado laboral, destruyendo en abril de 2020 cerca de la cuarta parte del nivel de empleo registrado antes de la crisis. Acorde con las series mensuales desestacionalizadas de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, las medidas adoptadas para la contención y mitigación de la pandemia en Colombia hicieron que en abril de 2020 el mercado laboral colombiano registrara un deterioro histórico. El número de ocupados presentó una contracción anual en el total nacional del 24,6% (pérdida de 5,3 m de empleos) y del 28,0% en las trece ciudades (pérdida de 3,0 m de empleos). Estas caídas, las más grandes en la historia de las series, significaron la pérdida de alrededor de la cuarta parte del nivel de empleo previo a la crisis. Por otro lado, la imposibilidad

7 Decreto 749 del 28 de mayo de 2020, 847 del 14 de junio de 2020 y 878 del 25 de junio de 2020.

de buscar empleo, dada las restricciones a la movilidad, conllevó a un aumento significativo de la inactividad. Frente a abril de 2019 los inactivos aumentaron un 28,9% (4,3 m de inactivos) en el total nacional y un 34,0% (2,1 m de inactivos) en las trece ciudades. La menor oferta laboral mitigó un mayor aumento de la tasa de desempleo (TD), no obstante, en abril de 2020 esta registró la variación mensual más grande desde que se tienen datos mensuales (20,0% y 23,7% en el total nacional y las trece ciudades, respectivamente).

La fuerte caída en la demanda agregada, la reducción transitoria de algunos impuestos indirectos, nuevos subsidios temporales a los servicios públicos, entre otros, condujeron a reducir la inflación y sus expectativas por debajo de la meta del 3%. Entre marzo y junio de 2020, período en el cual las medidas de aislamiento preventivo fueron más estrictas, se registró una desaceleración generalizada de los grandes grupos del IPC. En ese período la inflación total disminuyó 167 puntos base (pb) y a junio se ubicó en 2,19%, el nivel más bajo desde 2014 para ese momento. Este comportamiento, que también se presentó para todos los indicadores de inflación básica, fue reflejo de una demanda agregada débil, fuertemente impactada por los cierres en un grupo amplio de sectores, de unos excesos de capacidad productiva crecientes, y de bajas presiones de costos laborales ante el deterioro del mercado laboral. La dinámica de la inflación también estuvo, en parte, explicada por el efecto de la reducción transitoria de algunos impuestos indirectos, la congelación de algunos precios con alta ponderación en el IPC, la importante reducción en el precio de la gasolina decretada por el GN y la implementación de subsidios transitorios a los servicios públicos. Las nuevas condiciones macroeconómicas, que señalaban fuertes presiones a la baja de la demanda y la ampliación de los excesos de capacidad productiva, se reflejaron en menores expectativas de inflación para finales de 2020, las cuales pasaron del 3,49% en marzo al 2,25% en junio⁸, y mantuvieron esta tendencia a lo largo del año⁹. El descenso de la inflación y de sus expectativas a niveles por debajo de la meta del 3%, el fuerte deterioro del mercado laboral y los amplios excesos de capacidad productiva llevaron a una postura de política monetaria más expansiva.

Para enfrentar la pandemia se requirió un aumento importante en el gasto público para atender las nuevas necesidades del sistema de salud y mitigar el choque negativo en la economía. Estas acciones implicaron un deterioro en el panorama fiscal y las perspectivas de riesgo. En el momento en que llegó la pandemia al país fue necesario adaptar la capacidad del sistema de salud para realizar pruebas de Covid-19 y atender el rápido incremento de pacientes en unidades de cuidados intensivos. Adicionalmente, había urgencia por mitigar la caída de los ingresos de los hogares y las empresas debido a las medias de distanciamiento social necesarias para enfrentar la pandemia. Para esto, el GN creó el Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME)¹⁰, mediante el cual canalizó recursos para atender estas necesidades¹¹. El FOME inició con recursos por cerca de COP15 b, provenientes principalmente de préstamos a la Nación por parte del Fondo de Ahorro y Estabilización (COP12,1 b) y el Fondo de Pensiones Territoriales (COP2,7 b), y se fue ampliando

8 Corresponde al promedio de las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada en marzo y junio de 2020.

9 Las expectativas de inflación de los analistas continuaron cayendo, y en diciembre de 2020 se ubicaban en promedio en el 1,42% para el cierre de ese año, según la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* aplicada en ese mes.

10 Decreto 444 del 21 de marzo de 2020.

11 Amparado en la emergencia económica declarada por el GN mediante el Decreto 417 del 17 de marzo de 2020.

hasta alcanzar un presupuesto de COP25 b para 2020¹². Estos gastos adicionales necesarios, más la reducción esperada en los ingresos tributarios por la contracción económica, implicaron un cambio significativo en el déficit fiscal y el nivel de deuda pública estimados, a comienzos del año pasado, para 2020 y 2021. Inicialmente, el Comité Consultivo de la Regla Fiscal (RF) aprobó una ampliación del déficit desde el 2,3 % al 6,1% del PIB para 2020¹³. Sin embargo, un mes después, este Comité aprobó la suspensión del mecanismo¹⁴ debido a que el gasto necesario para atender la emergencia superaba los parámetros de la RF y, como se presentó en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) a finales de junio, sugería un déficit cercano al 8,2% del PIB. Los fuertes incrementos en el déficit fiscal y el endeudamiento público, junto con la suspensión de la RF, generaron un deterioro en las perspectivas de riesgo sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, que, a su vez, derivó en implicaciones sobre el margen de acción de la política monetaria.

Los impactos más fuertes del choque generado por la pandemia se sintieron en el segundo trimestre de 2020 y continuaron a lo largo del año, aunque con efectos que se han venido moderando en la medida en que se han flexibilizado las restricciones impuestas para el control del virus. En el segundo semestre de 2020 se mantuvieron algunas restricciones parciales a la movilidad para controlar la pandemia, aunque menos acentuadas que las implementadas en abril y mayo (Gráfico 2.1). En agosto, como respuesta a un nuevo aumento de los casos de contagio reportados y presiones crecientes sobre la capacidad instalada del sistema de salud, se impusieron restricciones parciales adicionales en las principales ciudades. A partir de septiembre se dio paso a una etapa de aislamiento selectivo¹⁵ que permitió un relajamiento importante de las restricciones. No obstante, a finales de 2020 fue necesario implementar medidas adicionales de restricción parcial a la movilidad en las principales ciudades para frenar una nueva ola de contagios que presionó el sistema de salud entre diciembre de 2020 y enero de 2021. Como se detallará en este informe, conforme se flexibilizaron las medidas de distanciamiento social ante los avances en el control de la pandemia, y en la medida en que fueron implementándose medidas de apoyo a hogares y empresas por parte de las entidades del Estado, varios indicadores comenzaron a mostrar señales de recuperación parcial a lo largo de 2020, pero en la mayoría de los casos sin alcanzar a finales de año los niveles previos a la crisis sanitaria.

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

La reacción oportuna y contundente del Banco de la República mediante el suministro suficiente de liquidez fue fundamental para garantizar la estabilización y el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, de los mercados cambiario, de deuda pública y privada, y de crédito. A esto se sumó la reducción significativa de la tasa de interés de referencia a niveles históricamente bajos, lo que disminuyó los costos financieros a las empresas y los hogares. En la medida en que los mercados han iniciado un retorno gradual a la normalidad, la política monetaria, junto con la respuesta del GN, ha contribuido a soportar la recuperación económica.

12 El saldo del FOME al cierre de 2020 fue de COP13,2 b (estos recursos hicieron parte de los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República). Además de las fuentes de recursos inicialmente consideradas para el FOME (FAE por COP12,1 b y Fonpet por COP3 b), durante el transcurso de 2020 se agregaron recursos derivados de los Títulos de Solidaridad (TDS por COP9,8 b), Fondo de Riesgos Laborales (COP0,3 b), impuesto solidario (COP0,3 b) y recursos de crédito externo (COP15 b).

13 Reunión del Comité Consultivo de la Regla Fiscal del 4 de mayo de 2020.

14 Reunión del Comité Consultivo de la Regla Fiscal del 15 de junio de 2020.

15 Decreto 1168 del 25 de agosto de 2020.

El Banco reaccionó de forma oportuna y contundente ante los choques sin precedentes generados por la pandemia, otorgando una amplia liquidez en pesos y en dólares y reduciendo su tasa de interés. A partir de marzo de 2020 se adoptaron políticas que lograron evitar una crisis profunda en medio de la pandemia del coronavirus, un choque de enormes dimensiones para la humanidad y con impactos inevitables sobre la economía colombiana. La reacción del Banco frente a los efectos inminentes de la crisis se desarrolló en dos etapas: la primera, de acción inmediata, con medidas que brindaron liquidez para la estabilización de los mercados que, ante el cambio abrupto de las condiciones macroeconómicas y financieras globales, mostraron señales de riesgo; la segunda, de acción gradual, buscó mitigar los efectos de la pandemia sobre la economía colombiana y apoyar la recuperación económica en la medida en que los mercados se fueran normalizando. Así, la respuesta de política del Banco fue rápida y comprensiva, brindó abundante liquidez a los mercados financieros público y privado, en pesos y en dólares, y estuvo acompañada por un recorte significativo en la tasa de interés de política. Esto con el fin de proteger en el corto plazo el sistema de pagos y estabilizar mercados claves que estaban bajo presión, y en el mediano y largo plazos preservar la oferta de crédito, reducir la carga financiera de los hogares y las empresas, y estimular la actividad económica.

Las acciones del Banco estuvieron encaminadas a garantizar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos, mantener la oferta de crédito, contribuir a la estabilización de mercados clave y apoyar la reactivación de la actividad económica. Como se mencionó, la primera reacción del Banco estuvo enfocada en garantizar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos, velando por que intermediarios financieros, firmas y hogares contaran con la liquidez necesaria para cumplir con sus obligaciones. Esto resultó esencial para mantener la confianza de todos los agentes y atenuar la volatilidad y la incertidumbre en la economía y los mercados financieros. Adicionalmente, las acciones tomadas buscaron contribuir a que se mantuviera la oferta de crédito a hogares y empresas, asegurando que los intermediarios financieros contaran con el fondeo suficiente, lo cual requiere, a su vez, un suministro adecuado de liquidez. Al tiempo, las medidas implementadas propendieron por la estabilización de mercados claves, como el cambiario y el de títulos públicos y privados. Estos son esenciales para la transmisión de la política monetaria y para el financiamiento del Gobierno y del sistema financiero. Una vez estabilizados los mercados clave y mitigados los riesgos de liquidez que surgieron a causa de los efectos de la pandemia, el Banco enfocó sus esfuerzos en apoyar la reactivación de la actividad económica. Para ello, en adición a una tasa de interés de referencia más expansiva, fue fundamental el logro de los anteriores objetivos ya que, sin ellos, la efectividad de la política monetaria para impulsar a la economía podía verse seriamente limitada. La transmisión efectiva de la política monetaria requería que los mercados financieros operaran en condiciones de relativa normalidad.

Para alcanzar estos objetivos el Banco puso en marcha un conjunto amplio de medidas (Cuadro 2.1). Concretamente, sus acciones de política monetaria incluyeron: 1) la ampliación de las operaciones de expansión transitoria; 2) la implementación de compras definitivas de instrumentos financieros; 3) la reducción del encaje; 4) la provisión de mecanismos de cobertura y liquidez en dólares; 5) la reducción de la tasa de interés de política monetaria, y 6) el mantenimiento de una sólida posición de liquidez internacional. A continuación se describen, en el mismo orden, los principales rasgos de cada uno de estos mecanismos de apoyo a la economía utilizados por el Banco:

- i. **Se ampliaron los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco. Con esto se buscó expandir la liquidez de la economía y su capacidad de dispersarla.** El Banco suministra liquidez transitoria mediante operaciones repo, en las que entrega recursos a sus contrapartes en el sistema financiero. Durante el plazo de la operación las contrapartes entregan en garantía títulos al Banco, los cuales les son devueltos una vez pagan el capital y los intereses de la operación. Ante los

Cuadro 2.1
Objetivos de las medidas adoptadas por el Banco de la República

	Proteger el sistema de pagos	Preservar la oferta de crédito	Estabilizar mercados esenciales bajo presión	Estimular la actividad económica (efecto directo)
Liquidez transitoria (repos): extensión de montos, contrapartes, garantías admisibles y plazos	X	X	X	
Compras definitivas de títulos públicos y privados	X	X	X	
Reducción del encaje	X	X		X
Ventas de dólares <i>forward</i> con cumplimiento financiero			X	
Swaps de dólares	X	X	X	
Reducción de la tasa de interés de política		X		X

Fuente: Banco de la República.

efectos del Covid-19 en la economía, el conjunto de los títulos admisibles como garantía para estas transacciones fue ampliado por la JDBR, de tal manera que, además de los títulos de deuda pública que se admitían tradicionalmente, se autorizó el uso de títulos de deuda privada y títulos valores provenientes de operaciones de cartera (pagarés). Adicionalmente, mientras usualmente el plazo de los repos es de un día (*overnight*), desde marzo de 2020 se subastan repos a más largo plazo y los cupos que se ofrecen son sustancialmente más grandes que lo que se estima va a ser su demanda. La ampliación de los montos, contrapartes, plazos y títulos admisibles de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco significaron una expansión monetaria importante respecto a lo que normalmente requiere la economía. En marzo de 2020, cuando se registró la mayor intensidad en el uso de estas operaciones, se inyectó (incluyendo repos a un día y a plazo) un monto de COP14.662 mm, equivalentes a cerca del 15,6% de la base monetaria promedio de 2019.

- ii. **Se implementaron compras definitivas de títulos públicos y privados. Con esto se buscó contribuir a estabilizar mercados claves para la transmisión de la política monetaria y proveer liquidez amplia y estable que contribuyese a preservar el sistema de pagos y la oferta de crédito.** El Banco también realiza operaciones en las que entrega liquidez permanente a sus contrapartes mediante la compra definitiva de títulos a precios de mercado. Estas operaciones se diseñaron para brindar liquidez por períodos prolongados y reducir la incertidumbre de los intermediarios financieros sobre su fondeo, en beneficio de quienes requieren crédito por parte del sistema financiero. Además de los títulos de deuda pública con los que normalmente realiza estas operaciones, la JDBR autorizó en marzo de 2020 la compra de títulos de deuda privada, medida que se adoptó por primera vez en la historia del Emisor. Durante marzo y abril, meses en los que se concentraron las operaciones mediante estas nuevas medidas, el Banco compró COP8,7 b de títulos privados y COP2,8 b de TES, lo que en conjunto significó el 12,2% de la base monetaria promedio de 2019. La última compra de este programa para títulos de deuda privada se realizó el 20 de abril de 2020, y para los títulos de deuda pública fue el 30 de abril.
- iii. **Se redujo el encaje en dos puntos porcentuales en promedio como medida para liberar recursos a la economía de manera permanente y para reforzar los incentivos a la intermediación financiera.** El Banco mantiene una estructura de encaje con porcentajes requeridos para tres diferentes categorías de pasivos de los establecimientos de crédito (a los pasivos más líquidos, o a la vista, se les exige el porcentaje más alto). Con el fin de liberar recursos *perma-*

nementemente a las entidades depositarias para atender compromisos o generar crédito, en abril de 2020 el Banco redujo los dos porcentajes requeridos más altos del 11% al 8% (cuentas corrientes, cuentas de ahorro, etc.) y del 4,5% al 3,5% (CDT de menos de 18 meses), respectivamente (el menor porcentaje requerido se mantuvo en 0%). Con lo anterior, el encaje promedio se redujo del 7% al 5%. Esto también refuerza los incentivos a la intermediación financiera, puesto que reduce el costo de captar dinero para prestarlo. El monto estimado de la inyección de liquidez correspondiente fue de COP10,1 b, lo que equivale al 9,4% de la base monetaria promedio de 2019.

iv. Estas tres decisiones (ampliación de repos, compras definitivas y reducción del encaje) estaban dirigidas a responder al incremento de la demanda de liquidez de la economía con el objetivo de contribuir a estabilizar los mercados financieros. Las decisiones adoptadas en esta dirección se basaron en diagnósticos técnicos exhaustivos que mostraban un aumento generalizado de la preferencia por liquidez por parte de los hogares y las firmas, y la necesidad de anticiparse al efecto que podría tener la mayor incertidumbre y percepción de riesgo de los intermediarios financieros sobre la oferta de crédito. Como resultado de dichos análisis, la JDBR tomó la decisión de otorgar facilidades selectivas en aquellos mercados que mostraron señales claras de volatilidad y escasa liquidez y que resultaban claves para la estabilización y la confianza del sistema. En este sentido, y a diferencia de otras medidas no convencionales, como la flexibilización cuantitativa adelantada en otros países (que usualmente tienen objetivos específicos de precios en ciertos mercados o tramos de las curvas de rendimiento), las medidas tuvieron como fin estabilizar mercados particulares que, ante el cambio abrupto de las condiciones financieras y económicas generado por la pandemia, estuvieron bajo presión al inicio de la crisis. Ello era esencial para evitar consecuencias sistémicas para el mercado financiero y la estructura económica y productiva del país.

v. Se adoptaron mecanismos para brindar coberturas cambiarias y liquidez en dólares. Con las siguientes medidas se buscó brindar liquidez transitoria en dólares a un grupo amplio de entidades con el propósito de aliviar las presiones en el mercado cambiario:

-Ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero a un mes para ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso. Normalmente el mercado se encarga de la provisión de este tipo de coberturas, pero en un ambiente de marcada aversión al riesgo e incertidumbre, dicha provisión puede ser insuficiente, generando volatilidad e iliquidez en el mercado cambiario. La oferta de dólares a futuro con cumplimiento financiero por parte del Banco contribuye a mitigar dicha volatilidad e iliquidez, pues evita que varios agentes demanden la divisa en el mercado de contado con fines de cobertura. El cumplimiento financiero de estos contratos significa que, a su vencimiento, el Banco reconoce o recibe la diferencia entre el precio del dólar negociado¹⁶ a futuro y el que efectivamente se observa al momento de la liquidación. Dicho pago se hace en pesos, por lo cual no afecta el nivel de las reservas internacionales. Desde marzo hasta mayo de

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

2020 el Banco subastó USD 1.000 m de estos contratos cada mes. Adicionalmente, también subastó las renovaciones de los vencimientos desde abril de 2020 hasta marzo de 2021. Los últimos USD 90,9 m de forwards se vencieron al inicio de marzo y no fueron renovados por el mercado, por tanto, el saldo actual de los forwards en el balance del Banco es cero.

- *Swaps* de dólares a dos meses para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en dólares. En estas operaciones el Banco vende dólares en el mercado de contado con el compromiso de recompra a futuro. De esta manera, se brinda liquidez en dólares para quienes la necesiten, lo cual es especialmente importante si, por cuenta de la aversión al riesgo internacional, los bancos colombianos ven reducidas sus fuentes de fondeo de corto plazo en moneda extranjera. De esta manera no solo se estabiliza el mercado cambiario, sino que se mantiene el financiamiento externo de corto plazo de la economía. Como en el caso de las ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero, con este instrumento el saldo de reservas internacionales no se afecta después de finalizada la operación, pues la contraparte devuelve las divisas al Banco. Entre el 19 y el 20 de marzo de 2020 se contrataron *swaps* por un total de USD 400 m, equivalentes al 6% del saldo de deuda en moneda extranjera de corto plazo de los bancos. Entre abril y junio de 2020 se subastaron USD 400 m diarios de contratos *FX Swaps*, los cuales no fueron demandados. Teniendo en cuenta esto último, y que la liquidez externa mejoró, la JDBR decidió no continuar con estas subastas a partir de julio de 2020 y anunció que estos contratos se volverán a ofrecer cuando se considere necesario.

- vi. Se redujo de forma importante la tasa de interés de política (-250 pb), y a septiembre la situó en mínimos históricos nominales (1,75%) y reales.** Los efectos negativos de la pandemia y las medidas sanitarias necesarias para enfrentarla se reflejaron en una profunda caída del producto y del empleo, en unos amplios excesos de capacidad productiva, y en un nivel de la inflación observada y esperada por debajo de la meta del 3%. Ante este contexto, la JDBR decidió reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 pb a lo largo de 2020, desde un 4,25% a principios del año hasta un 1,75% a finales de diciembre. Lo anterior, con el fin de contribuir a la recuperación de la demanda interna y el empleo, en la medida en que se iba normalizando gradualmente el funcionamiento de los mercados, además de aliviar la carga financiera de los hogares y las empresas durante la coyuntura. Dicha reducción fue de una magnitud importante, comparada con los recortes de la tasa de política monetaria implementados en otras economías del mundo¹⁷. Adicionalmente, el nivel actual de la tasa de política monetaria en el 1,75% implica tasas de interés reales muy bajas, incluso la más baja de la historia reciente, bien sea descontando la inflación observada o las diferentes medidas de inflación esperada. Con esto, la postura de la política monetaria es ampliamente expansiva.
- vii. Se adoptaron medidas para mantener una sólida posición de liquidez internacional.** Durante 2020 el Banco aumentó las reservas internacionales mediante la compra directa de USD 3.500 m a precios de mercado al GN. Adicionalmente, en abril de 2020 obtuvo acceso a la facilidad de repos (FIMA, por su sigla en inglés) que ofrece la Reserva Federal¹⁸. Posteriormente, en mayo el Banco obtuvo la renovación por dos años de la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI por un monto aproximado de USD 11.200 m, el cual se amplió en septiembre hasta un monto aproximado de USD 17.600 m, ante la presencia de un contexto

17 Comparado con otros emergentes, Colombia fue de los países que más redujo su tasa de interés de política, superado en la región solo por México, que ha reducido su tasa de referencia en 300 pb desde el inicio de la pandemia en marzo de 2020.

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

externo más incierto para la economía colombiana. Una porción de esta línea fue desembolsada por parte del FMI al GN (véase el capítulo 3).

Las acciones del Banco ayudaron a aliviar las presiones iniciales registradas en los mercados cambiario y de deuda pública y privada en los primeros meses de la crisis, al tiempo que acomodaron una fuerte preferencia por liquidez en la economía mediante un suministro abundante de recursos por diversos medios. Esto último ha preservado el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y ha provisto una condición necesaria para mantener o ampliar la oferta de crédito. Como se detalla más adelante en la sección 2.4, la mejora en las condiciones financieras y de liquidez externa, junto con la oportuna reacción del Banco, permitieron en el segundo semestre de 2020 la corrección parcial del mercado cambiario y disminuciones graduales en la percepción de riesgo. Adicionalmente, la demanda de títulos de deuda pública por parte de los inversionistas extranjeros se recuperó a partir de mayo de 2020 y las tasas de interés de la deuda pública y privada corrigieron los altos niveles alcanzados en marzo de ese año, ubicándose en el segundo semestre de 2020 en niveles incluso inferiores a los observados previos a la pandemia¹⁹.

A medida que se viene normalizando gradualmente el funcionamiento de los mercados, la reducción de la tasa de interés de política y su transmisión a las tasas de mercado han aliviado la carga financiera de los hogares y las empresas, así como ha contribuido a la recuperación de la demanda agregada y del empleo. Las acciones de política monetaria que contribuyeron a la estabilización de los mercados financieros, sumadas a la reapertura gradual de la economía, permitieron que las reducciones de la tasa de interés de política se transmitieran completamente a las tasas de interés del mercado monetario y a las de captación. Asimismo, el traspaso hacia las tasas de interés de créditos ha sido significativo y, frente a lo registrado desde 2003, ha sido más rápido en particular hacia la de depósitos y créditos preferenciales (véase el Recuadro 1 de este informe). En este entorno de reducción en las tasas de interés a mínimos históricos, los desembolsos de crédito se recuperaron, y a finales de 2020 fueron similares a los registros previos a la pandemia para algunas modalidades. Lo anterior, junto con la mejora en las condiciones externas y a la política fiscal contracíclica, han contribuido a la recuperación de la actividad económica y el empleo a partir del segundo semestre de 2020, como se detallará más adelante.

Durante 2020 el GN también implementó medidas para mitigar el impacto negativo de la emergencia sobre la actividad productiva, las cuales sirvieron para reforzar la liquidez. Algunas de esas medidas se mantendrán durante una parte de 2021. Además del aplazamiento por parte de los diferentes niveles de gobierno de las fechas para el pago de obligaciones tributarias en 2020, el GN reglamentó la devolución automática de saldos a favor para contribuyentes de bajo riesgo dentro de los quince días siguientes a la fecha de presentación de la solicitud. De acuerdo con la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), las medidas adoptadas, de orden nacional, generaron un impulso de la liquidez en la economía cercano a los COP10 b. Por su parte, el fortalecimiento patrimonial del Fondo Nacional de Garantías (FNG) por COP3,25 b, de acuerdo con estimaciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, le permite extender garantías hasta por COP48,2 b, que a su vez pueden representar nuevos créditos para capital de trabajo hasta por COP80,3 b. Con corte al 30 de diciembre se habían desembolsado un total de COP11,5 b con el

19 Fratto *et al.* (2021) realizan un estudio sobre medidas no convencionales de política monetaria para un conjunto de países emergentes, incluido Colombia, en el cual concluyen que estas fueron exitosas en la reducción de las tasas de rendimiento de los bonos de deuda para diferentes plazos en dichos países, contribuyendo en la estabilización de precios de los mercados financieros —Fratto, C.; Vannier, B. H.; Mircheva, M.; de Padua, D.; Ward, M. H. P. (2021). “Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries”, International Monetary Fund—.

respaldo del FNG, reflejados en 466.993 operaciones²⁰. Para 2021 el GN continuará, al menos por unos meses, con algunos de los esfuerzos en procura de mitigar problemas de liquidez en las empresas y de ingreso en hogares vulnerables y contribuir a la recuperación económica. El Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), con el cual el GN entrega a las empresas solicitantes un subsidio a la nómina equivalente al 40 % del salario mínimo (COP 351.000)²¹ por empleado y que, de acuerdo con el GN, al cierre de 2020 giró COP 4,9 b, contribuyendo a mantener cerca de 3,6 millones de empleos, se mantendrá hasta marzo de este año. Por su parte, el programa de Ingreso Solidario, que otorga COP 160.000 mensuales por familia a cerca de tres millones de hogares que no reciben apoyo del Estado, se mantendrá hasta junio de 2021²². Como se verá, este esfuerzo de gasto, junto con la disminución del recaudo, significó un fuerte incremento en el déficit fiscal y el endeudamiento público en 2020 y en sus proyecciones para 2021 publicadas por el GN.

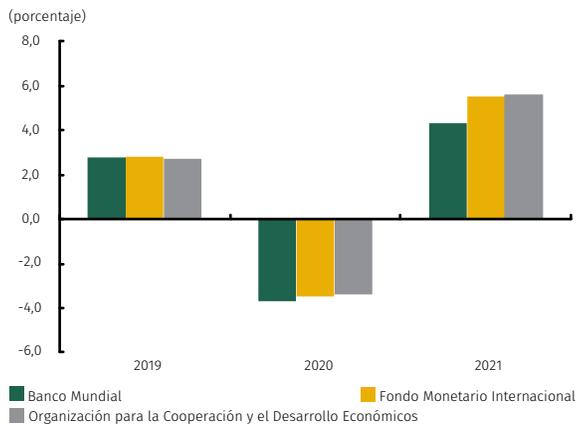
La pandemia también impuso grandes desafíos a la administración del Banco de la República frente a la necesidad de mantener la continuidad de las operaciones bajo las condiciones extraordinarias que enfrentaba el país. Dado su papel estratégico para el funcionamiento del sistema económico del país, la administración del Banco estableció un oportuno ajuste a la normatividad y a la toma de decisiones que favorecieron la adopción de medidas en diferentes ámbitos. En el campo tecnológico se implementaron herramientas de trabajo colaborativo en la nube y se aseguró la dotación de equipos que permitieran la movilidad y el trabajo remoto de los colaboradores. El reforzamiento de esquemas de seguridad informática proporcionó ambientes de trabajo confiables tanto para el Banco, como para el sector financiero y el GN en los servicios que se prestan. Estas acciones fueron fundamentales para la no interrupción de ninguna de las actividades de banca central. En cuanto a los procesos de generación y distribución de especies monetarias, labor que debe realizarse en sitio, se establecieron turnos con el fin de mantener este servicio, clave para la economía del país. Las empresas transportadoras prestaron los servicios de remesas a las diferentes sucursales sin novedad. Además, la acelerada implementación de los protocolos de bioseguridad permitió mantener la salud de los trabajadores y han soportado la continuidad de los servicios y procesos del Banco, además de estar preparados para el retorno a la presencialidad. Fue sobresaliente la forma ágil como el personal del Banco se adaptó al trabajo remoto, y mantuvo el trabajo en equipo, elemento indispensable para cumplir las complejas labores de la entidad.

20 Al 24 de febrero de 2021 las diferentes líneas definidas por el FNG han canalizado 559.662 créditos por un valor de COP 13,6 b.

21 La Ley 2060 de octubre de 2020 estableció que para aquellos beneficiarios que tengan como actividad principal actividades económicas y de servicios de los sectores turístico, hotelero y de gastronomía, además de las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, la cuantía del aporte corresponderá al 50 % del salario mínimo. Igualmente, estableció que cuando entre los empleados sobre los cuales se recibirá el aporte estatal se encuentren una o varias mujeres, el valor del aporte estatal de estas corresponderá también al 50 % del valor del salario mínimo por cada empleada.

22 A estos programas se sumó en 2020 el pago extraordinario por emergencia Covid-19 dentro del esquema de Familias en Acción, el cual correspondía a un valor único por hogar de COP 145.000 que se entregó a familias activas en el programa. Adicionalmente, y como medida de apoyo económico para los hogares más pobres, el GN adelantó el esquema de la devolución del IVA, el cual empezó a operar desde abril de 2020 y que entrega cada dos meses un monto de COP 75.000 a cada hogar priorizado.

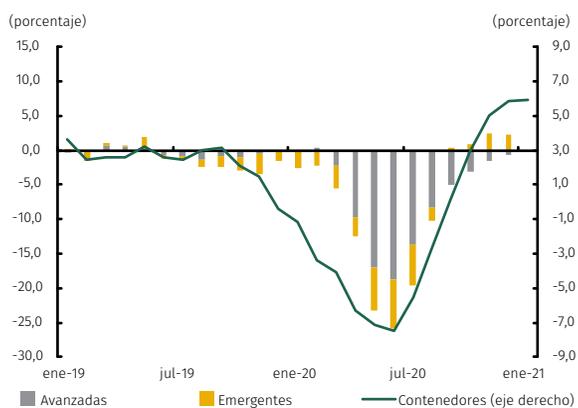
Gráfico 2.2
Crecimiento económico mundial
(variación anual)



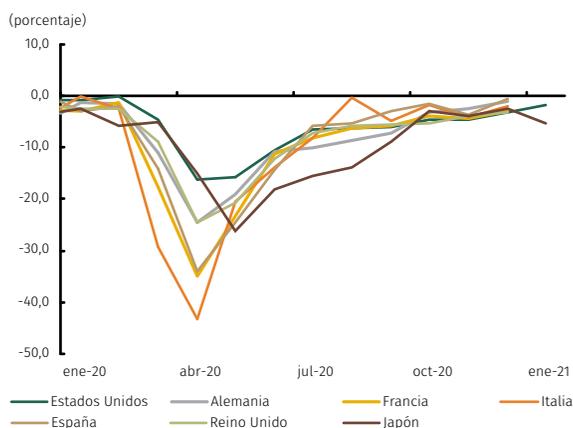
Fuentes: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y OCDE.

Gráfico 2.3
Producción industrial en las principales economías e
indicadores de comercio mundial
(variación anual)

A. Exportaciones reales mundiales y tráfico de contenedores^{a/}



B. Producción industrial



a/ Corresponde al promedio móvil de 3 meses de la variación anual.
Fuentes: Bloomberg, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

2.3 Evolución y perspectivas del entorno macroeconómico internacional

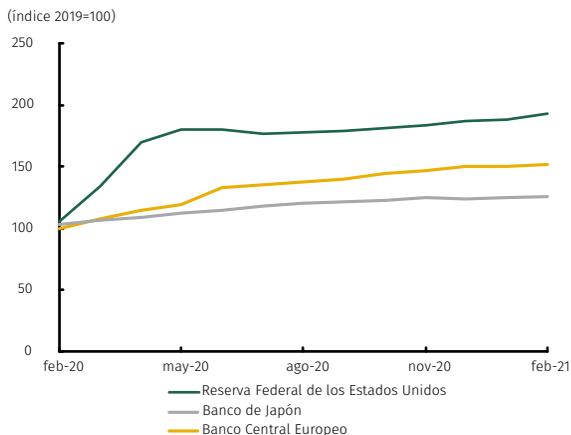
En 2020 el choque global del Covid-19 generó un contexto externo desfavorable, el cual mostró una recuperación parcial en la segunda mitad de ese año, impulsado por la reapertura de las economías, el repunte de la demanda externa y de los términos de intercambio, el incremento de las remesas de trabajadores, las bajas tasas de interés y la amplia liquidez internacional. Hacia adelante las perspectivas han mejorado por el desarrollo de varias vacunas contra el virus. Sin embargo, la incertidumbre es elevada, pues se desconoce la evolución de la pandemia y la persistencia de sus efectos negativos sobre la economía mundial.

Luego de la caída sin precedentes del segundo trimestre de 2020 originada por la crisis sanitaria y por las fuertes restricciones a la movilidad necesarias para contener la propagación del virus, la economía mundial mostró una recuperación parcial en el segundo semestre. En 2020 la pandemia generó una contracción significativa de la economía mundial, la cual el Fondo Monetario Internacional estimó en un 3,5% (Gráfico 2.2). Desde el primer trimestre de 2020 el crecimiento económico global se vio afectado y continuó deteriorándose hasta tocar fondo en el segundo trimestre, lo que está explicado por la propagación del virus y por las fuertes medidas de confinamiento para contenerlo. En el tercer trimestre se observó un repunte parcial de la actividad económica, como resultado de la reapertura paulatina de los países y de las múltiples medidas fiscales y monetarias implementadas para contrarrestar el choque. En el cuarto trimestre el ritmo de recuperación se ralentizó, dinámica a la que posiblemente contribuyeron los nuevos rebrotes del virus en varios países, incluyendo los de la zona del euro y los Estados Unidos, lo cual exigió un incremento de las medidas de aislamiento social. Esta mejora parcial de la economía mundial en el segundo semestre estuvo acompañada de un repunte del comercio internacional de mercancías, de la producción industrial y de los precios de las materias primas, indicadores que en el segundo trimestre habían mostrado caídas importantes (Gráfico 2.3). Además, en la segunda parte de 2020, y en un entorno de amplia liquidez y bajas tasas de interés internacionales, los mercados financieros internacionales tuvieron un mejor comportamiento frente a los deterioros observados en marzo y abril de ese año. Por su parte, las perspectivas de mediano plazo para la economía mundial se han tornado más favorables debido al desarrollo de varias vacunas contra el Covid-19 y el comienzo de la vacunación de la población, aunque este proceso inició relativamente lento y con restricciones de oferta mundial. En este contexto, para 2021 diferentes organismos internacionales y analistas prevén un rebote del PIB mundial, que se ubicaría entre el 4,3% y el 5,6% (Gráfico 2.2). Sin embargo, la incertidumbre sigue siendo elevada, pues se desconoce la evolución de la pandemia y la persistencia de efectos negativos en el mundo asociados a un mayor endeudamiento público, al incremento de la pobreza y al deterioro de los mercados laborales, entre otros.

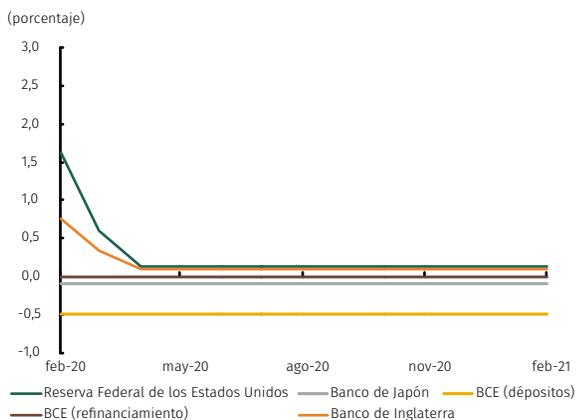
El impulso fiscal y monetario implementado por las autoridades de varios países ha contribuido a la recuperación de

Gráfico 2.4
Política monetaria en algunas economías avanzadas

A. Hojas de balance (total activos)

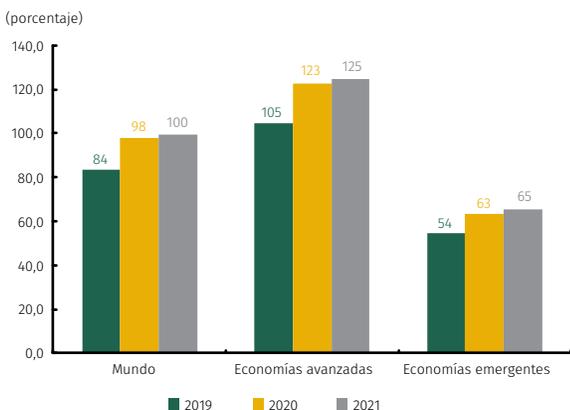


B. Tasas de referencia



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo y Bloomberg.

Gráfico 2.5
Deuda bruta del gobierno
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

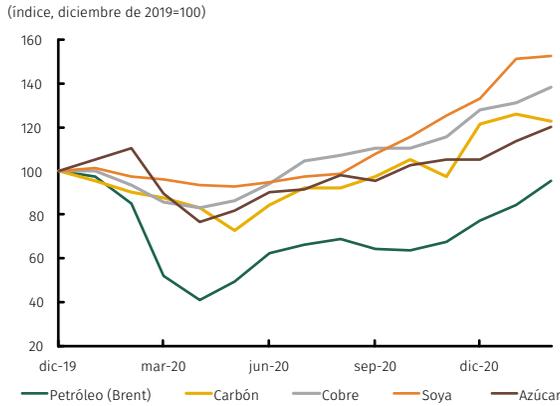
Las diferentes economías. En 2020 los bancos centrales de las economías desarrolladas redujeron sus tasas de interés o las mantuvieron en niveles históricamente bajos e implementaron medidas no convencionales que favorecieron la liquidez de los mercados financieros internacionales (Gráfico 2.4); esto, en un entorno de bajas presiones inflacionarias, excesos de capacidad productiva y mercados laborales holgados, como resultado del choque del Covid-19. Los bancos centrales de las economías en desarrollo también implementaron una política monetaria ampliamente expansiva, que estuvo acompañada de medidas adicionales para contrarrestar el choque. En el frente fiscal, y sujetos a la capacidad de financiamiento, los gobiernos dieron diferentes medidas de ayudas a empresas y hogares para mitigar el impacto negativo en los ingresos. Lo anterior se sumó a la reducción en el recaudo tributario por la crisis económica, llevando a un deterioro generalizado de las variables fiscales. En consecuencia, y según el FMI, durante 2020 la deuda pública se incrementó cerca de 18 puntos porcentuales (pp) del PIB en economías avanzadas y 9 pp en economías emergentes, alcanzando niveles del 123% y 63% del PIB, respectivamente. Para 2021 el FMI espera que los déficits fiscales, en promedio, se reduzcan tanto en economías avanzadas como en emergentes, mientras que anticipa un incremento adicional, pero mucho menor al de 2020, en los niveles promedio de deuda pública (Gráfico 2.5). Estas expectativas estarían fundamentadas, principalmente, en la recuperación de los ingresos tributarios, acorde con el repunte esperado de la actividad económica en el presente año.

En 2020 la reducción de la demanda externa se constituyó en un choque desfavorable para el país, el cual se diluyó parcialmente en el segundo semestre de ese año. El PIB promedio de los socios comerciales de Colombia registró una caída sin precedentes en 2020, la cual el equipo técnico en su *Informe de Política Monetaria* de enero estimó cercana al 7%. Esta caída habría sido más acentuada que la estimada para la economía mundial. Esto último estuvo explicado por la fuerte contracción del PIB de varios de los principales socios comerciales, como Perú (-11,2%), México (-8,5%), Ecuador (-8%)²³ y la zona del euro (-6,8%). Vale la pena mencionar que los países de Centroamérica donde se localizan inversiones colombianas del sistema financiero también mostraron reducciones significativas en su crecimiento económico. Por ejemplo, en 2020 Panamá registró una caída del PIB del 17,9%. Para 2021 los supuestos del equipo técnico del Banco de la República señalan un crecimiento del PIB promedio de los socios comerciales que se ubicaría entre un 2,5% y 6,5%, dinámica que estaría favorecida, en parte, por la vacunación contra el virus, en donde se destacan los avances en los Estados Unidos y Chile. La recuperación de los socios comerciales continuaría dándose en un entorno de alta heterogeneidad entre países debido a las diferencias en las condiciones de las economías antes del choque, en el control de la pandemia y en las medidas para contrarrestar sus efectos negativos, en lo cual la mayoría de los países de la región tendrían un panorama menos favorable.

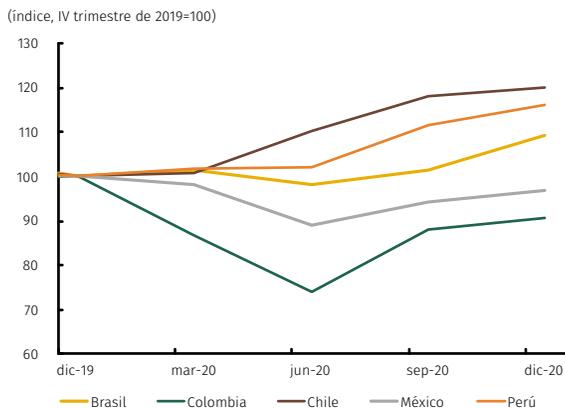
23 Esta cifra corresponde al pronóstico del equipo técnico consignado en el *Informe de Política Monetaria* de enero de 2021.

Gráfico 2.6
Precios internacionales de productos básicos y términos de intercambio de algunos países de la región

A. Precios de los productos básicos exportados



B. Términos de intercambio



Fuentes: Bloomberg, Datastream, bancos centrales, IPEA y Banco de la República.

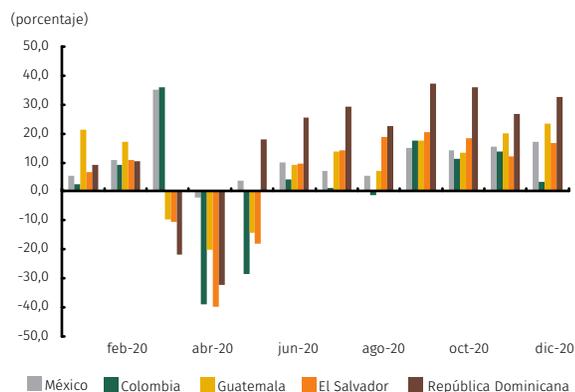
En todo caso, la incertidumbre sobre la velocidad y sostenibilidad de la recuperación sigue siendo elevada, pues es difícil anticipar el comportamiento de la pandemia y la persistencia de sus efectos negativos, así como el ritmo de vacunación de la población, entre otros factores.

En 2020 la reducción del 15,5% de los términos de intercambio (TI) fue un choque negativo adicional que enfrentó la economía colombiana, y se explicó principalmente por los menores precios de exportación del petróleo y del carbón (Gráfico 2.6, panel A). En particular, la reducción del precio del crudo en 2020²⁴ radicó, en gran parte, en la recesión económica global y en las restricciones a la movilidad. Por el lado de la oferta, a pesar de los recortes a la producción por parte de la OPEP y sus aliados, a comienzos de marzo se registraron desacuerdos entre Arabia Saudita y Rusia, hecho que retrasó dichos recortes, e incluso llevó a un aumento temporal de la producción, aportando así al sobreabastecimiento del mercado y al incremento en los inventarios mundiales. De esta manera, los TI alcanzaron el mínimo del año en abril, y en adelante presentaron una recuperación parcial, acorde con el repunte de los precios de las materias primas exportadas por el país, incluyendo el del petróleo²⁵. La reducción de los TI tuvo efectos negativos sobre el ingreso nacional, el crecimiento económico y contribuyó a la depreciación de la moneda. Adicionalmente, limitó el ajuste externo del país, pues redujo de forma significativa el valor de las exportaciones y fue un factor determinante de la contracción de la inversión directa. Por su parte, los ingresos fiscales también se ven afectados por el impacto sobre las regalías y la rentabilidad de las empresas mineras y petroleras, en particular de Ecopetrol. En términos relativos, esta afectación a los TI fue mayor que lo registrado en otros países de la región que presentan canastas exportadoras más diversificadas, que son importadores de petróleo o que concentran sus ventas externas en bienes básicos cuyos precios se vieron menos afectados (Gráfico 2.6, panel B). Para 2021 las perspectivas del equipo técnico muestran un repunte de los TI, en parte, debido a los mayores precios esperados para el petróleo, los cuales se verían favorecidos por factores como el mejor desempeño de la economía mundial y por una oferta que, teniendo en cuenta aspectos como los recortes de la OPEP y sus aliados, continuaría en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Para 2021 las perspectivas del mercado han mejorado recientemente, y a partir del alza en el precio observada en febrero los analistas prevén que esta cotización se ubique entre USD47 bl y USD71 bl (Brent) para el

24 En 2020 el precio del petróleo fue de USD43,2 bl para la referencia Brent y USD39,3 bl para la referencia WTI, lo que significó una reducción anual del 32,7% y 31%, respectivamente.

25 Luego de alcanzar el mínimo del año en abril, el precio del petróleo se recuperó de forma parcial, y en diciembre su promedio se situó en USD50,2 bl para el Brent y USD47,1 bl para el WTI. Este repunte se explicó, en parte, por la reducción en la producción mundial, debido a los acuerdos de recortes por parte de la OPEP y sus aliados. Además, la extracción de crudo también se redujo en otros países, debido al deterioro de la rentabilidad del negocio. A esta recuperación parcial del precio también contribuyeron factores de demanda, como el repunte de la actividad económica mundial, la reapertura paulatina de los países y el crecimiento de la economía china.

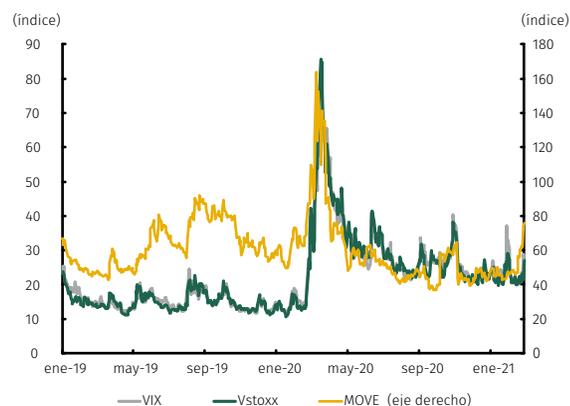
Gráfico 2.7
Ingresos en dólares por remesas de trabajadores
(variación anual)



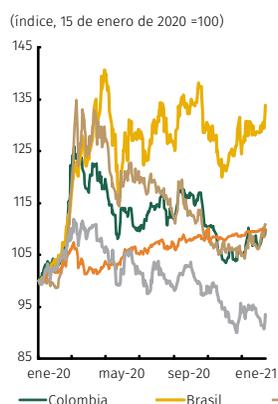
Fuente: bancos centrales.

Gráfico 2.8
Índice de volatilidad en los mercados financieros
internacionales, tasa de cambio nominal y prima de riesgo
(CDS a cinco años) para algunas economías de la región

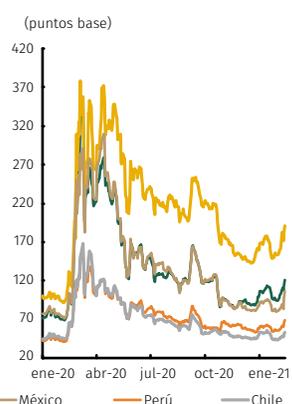
A. Índices de volatilidad financiera



B. Tasa de cambio nominal



C. Credit default swaps a cinco años



Fuente: Data License.

promedio del presente año. Este intervalo es amplio y refleja la alta incertidumbre que se mantiene sobre este mercado.

En 2020 las remesas de trabajadores presentaron un incremento que contribuyó a mitigar el impacto negativo de la pandemia sobre el ingreso nacional. Luego de los bajos niveles observados en abril, los ingresos en dólares por remesas de trabajadores mostraron una recuperación significativa, creciendo en el último trimestre cerca del 9% anual, con lo cual en todo 2020 se recibieron USD 6.853 m, 1,8% más que lo registrado un año atrás. Estos ingresos, que tuvieron un rol contracíclico y que se destinan en buena parte al consumo de los hogares receptores, pasaron de representar el 2,1% del PIB en 2019 al 2,5% en 2020. Los datos por origen geográfico del segundo semestre destacan los mayores recursos provenientes de los Estados Unidos, en donde se han establecido un número importante de migrantes colombianos y donde la actividad económica y el mercado laboral se recuperaron parcialmente en el segundo semestre del año, lo que, junto con el estímulo fiscal, contribuyó a mejorar el ingreso de la población. El comportamiento de las remesas de trabajadores en 2020 no fue exclusivo de Colombia. Otros países de la región registraron incrementos, destacándose casos como el de México y países de Centroamérica (Gráfico 2.7).

En un entorno de amplia liquidez y bajas tasas de interés internacionales, el país ha mantenido acceso a diferentes fuentes de financiamiento externo. Como se detallará en la sección 2.4.1, en marzo y abril en las economías emergentes, incluida Colombia, se registró un fuerte deterioro de las primas de riesgo y las monedas se depreciaron frente al dólar, hecho que se revirtió parcialmente en el segundo semestre de 2020 (Gráfico 2.8). En este último período, según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), los flujos de capitales hacia países emergentes presentaron un mejor comportamiento. A pesar de esta recuperación en las condiciones financieras internacionales, en 2020 las calificadoras de riesgo redujeron la calificación crediticia y las perspectivas de varios países de la región²⁶. En el caso colombiano, el grado de inversión de la deuda pública se mantuvo, a pesar de las revisiones hechas por algunas calificadoras, como se detalla en la siguiente sección. Por su parte, en 2020 el Banco de la República incrementó sus reservas internacionales, lo que, junto con el acceso y ampliación de la línea de crédito flexible con el FMI²⁷, contribuye a que la economía colombiana tenga mayor resiliencia frente a eventuales choques externos. Según las perspectivas del equipo técnico del Banco, el país continuaría con acceso pleno a los mercados financieros internacionales y a varias fuentes de recursos para suplir sus necesidades de financiamiento externo. Sin embargo, no se descarta que se registre una alta vola-

26 México registró reducciones en la calificación de su deuda por parte de las tres de las principales calificadoras (S&P, Moody's y Fitch), manteniéndose aún en grado de inversión. En Chile, aunque únicamente Fitch Ratings redujo su calificación de A a A-, Moody's y S&P cambiaron su perspectiva de estable a negativa. Para el caso de Brasil no se registraron rebajas en la calificación de su deuda; sin embargo, S&P redujo su perspectiva de positiva a estable, y Fitch Ratings de estable a negativa.

27 Véase el Recuadro 2 de este informe.

tilidad en las condiciones financieras internacionales debido, entre otros factores, a modificaciones en la velocidad de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos, dadas las mayores perspectivas de crecimiento económico e inflación en ese país.

2.4 Evolución y perspectivas de los mercados financieros y de crédito

A finales del primer trimestre de 2020 las condiciones financieras externas e internas se deterioraron significativamente debido al choque de la pandemia. Posteriormente, la amplia liquidez internacional, la reapertura parcial de varias economías, la aprobación de las primeras vacunas contra el Covid-19, la recuperación del precio del petróleo, y las medidas del Banco de la República y del Gobierno Nacional, entre otros factores, contribuyeron a estabilizar los mercados financieros y la recuperación de las condiciones de financiamiento externo e interno del país. Las reducciones de las tasas de interés de política se han transmitido a las tasas de interés de depósitos y de préstamos. El crédito se sigue recuperando y el sistema financiero mantiene niveles adecuados de solidez patrimonial y liquidez.

2.4.1 Mercados financieros

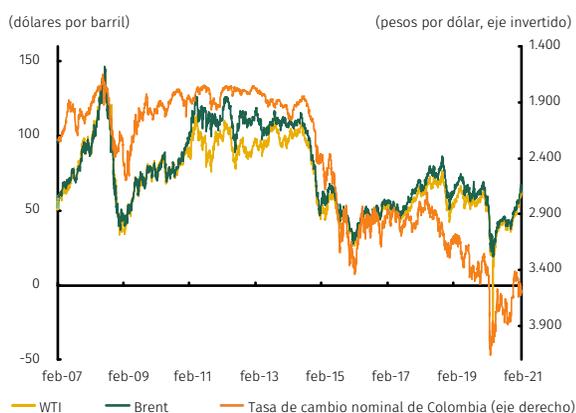
A inicios de 2020 los mercados financieros registraron un buen desempeño, pero un fuerte deterioro a finales del primer trimestre debido a la pandemia. Posteriormente, estos mercados se recuperaron parcialmente, en un entorno volátil, pero de menor aversión global al riesgo (Gráfico 2.8). Al inicio del primer trimestre de 2020 los mercados financieros presentaron un buen desempeño, impulsados por una mayor demanda por riesgo y por las expectativas de mayor estímulo monetario en el mundo como respuesta al Covid-19, que se esperaba tuviera un impacto moderado. Sin embargo, la rápida expansión global del virus, junto con las medidas estrictas de aislamiento social necesarias para contenerlo, generaron un fuerte deterioro en los mercados financieros internacionales y en los indicadores de percepción de riesgo (Gráfico 2.8, panel A). A partir del segundo trimestre de 2020 el proceso de recuperación gradual de los mercados financieros ocurrió como consecuencia de la flexibilización de las medidas de aislamiento social y la reapertura de la mayoría de las economías, la implementación de políticas monetarias y fiscales expansivas, la recuperación parcial de los precios de las materias primas, y el desarrollo de varias vacunas contra el Covid-19, así como el inicio del proceso de vacunación.

En el segundo trimestre de 2020 las medidas de riesgo en países emergentes pasaron de niveles históricamente bajos a presentar aumentos significativos. Posteriormente, estas medidas se redujeron gradualmente, pero permanecen en niveles superiores a los observados antes de la pandemia. En el caso de Latinoamérica, durante el primer trimestre de 2020 los *credit default swaps* (CDS) a cinco años aumentaron 176 pb en Brasil, 162 pb México, 161 pb en Colombia, 88 pb en Chile y 78 pb en Perú. Posteriormente, entre el 31 de marzo de 2020 y el 26 de febrero de 2021 disminuyeron²⁸ (Gráfico 2.8, panel C). Para Colombia esta medida de riesgo alcanzó un máximo el 23 de marzo de 2020 de 356 pb, cerró el año en 87 pb, y en lo corrido de 2021 al 26 de febrero se ha mantenido en promedio en 102 pb. Los niveles aún elevados de las primas de riesgo en algunos países de la región se explican, en gran medida, por la alta incertidumbre que existe en torno a la evolución de la pandemia y su efecto sobre la recuperación de la actividad económica global y local, la oferta limitada de vacunas y las debilidades en la eficiencia de su aplicación, el aumento de la deuda pública, entre otros. En materia cambiaria, después del fortalecimiento del dólar del primer trimestre, su comportamiento se revirtió, y entre finales de marzo de 2020 y el 26 de febrero de 2021 el dólar estadounidense

28 Los CDS a cinco años disminuyeron 134 pb en México, 112 pb en Colombia, 85 pb en Brasil, 76 pb en Chile y 50 pb en Perú.

se debilitó un 8,2% frente a sus principales cruces²⁹ y un 9,7% frente a las monedas de economías emergentes³⁰. Finalizando 2020 el DXY (índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales) alcanzó su menor nivel en dos años y medio. Sin embargo, este debilitamiento del dólar estuvo contenido por los incrementos en los contagios en varios países, y por la incertidumbre mundial en algunos frentes, tales como el desarrollo de las negociaciones en el congreso estadounidense de un nuevo paquete de estímulo fiscal, las tensiones entre los Estados Unidos y China, las elecciones presidenciales estadounidenses y el Brexit. En América Latina, acorde con el debilitamiento global del dólar, algunas monedas se apreciaron a partir del segundo trimestre de 2020, influenciadas, además, por el aumento en el precio del petróleo y los metales industriales y algunos factores idiosincrásicos. Desde ese momento hasta el 26 de febrero en la región se han apreciado el peso chileno (15,0%), el peso mexicano (11,9%) y el peso colombiano (10,6%), mientras que se han depreciado el real brasileño (-7,6%) y el sol peruano (-6,3%) (Gráfico 2.8, panel B).

Gráfico 2.9
Tasa de cambio nominal y precio internacional del petróleo



Nota: datos al 26 de febrero de 2021.
Fuente: Data License.

El peso colombiano, al igual que otras monedas emergentes, corrigió parcialmente la fuerte depreciación frente al dólar observada en el primer trimestre de 2020.

En ese período el peso se depreció 23,7% frente al dólar, acorde con el deterioro de las expectativas económicas externas y locales y la caída del precio del petróleo. A partir del segundo trimestre la reversión parcial de la apreciación estuvo soportada, además de los factores internacionales ya mencionados, en la recuperación del precio del crudo³¹ que se vio favorecida por: 1) la entrada en vigor de los recortes de la OPEP+; 2) los recortes adicionales anunciados por Arabia Saudita, Emiratos Árabes y Kuwait; 3) el optimismo sobre la reapertura gradual de las economías; 4) la reducción en la producción de crudo, como consecuencia de algunos huracanes, y 5) la reciente interrupción en la producción petrolera en los Estados Unidos por el fuerte invierno (Gráfico 2.9). Adicionalmente, a partir del último trimestre de 2020 la recuperación del peso también estuvo influenciada, en parte, por la ratificación de la calificación del

29 De acuerdo con el DXY, el cual incluye el euro, el yen japonés, el dólar canadiense, la libra esterlina, la corona sueca, y el franco suizo. Este grupo de monedas corresponde a aquellas de los principales socios comerciales de los Estados Unidos.

30 De acuerdo con el MEXF0CX0 index, que incluye las monedas de Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, Kuwait, India, Indonesia, Corea, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos.

31 Durante el primer trimestre de 2020 el precio del petróleo Brent disminuyó un 61,5% y el del WTI un 66,8%. No obstante, entre el 31 de marzo de 2020 y el 26 de febrero de 2021 el precio del petróleo Brent aumentó un 144,5% y el del WTI un 200,3%. La correlación entre el Brent y la tasa COP/USD fue de -0,92 en 2020. Sin embargo, durante lo corrido de 2021 la correlación ha sido de 0,54.

país por parte de las distintas agencias calificadoras³² (después de que Fitch redujo la calificación crediticia del país a principios de abril de 2020³³), monetizaciones por parte del Gobierno y expectativas de ventas adicionales relacionadas con el desembolso de una parte de la línea de crédito flexible con el FMI y la oferta de dólares por parte de agentes extranjeros. Así, la tasa de cambio cerró 2020 en COP3.430 por dólar, después de registrar un máximo de COP4.106 por dólar el 19 de marzo del mismo año³⁴. Desde febrero de 2021 los mercados financieros de los países emergentes, incluido el de Colombia, se han visto afectados de manera negativa por la venta masiva de bonos a nivel global a consecuencia de las expectativas de un crecimiento acelerado en la inflación, particularmente en algunos países desarrollados. En lo corrido de 2021 al 26 de febrero, la tasa de cambio se ubicó en promedio en COP3.526 por dólar.

Desde marzo de 2020 el Banco de la República ha ofrecido coberturas cambiarias y ha otorgado liquidez en dólares. Como se menciona en la sección 2.2 de este informe, con el propósito de aliviar las presiones en el mercado cambiario, el Banco de la República implementó los siguientes instrumentos: 1) ventas de dólares *forward* con cumplimiento financiero a un mes para ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso, y 2) *swaps* de dólares a dos meses para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en esa moneda. Teniendo en cuenta que la liquidez externa presentó mejoras frente a las condiciones observadas en marzo de 2020, a partir de julio de 2020 a marzo de 2021 el Banco subastó únicamente los vencimientos de la venta de dólares *forward*. Adicionalmente, la JDBR decidió no continuar con las subastas de venta de dólares *spot* a través de contratos *FX Swaps* y anunció que este último instrumento se volverá a ofrecer cuando se considere necesario.

La demanda de títulos de deuda pública por parte de los inversionistas extranjeros se recuperó a partir de mayo, después de las altas ventas de estos títulos observadas en el primer trimestre de 2020 con ocasión de la expansión de la pandemia. De esta manera, las compras netas durante 2020 contrastaron con las ventas netas observadas para 2019³⁵. Adicionalmente, se registró un repunte histórico en septiembre (COP5.016 mm), que coincidió con la inclusión de los títulos de deuda pública en moneda local en los índices de Bloomberg Barclays a partir del ese mes³⁶, y con la emisión de un TES a 30 años³⁷, del cual los inversionistas extranjeros demandaron COP3,3 billones (b) de los COP4,8 b colocados inicialmente. Acorde con lo observado en otros mercados emergentes, esta tendencia positiva

32 El 28 de octubre de 2020 la agencia calificadora S&P mantuvo la calificación de deuda en moneda local y en moneda extranjera a largo plazo en BBB- con perspectiva negativa. El 6 de noviembre de 2020 Fitch Ratings ratificó la calificación crediticia de la deuda a largo plazo de Colombia en BBB- con perspectiva negativa. El 3 de diciembre de 2020 la calificadora Moody's confirmó la calificación de Colombia en Baa2 y cambió la perspectiva de estable a negativa.

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

34 La tasa de cambio promedio para 2020 se ubicó en COP3.693 por dólar, lo que significó una depreciación promedio para el año del 12,5%.

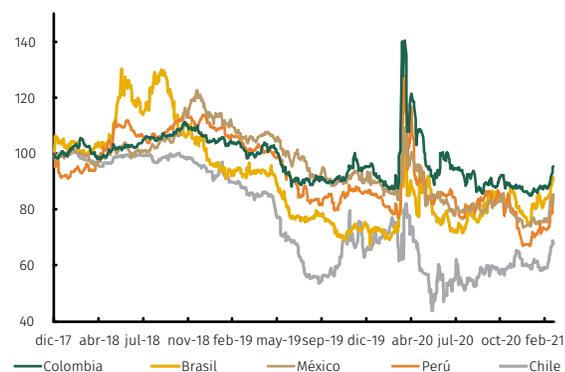
35 Durante 2020 los inversionistas extranjeros compraron en neto TES denominados en pesos por COP12.476 mm (al tiempo que registraron vencimientos de estos títulos por COP1.197 mm) y vendieron en neto COP525 mm de TES UVR. Por su parte, en el transcurso de 2019 vendieron en neto TES en pesos por COP627 mm (y registraron vencimientos por COP1.216 mm) y compraron en neto TES UVR por COP734 mm (y registraron vencimientos por COP7 mm).

36 Anunciado el 30 de enero de 2020, cuando se indicó que Colombia, junto con Perú y Rumania, serían elegibles para los índices de renta fija de Bloomberg Barclays Global Aggregate y Global Treasury. En ese momento se señaló que, en conjunto, comprenderían el 0,2% del índice Global Aggregate y el 0,5% del índice Global Treasury. Posteriormente, el 30 de julio Bloomberg proyectó que la participación individual de Colombia dentro de estos índices sería del 0,1% y 0,19%, respectivamente.

37 Con vencimiento en octubre de 2050, siendo el bono a más largo plazo, en moneda local y a tasa fija que se ha emitido hasta la fecha.

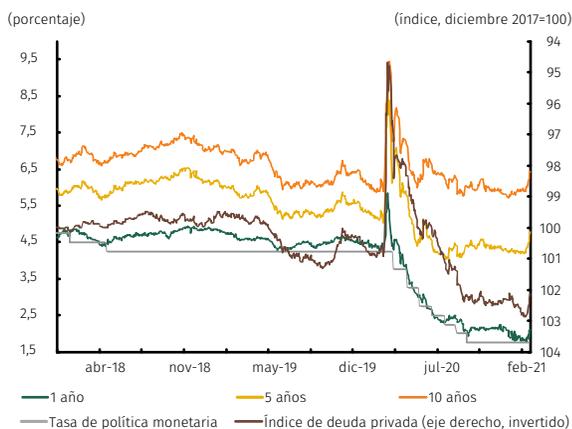
Gráfico 2.10
Tasas de interés en algunas economías emergentes

(índice, 31 de diciembre de 2017=100)



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

Gráfico 2.11
Tasas cero cupón TES en pesos por plazo, índice de deuda privada^{a/} y tasa de política monetaria



a/ El índice de deuda privada se presenta con base 100 en diciembre de 2017.
Fuentes: SEN y MasterTrader; cálculos del Banco de la República.

de flujos se revirtió en febrero de 2021, al registrarse ventas netas mensuales por COP2,4 b, lo cual no se observaba desde marzo de 2020 (COP2,6 b). En el mercado a futuro, por su parte, la posición compradora neta en TES por parte de los agentes del exterior mediante contratos NDF³⁸ también aumentó en 2020 frente a lo observado durante 2019³⁹. En el caso de los TES en pesos, estas compras a futuro se dieron principalmente en el primer semestre del año (COP4.149 mm, al tiempo que en 2020 las compras ascendieron a COP2.293 mm), mientras que en el segundo semestre su posición se redujo parcialmente conforme aumentó el interés de estos inversionistas por participar en el mercado de contado de deuda pública. En el caso de los TES UVR, se destacó particularmente el incremento sostenido de su posición compradora en el cuarto trimestre de 2020 (COP1.662 mm), anticipando posibles incrementos de la inflación en los primeros meses de 2021. En lo corrido de 2021 la posición compradora neta de TES a futuro de estos inversionistas presentó una reducción significativa, acorde con lo observado en el mercado de contado⁴⁰.

Las tasas de interés de la deuda pública y privada corrigieron los altos niveles alcanzados en marzo de 2020, ubicándose en niveles inferiores a los observados previos a la pandemia.

Durante los primeros dos meses de 2020 los títulos de deuda pública (TES) y privada, al igual que la mayoría de los títulos emitidos en los países de la región, presentaron un buen desempeño ante el mejor entorno internacional. Posteriormente, el fuerte aumento del riesgo global y local debido a la pandemia generó un aumento importante de las tasas de los títulos de la región. No obstante, estas tasas se corrigieron rápidamente a la baja, hasta alcanzar niveles inferiores a los observados previos a la crisis (Gráfico 2.10). Lo anterior, como consecuencia de la menor aversión al riesgo ante las expectativas de una apertura gradual de la mayoría de las economías, y de la recuperación parcial de los precios de los bienes básicos, incluido el petróleo. Durante lo corrido de 2021 las tasas de largo plazo de estos títulos han vuelto a aumentar, acorde con las tasas del Tesoro en los Estados Unidos ante las mayores expectativas de un estímulo fiscal y sus implicaciones sobre las perspectivas de una mayor inflación. Por el contrario, las tasas de corto plazo han presentado leves cambios durante el año ante las expectativas de estabilidad de la postura de política monetaria por parte de la mayoría de los bancos centrales de la región (Gráfico 2.11).

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

39 Durante 2020 la posición compradora de los inversionistas extranjeros mediante contratos NDF para TES denominados en pesos y TES UVR aumentó COP2.293 mm y COP2.731 mm, respectivamente, mientras que en 2019 la posición compradora a futuro de estos inversionistas se redujo COP1.668 mm y COP58 mm para TES pesos y TES UVR, respectivamente.

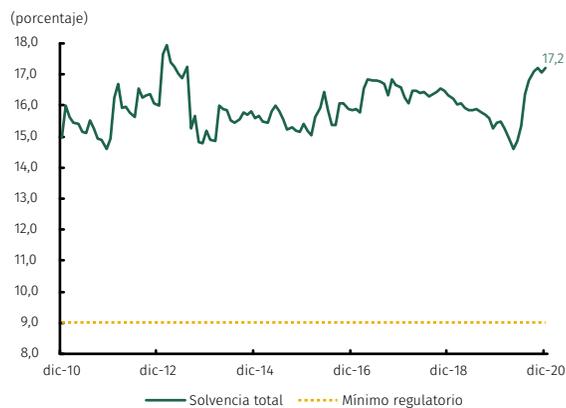
40 En enero aumentó COP377 mm y COP159 mm para TES en pesos y TES UVR, respectivamente, mientras que en febrero su posición disminuyó COP1.508 mm y COP479 mm, respectivamente.

En el mercado accionario los inversionistas extranjeros fueron los mayores vendedores durante 2020. Sin embargo, en noviembre y diciembre se observaron entradas de recursos de estos agentes. En 2020 los inversionistas extranjeros vendieron en neto COP 3.431 mm, presentando las mayores salidas anuales desde que se tiene información (2010). Sin embargo, en noviembre y diciembre revirtieron su comportamiento y presentaron compras netas que ascendieron a COP 241 mm.

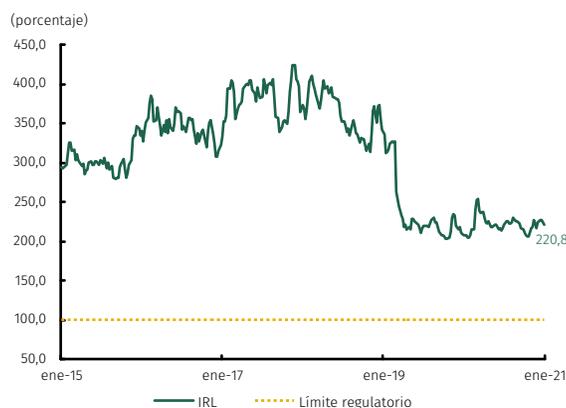
En 2021 el desempeño de los mercados financieros locales dependerá del comportamiento del contexto externo, de la evolución de la pandemia, del proceso y eficiencia de vacunación interno, de la velocidad de recuperación del empleo y de la economía, así como del programa de ajuste fiscal. Como se explica en este informe, se espera que en 2021 los niveles del producto y del empleo se sigan recuperando, en un entorno de crecimiento de la demanda externa y de unos términos de intercambio que serían más altos que los registrados en 2020. Por su parte, el Gobierno ha anunciado que en el primer semestre de 2021 se tramitará una reforma fiscal, la cual es fundamental para la estabilización de las finanzas públicas y podría redundar en la confirmación de las calificaciones de riesgo de Colombia. Esta recuperación fiscal puede ser influenciada por el ritmo de la recuperación económica, el cual dependerá en una importante medida del proceso de vacunación y de la evolución del virus.

Gráfico 2.12
Indicadores de solvencia y liquidez de los establecimientos de crédito

A. Solvencia total



B. IRL^{a/}



a/ El IRL hace referencia al Indicador de riesgo de liquidez que mide la razón entre los activos líquidos y los requerimientos netos de liquidez en un horizonte de 30 días para todos los establecimientos de crédito.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

2.4.2 Intermediación financiera de los establecimientos de crédito

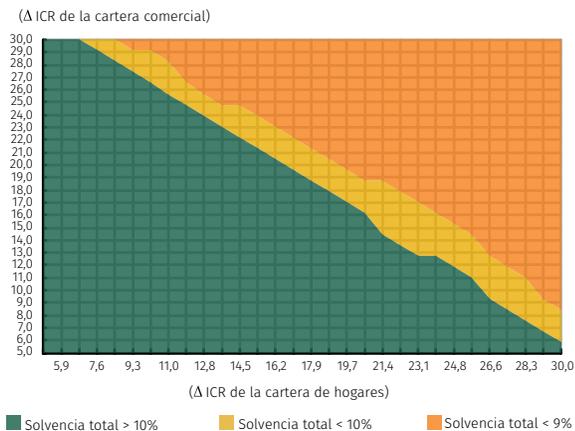
En 2020 el sistema financiero mantuvo una solidez patrimonial y niveles adecuados de liquidez. En el pasado reciente sus utilidades se han reducido debido principalmente al aumento en las provisiones de los créditos. Una fortaleza de la economía colombiana radica en la solidez de su sistema financiero. La adopción oportuna de medidas macroprudenciales, la estricta supervisión a las entidades financieras, y el avance en el cumplimiento de estándares internacionales, como los de Basilea III, contribuyeron a que el sector financiero estuviera bien preparado para enfrentar un choque de tanta magnitud como el que significó la llegada del Covid-19. Para los primeros meses de 2020, antes del choque producido por la pandemia, los establecimientos de crédito (EC) presentaban indicadores agregados de solvencia (Gráfico 2.12, panel A) y liquidez (Gráfico 2.12, panel B) muy por encima de los mínimos regulatorios. Posterior a la aparición de la pandemia, estos niveles de solvencia y liquidez no han mostrado deterioro, lo cual responde tanto a la resiliencia de las instituciones como a las medidas de respuesta adoptadas por el Banco de la República y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Hacia el final del año la solvencia agregada de los EC aumentó ligeramente debido a la convergencia de tres factores: 1) la anticipación de algunas entidades a la implementación completa de Basilea III para principios de 2021 bajo los lineamientos de los decretos 1477 de 2018 y 1421 de 2019; 2) el menor crecimiento del activo, y 3) la recomposición del activo de cartera hacia inversiones.

Gráfico 2.13
ROA de los establecimientos de crédito



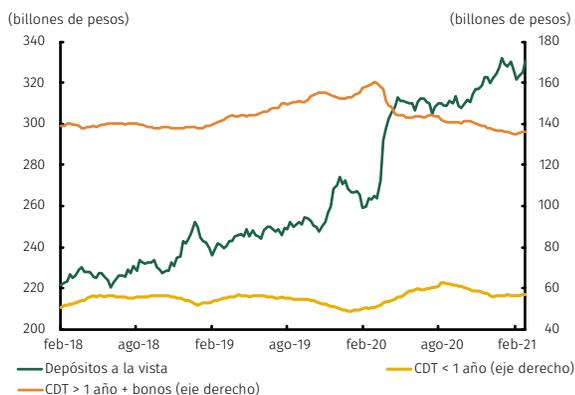
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.14
Solvencia total para diferentes choques del ICR por modalidad



Nota: cada punto de la gráfica representa una combinación simulada de la variación del ICR de la cartera comercial y hogares para finales de 2021. Los colores para cada punto representan la situación de solvencia agregada del sistema si estos choques llegaran a materializarse siendo el color verde una situación de solvencia adecuada y el color naranja una situación donde la solvencia agregada del sistema cae por debajo del mínimo regulatorio.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.15
Saldo de los depósitos de los establecimientos de crédito por plazo



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

En 2020 se acentuó la tendencia decreciente del indicador agregado de rentabilidad (retorno sobre activos, ROA), comportamiento que se venía registrando desde finales de 2019. Con esto, algunos de los EC han empezado a registrar pérdidas. Dada la expectativa de deterioros y el incremento en la proporción de la cartera riesgosa, los EC han incrementado sus provisiones, lo cual ha impactado, como se esperaba, sus indicadores de rentabilidad. En particular, el ROA ha alcanzado niveles que no se observaban desde 2002 (Gráfico 2.13). De continuar con esta tendencia en la materialización de riesgo en la cartera de créditos, se espera que la rentabilidad mantenga una tendencia decreciente.

A pesar de lo anterior, el agregado del sistema cuenta con un amplio margen para afrontar pérdidas. En el *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República del segundo semestre de 2020 se presentó un ejercicio de *reverse stress test*, el cual buscaba evaluar la capacidad del sistema financiero para absorber variaciones hipotéticas extremas del indicador de calidad por riesgo (ICR) (Gráfico 2.14). El ejercicio sugiere que el ICR agregado tendría que ubicarse en niveles superiores al 28% (más de tres veces el nivel actual) hacia finales de 2021 para que la solvencia agregada de los EC se sitúe en niveles inferiores al mínimo regulatorio, lo que representa más de tres veces el nivel actual del sistema. Lo anterior implica que actualmente el agregado del sistema cuenta con un amplio margen para afrontar pérdidas por gasto en provisiones y por los menores ingresos por intereses que ocasionaría un deterioro en la calidad de la cartera.

Desde el segundo trimestre de 2020 las fuentes de financiación de corto plazo aumentaron su participación en los pasivos de los establecimientos de crédito. Esta tendencia ha permanecido, lo cual aconseja un manejo prudente del activo por parte de los intermediarios. En marzo y abril de 2020 los saldos en los depósitos de ahorro y en las cuentas corrientes se incrementaron de forma significativa en pocas semanas, producto de la mayor incertidumbre y la aversión al riesgo a raíz de la pandemia. Tras ese cambio de nivel, en la segunda mitad del año los saldos de estos depósitos se mantuvieron y los crecimientos se estabilizaron. Para los depósitos a plazo (CDT y bonos), desde el inicio de la crisis aumentó la preferencia por plazos más cortos y se redujo de forma notable la de los depósitos de largo plazo (Gráfico 2.15). Esta dinámica se ha mantenido, con lo cual el saldo total de CDT y bonos se situó, al cierre de enero, en niveles similares a los de dos años atrás. La preferencia por activos financieros a la vista o a plazo corto también se vio reflejada en un incremento en la demanda por efectivo, lo que sostuvo los mayores crecimientos anuales en términos reales desde la década de los ochenta (véase sombreado base monetaria y M3). La disminución registrada en el plazo promedio de los pasivos de los EC reviste un manejo prudente en el activo. Al captar recursos del público a corto plazo y transformarlos en créditos de largo plazo, los EC están expuestos a riesgo de liquidez como elemento natural a la actividad que desarrollan; riesgo que se acentúa ante una menor duración del pasivo. Hacia adelante, un manejo prudente del activo permitirá evitar que los descalces de plazos se pue-

dan traducir en dificultades para las entidades, más aún si persiste la preferencia por activos financieros a la vista o de plazo corto.

En razón al temor de enfrentar un período de iliquidez, en el segundo trimestre se observó una fuerte demanda de crédito de las empresas. Esta se moderó posteriormente, al estabilizarse los mercados financieros y al garantizarse una provisión amplia de liquidez por parte del Banco. Al inicio de la pandemia, como parte de los efectos de la incertidumbre sobre el comportamiento de la actividad económica y de la evolución de sus flujos de caja durante los confinamientos, las empresas con acceso al crédito buscaron, de forma preventiva, aumentar sus recursos líquidos. Así, los desembolsos de cartera comercial subieron considerablemente y el saldo de dicha modalidad registró un salto en su nivel. En el segundo semestre, una vez se evidenciaron las necesidades efectivas de caja, se redujo la demanda de crédito comercial y se dio el prepago de varios de estos préstamos, lo que implicó caídas en el saldo de este tipo de cartera (Gráfico 2.16, panel A).

Las reducciones de la tasa de interés de política se han transmitido a las tasas de interés del mercado monetario y a las de captación. Tanto el índice bancario de referencia (IBR) *overnight* como la tasa interbancaria descendieron a un ritmo similar al de la tasa de interés de política (-250 pb). En relación con las tasas de interés de captación, la transmisión durante el año pasado fue casi completa, y según varios ejercicios la más rápida de los últimos años, con lo que las tasas de interés alcanzaron mínimos históricos (véase el Recuadro 1). A diciembre de 2020 la tasa de captación a través de CDT fue 240 pb menor a la tasa registrada en marzo, previo al cambio en la postura de política monetaria. Asimismo, la tasa de interés de los CDT con plazo menor o igual a un año tuvo una reducción de 242 pb (puntualmente la DTF cayó 258 pb) y la de más de un año una de 249 pb. En el caso de los depósitos de ahorro el descenso en su tasa también fue considerable (-114 pb) (Gráfico 2.17).

La transmisión hacia las tasas de interés de créditos también ha sido significativa (exceptuando microcréditos). Al igual que lo observado para las tasas de captación, la reducción en las tasas de interés de los créditos ha sido la más rápida de los últimos años, y ha seguido el patrón registrado en períodos anteriores, según el cual primero reaccionan las tasas de los créditos comerciales, luego las de consumo, y por último las de vivienda y microcrédito (véase el Recuadro 1). Con corte a diciembre de 2020, la tasa de los créditos comerciales se situó 222 pb por debajo de la de marzo (ordinario 210 pb, preferencial 248 pb y tesorería 146 pb), la de consumo 166 pb (libranza -126 pb y créditos distintos de libranza -128 pb) y la de tarjeta de crédito 95 pb⁴¹. Para adquisición de vivienda, modalidad con un plazo mayor al de las demás, el descenso en su tasa de interés fue de 95 pb para no VIS y 63 pb para la de VIS frente a los niveles de marzo (Gráfico 2.18). Tras esta disminución, a finales de 2020 las tasas de los créditos comerciales ordinarios y preferenciales, de consumo, de vivienda y de tarjeta de crédito se ubicaron en mínimos históricos⁴². En el caso del microcrédito, con corte a diciembre, su tasa de interés fue superior en 71 pb a la de marzo. Este tipo de préstamo se caracteriza por altos niveles de riesgo de crédito debido, en gran parte, al bajo perfil crediticio de los prestatarios y los elevados costos de selección y monitoreo de las empresas pequeñas que lo solicitan. Esto se refleja en un nivel de tasas de interés para microcréditos mayor

41 En la segunda mitad de marzo de 2020, cuando ya se presentaban cuarentenas generalizadas y previo al cambio en la postura del Banco, la tasa de interés de tarjeta de crédito de personas ya registraba un descenso importante frente al mes anterior debido a distintas campañas promocionales que realizaron las entidades financieras para compras en comercios de primera necesidad como supermercados y droguerías. Si se compara la tasa de interés de diciembre frente a la de febrero, la caída es de 172 pb.

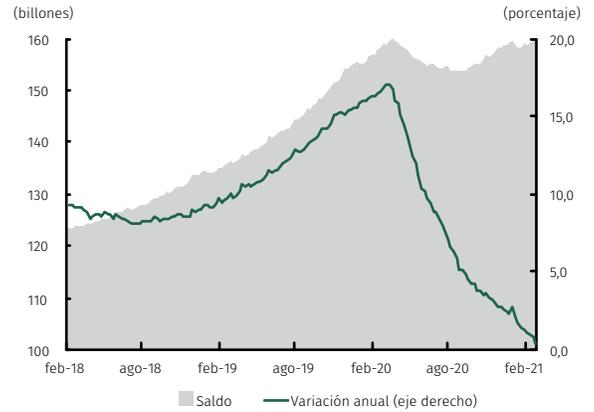
42 Para las tasas de los créditos comerciales (ordinarios y preferenciales) y de consumo, los datos de diciembre de 2020 corresponden a los mínimos históricos (desde mayo de 2002) tanto en términos nominales como reales (si se utiliza las expectativas de inflación como deflactor). Para los créditos de vivienda corresponde al mínimo en términos nominales. En el caso de tarjeta de crédito de personas naturales la tasa de noviembre de 2020 fue la más baja desde 2011.

Gráfico 2.16
Cartera bruta en moneda legal por modalidad
(saldo y variación anual)

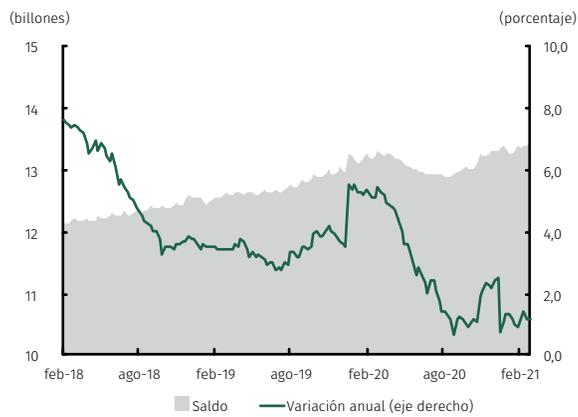
A. Cartera comercial



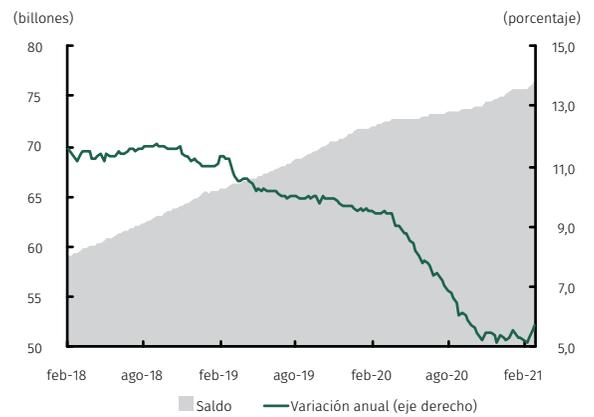
B. Consumo



C. Microcrédito



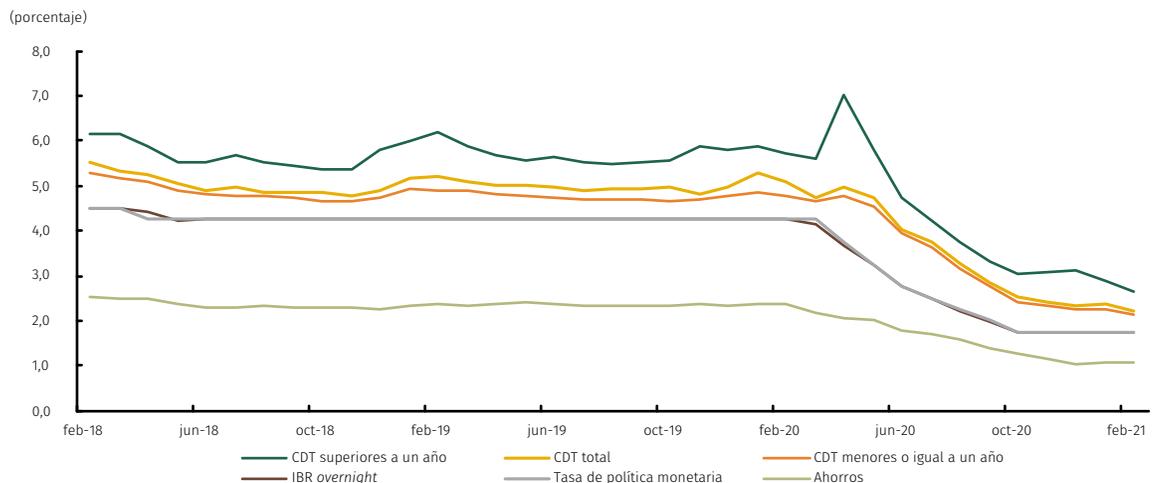
D. Hipotecaria ajustada^{a/}



a/ Incluye ajuste por titularización.

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

Gráfico 2.17
Tasa de interés de política monetaria, IBR y tasas de interés pasivas



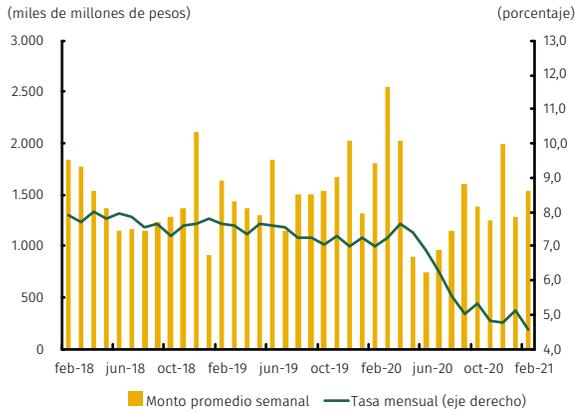
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.18

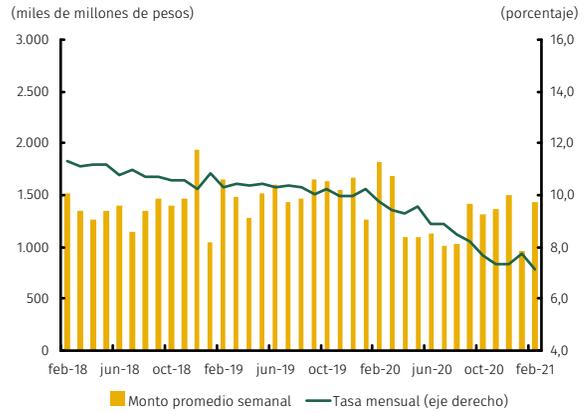
Tasas y desembolsos para diferentes modalidades de crédito

(tasas promedio mensuales ponderadas por desembolsos; desembolsos promedio semanal)

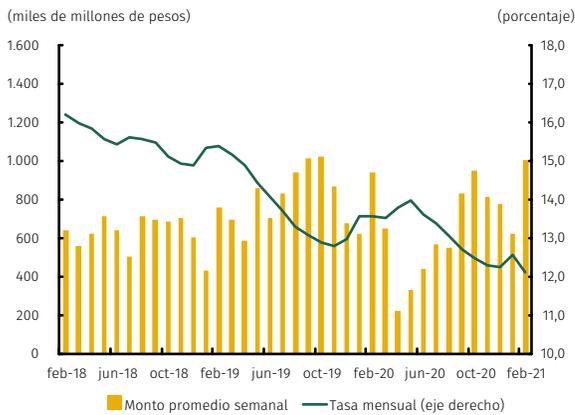
A. Créditos comerciales preferenciales



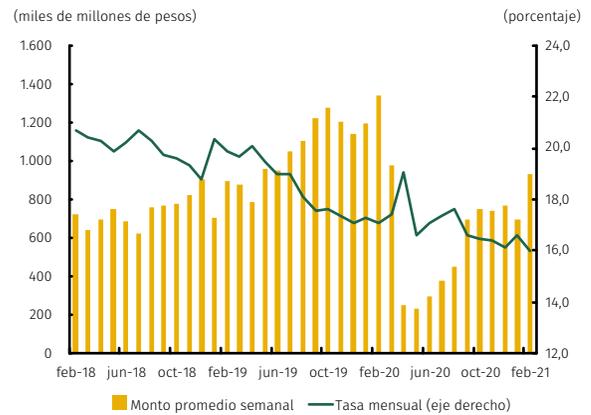
B. Créditos comerciales ordinarios



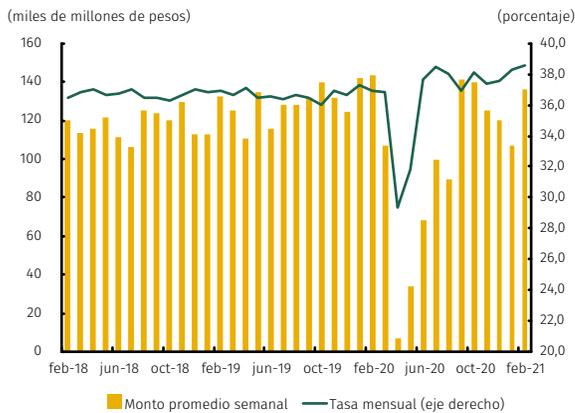
C. Créditos de consumo mediante libranzas



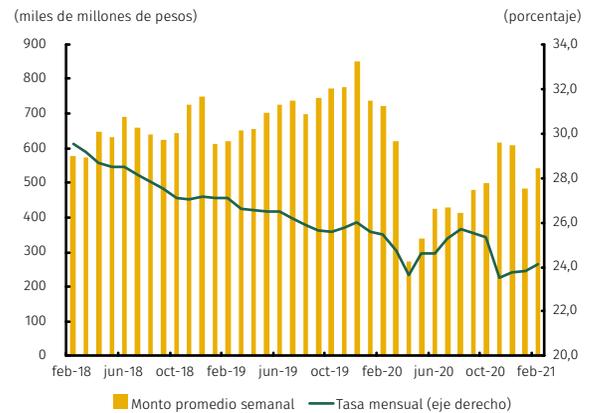
D. Créditos de consumo distintos de libranzas



E. Microcréditos



F. Tarjeta de crédito personas naturales



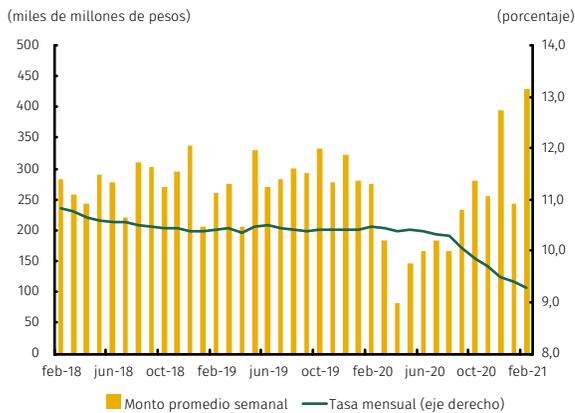
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.18 (continuación)

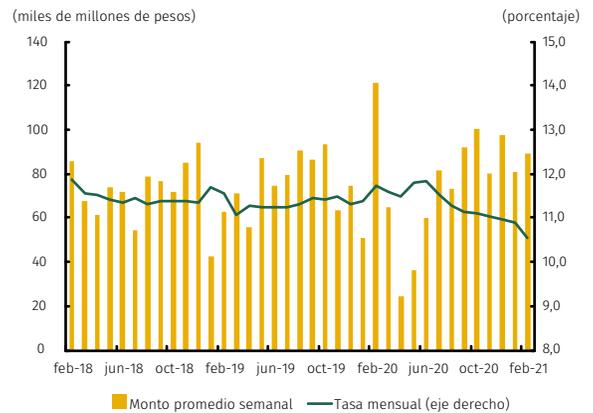
Tasas y desembolsos para diferentes modalidades de crédito

(tasas promedio mensuales ponderadas por desembolsos; desembolsos promedio semanal)

G. Adquisición de vivienda no VIS



H. Adquisición de vivienda VIS



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

que el registrado en las otras modalidades de préstamos. En períodos de caídas de la actividad económica, los niveles de riesgo aumentan y la transmisión de los descensos en la TPM hacia las tasas de interés de los microcréditos puede ser escasa o nula. El control y monitoreo de los distintos factores de riesgo por parte de las entidades de crédito buscan velar por la estabilidad de estas entidades, componente esencial para preservar los depósitos de las familias y las empresas en el sistema financiero.

Entre el primer y segundo trimestre de 2020 los desembolsos de crédito disminuyeron de manera significativa. Posteriormente, en un entorno de reducción en las tasas de interés a mínimos históricos, los desembolsos se recuperaron, y a finales de 2020 fueron similares a los registros previos a la pandemia para algunas modalidades. Durante el segundo trimestre, cuando se presentaron las restricciones más severas a la actividad económica, los desembolsos alcanzaron niveles mínimos históricos. A partir del tercer trimestre se recuperaron, en especial tras la reapertura de la economía. Así, en los últimos meses del año los préstamos nuevos en las modalidades de consumo a través de libranza, vivienda VIS y microcrédito registraron niveles superiores al promedio de 2019. Para tarjeta de crédito de personas y para consumo distinto de libranza los desembolsos se estabilizaron, pero no alcanzaron los valores de años anteriores (Gráfico 2.18).

En el segundo semestre de 2020 el saldo de la cartera se estabilizó (Gráfico 2.19). Con el incremento registrado a partir de mitad de año en los desembolsos de los créditos a los hogares y en el microcrédito, sus saldos volvieron a crecer (Gráfico 2.16, paneles B y C), en especial el de la modalidad de consumo, compensando la reducción que se estaba presentando en el saldo de la cartera comercial. De manera destacable, pese a la caída de la producción y del ingreso nacional, el crédito total

Gráfico 2.19

Cartera bruta en moneda legal^{a/}

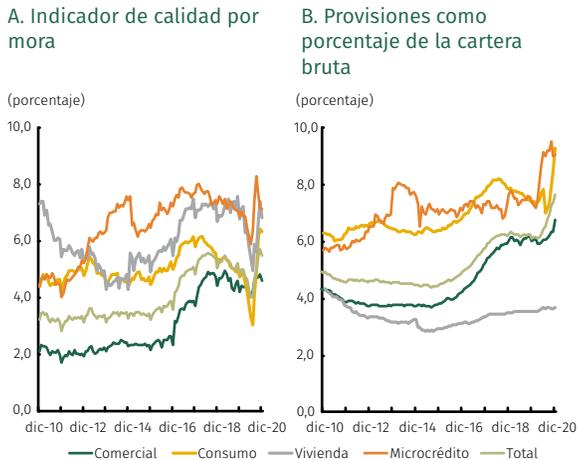
(saldo y variación anual)



a/ Incluye ajuste por titularización.

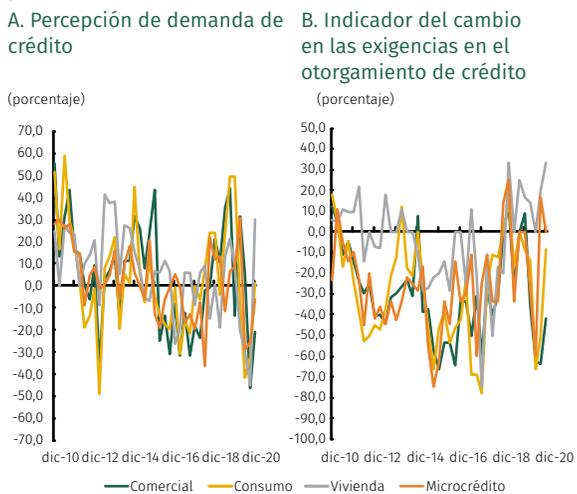
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.20
Indicadores de riesgo de los establecimientos de crédito



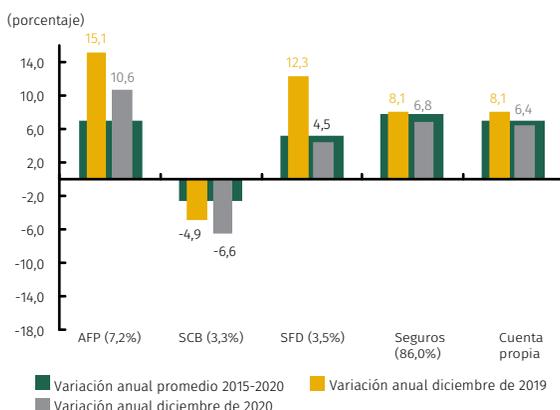
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.21
Indicadores de oferta y demanda en el mercado de crédito para los establecimientos de crédito



Fuente: Banco de la República (*Reporte sobre la situación del crédito en Colombia*).

Gráfico 2.22
Activo de las instituciones financieras no bancarias (variación real anual)



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

de la economía mantuvo tasas de crecimiento anuales positivas, lo que resulta fundamental para apoyar la recuperación de la economía.

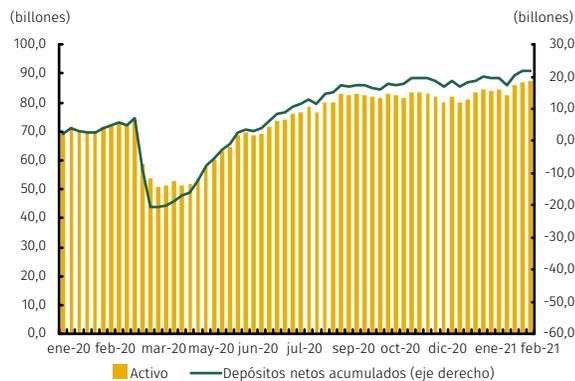
Las medidas adoptadas por la Superintendencia Financiera de Colombia se reflejaron en disminuciones transitorias de los indicadores de riesgo de crédito, pero existe incertidumbre sobre los efectos finales que tendrán sobre los balances de las entidades bancarias. Las medidas de contención tomadas por la SFC (según lo definido en las Circulares Externas 007 y 014) e implementadas por los EC para mitigar los efectos derivados de la coyuntura de los mercados financieros y la situación de emergencia sanitaria, se reflejaron en disminuciones temporales de los indicadores de riesgo de crédito entre marzo y julio de 2020 (Gráfico 2.20 panel A). Al finalizar estas medidas los indicadores de calidad mostraron deterioros de agosto a diciembre, especialmente para las modalidades de cartera destinadas a hogares (consumo y vivienda). Aún existe una gran incertidumbre sobre el valor que pueden alcanzar estos indicadores cuando el riesgo se revele por completo y la vigencia de las medidas estructurales del Plan de Acompañamiento a Deudores (PAD) llegue a su fin, según lo definido en las Circulares Externas 022 y 039 de la SFC. A lo anterior se añade la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia. En todo caso, las entidades han aumentado el nivel de provisiones con el que cuentan para hacer frente a las posibles materializaciones de estos riesgos (Gráfico 2.20, panel B).

La recuperación esperada de la actividad económica, la amplia liquidez y oferta de crédito, junto con las bajas tasas de interés, deberían contribuir a la dinámica de la cartera de los establecimientos de crédito en 2021. De acuerdo con la *Encuesta sobre la Situación del Crédito en Colombia*, del Banco de la República de diciembre de 2020, la percepción de demanda para las carteras de vivienda y de consumo está aumentando, según lo manifestado por las entidades financieras consultadas (Gráfico 2.21, Panel A). En cuanto a la cartera comercial y de microcrédito, este indicador muestra una tendencia creciente, luego del choque registrado el año pasado. De acuerdo con la misma encuesta, se presenta una disminución de las exigencias para el otorgamiento de nuevos créditos (Gráfico 2.21, Panel B). Dichas exigencias ya se encuentran en terreno positivo para la cartera de vivienda y microcrédito, mientras que para las modalidades de consumo y comercial han mostrado repuntes significativos. Los comportamientos observados tanto en la oferta como en la demanda contribuirían a impulsar el crecimiento de la cartera de créditos en el corto plazo.

2.4.3 Instituciones financieras no bancarias

En lo corrido de 2020 el ritmo de crecimiento de los activos de las IFNB se mantuvo alrededor de su promedio histórico, a pesar de las desvalorizaciones que se observaron en los mercados de capital en el primer trimestre del año. A pesar del choque experimentado por los mercados de capital en el primer trimestre de 2020, las IFNB mostraron un crecimiento de sus activos cercano a su promedio de los últimos cinco años (Gráfico 2.22). Dicho crecimiento estuvo asociado principalmente

Gráfico 2.23
Activo y depósitos netos de los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia



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

a valoraciones en sus portafolios de renta fija, constituido, en su mayoría, por sus inversiones en TES. Lo anterior, dadas las valoraciones que experimentaron dichos bonos, fue consistente con el recorte de tasas del Banco de la República a lo largo de 2020.

Durante el primer trimestre de 2020 se presentaron fuertes disminuciones en el activo de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia. La liquidez otorgada por el Banco de la República contribuyó a estabilizar este mercado. A mediados de marzo, tras los choques producidos por la pandemia y la falta de acuerdo sobre la oferta de petróleo por parte de la OPEP+, se produjeron fuertes salidas de los inversionistas de mayor tamaño de los fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia (Gráfico 2.23). Estas salidas ocasionaron un aumento en las necesidades de liquidez de dichos fondos. Las medidas tomadas por el Banco de la República en materia de suministro de liquidez contribuyeron decididamente a que los mercados financieros no sufrieran traumatismos permanentes como resultado de estos choques.

Durante la segunda mitad del año los fondos de inversión colectiva recuperaron el nivel de sus activos, y para diciembre su nivel superaba el exhibido a principios de año. En el segundo semestre del año los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia regresaron al nivel de activo que presentaban antes de la pandemia. Para diciembre el monto total del activo administrado por los FIC alcanzó COP83,5 b, con un crecimiento de 20,2% con respecto al final de diciembre de 2019.

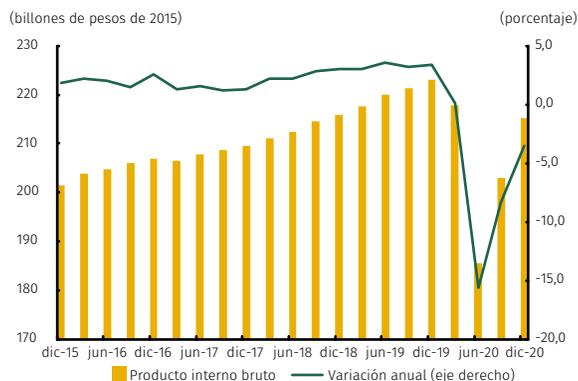
2.5 Evolución y perspectivas de la actividad económica, el mercado laboral y la balanza de pagos

En abril de 2020 se registró una fuerte caída del producto y del empleo como consecuencia de las medidas que fue necesario implementar para enfrentar la pandemia del Covid-19. La apertura gradual de la economía, la mejora en las condiciones externas, las medidas fiscales contracíclicas y las acciones de política monetaria contribuyeron a la recuperación de la actividad económica a partir del segundo semestre de 2020. La mejor dinámica del producto en estos dos últimos trimestres estuvo explicada, principalmente, por la reactivación de la demanda interna, donde el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo habrían desempeñado un papel crucial. Hacia adelante el crecimiento económico seguirá siendo determinado por la evolución de la pandemia. El mercado laboral colombiano también ha venido recuperándose desde mayo de 2020, aunque aún registra niveles de empleo muy inferiores a los observados previos a la pandemia. También muestra un cambio de composición en la ocupación, por el mayor dinamismo del empleo no asalariado e informal.

2.5.1 Actividad económica

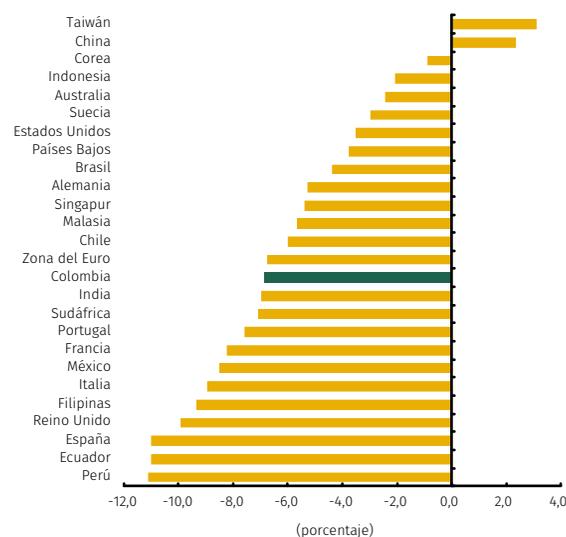
El choque de la pandemia interrumpió el buen ritmo de crecimiento de comienzos de 2020, produciendo una profunda caída de la actividad económica en el segundo trimestre. Aunque

Gráfico 2.24
Producto interno bruto^{a/}
(trimestral y variación anual)



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

Gráfico 2.25
Crecimiento del PIB 2020
(porcentaje; países seleccionados)



Nota: las cifras de crecimiento de Chile y Ecuador corresponden a proyecciones del FMI.
Fuente: Bloomberg, oficinas de estadística y bancos centrales; cálculos del Banco de la República.

a partir del segundo semestre se vieron signos alentadores de recuperación, la actividad económica sufrió en 2020 una contracción sin precedentes (Gráfico 2.24). En 2020 el PIB se contrajo 6,8% como consecuencia del choque de la pandemia del Covid-19. Esta caída fue similar a la registrada en otras economías del mundo y, en particular, de América Latina (Gráfico 2.25). Sin embargo, la economía tuvo un comportamiento bastante dispar a lo largo del año. El primer trimestre comenzó con una muy buena dinámica que se vio interrumpida por un aumento de los contagios a inicios de marzo. Las medidas necesarias para enfrentar la crisis de salud pública produjeron una profunda caída de la actividad económica, especialmente en abril, que llevaron a que el segundo trimestre presentara la mayor contracción anual del PIB desde que existen registros trimestrales (-15,6% con cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario), y con grandes impactos en todos los componentes del gasto. El levantamiento de las medidas más estrictas de confinamiento y distanciamiento social a partir de mayo, gracias a un mayor control de la transmisión del virus y a la disminución del riesgo de saturación del sistema de salud, hizo posible que la economía empezara a reactivarse en ese mes. Dicha tendencia, con algunas cortas interrupciones, se fue consolidando a lo largo del segundo semestre del año, de la mano de las importantes medidas de apoyo a los ingresos de los hogares y las firmas implementadas por el Gobierno Nacional y los gobiernos locales, y de la política monetaria expansiva y la amplia liquidez suministrada por el Banco de la República, todo lo cual permitió la recuperación gradual de la confianza de empresarios y consumidores. Así, en la segunda mitad de 2020 el PIB presentó aumentos significativos en niveles frente al muy bajo registro del segundo trimestre, aunque sin alcanzar los niveles previos al choque.

La contracción en 2020 se explicó principalmente por un pronunciado retroceso de la demanda interna. Este componente cayó un 7,6% en todo el año, con la parte más fuerte del choque concentrada en el segundo trimestre, en el cual se contrajo un 17%. Durante el segundo semestre la demanda interna comenzó un proceso de reactivación gradual, que a su vez explicó la recuperación parcial del nivel del PIB en ese mismo período (Cuadro 2.2). Por su parte, la demanda externa neta registró una contribución positiva a la variación de la actividad económica en el año, con profundas caídas tanto de las exportaciones como, principalmente, de las importaciones.

La caída de la economía tiene una alta relación con la intensidad de las restricciones a la movilidad observadas. Tanto en Colombia como en muchos otros países se observó a lo largo del año una estrecha relación entre los descensos en los niveles de movilidad y las contracciones de la actividad económica (Gráfico 2.26). Asimismo, las medidas de distanciamiento social y autocuidado implicaron restricciones de diversa intensidad en la operación de las distintas actividades económicas, limitando también de manera variada el consumo privado. En Colombia, los sectores más afectados fueron precisamente aquellos más impactados por las restricciones de movilidad. Tal fue el caso de las actividades artísticas y de recreación, el comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida, la industria manufacturera y la construcción, a lo que

Cuadro 2.2

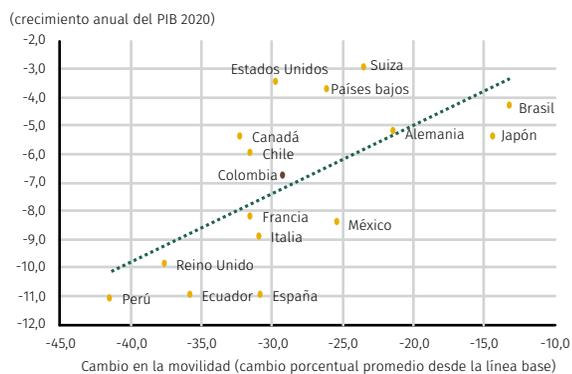
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto (corregido por estacionalidad y efectos calendario, base 2015)

	2019	2020				2020
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Gasto de consumo final	4,2	3,2	-11,9	-6,7	-0,8	-4,1
Gasto de consumo final de los hogares	3,9	3,2	-15,4	-9,0	-2,1	-5,8
Bienes no durables	2,8	13,4	3,9	3,5	3,4	6,0
Bienes semidurables	3,4	-2,8	-37,0	-18,7	-8,8	-16,8
Bienes durables	7,3	5,2	-29,1	-2,6	9,1	-4,3
Servicios	4,4	-1,1	-19,9	-13,8	-4,9	-9,9
Gasto de consumo final del Gobierno general	5,3	3,3	3,6	3,8	4,0	3,7
Formación bruta de capital	3,8	-6,8	-39,3	-20,6	-18,4	-21,2
Formación bruta de capital fijo	3,1	-5,5	-40,2	-21,7	-17,3	-21,1
Vivienda	-8,4	-11,2	-41,5	-32,7	-27,5	-28,2
Otros edificios y estructuras	2,9	-6,7	-43,6	-35,5	-31,1	-29,1
Maquinaria y equipo	12,3	-2,2	-37,7	-1,6	2,1	-10,5
Recursos biológicos cultivados	4,9	1,6	0,7	-4,3	2,4	0,1
Productos de propiedad intelectual	1,6	0,2	-16,8	-10,5	-7,4	-8,6
Demanda interna	4,1	0,1	-17,0	-9,2	-4,1	-7,6
Exportaciones	3,1	-2,0	-24,6	-21,4	-21,6	-17,4
Importaciones	7,3	0,7	-30,9	-23,9	-17,2	-18,0
PIB	3,3	0,1	-15,6	-8,3	-3,5	-6,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.26

Movilidad a lugares de trabajo y crecimiento en 2020



Nota: las cifras de crecimiento de Chile y Ecuador corresponden a proyecciones del FMI.

Fuente: Bloomberg, FMI, Google; cálculos del Banco de la República.

se sumó la minería, como consecuencia del pronunciado descenso de los precios de materias primas exportadas (Cuadro 2.3). Una vez se flexibilizaron las medidas de distanciamiento social y aumentaron los niveles de movilidad, varios de estos sectores se reactivaron en la segunda mitad del año; especialmente, los segmentos de comercio y reparación y la industria manufacturera, los cuales llegaron a niveles cercanos a los observados con anterioridad a la pandemia. No obstante, ramas como la construcción (tanto en edificaciones como en obras civiles) y la minería se mantuvieron con caídas anuales pronunciadas, mientras que otras —sector agropecuario (2,8%), las actividades financieras y de seguros (2,1%), las actividades inmobiliarias (1,9%) y la administración pública, educación y salud (1,0%)—, que fueron menos afectadas por las restricciones de movilidad, registraron crecimientos anuales positivos. En cuanto al consumo privado, el componente más afectado ha sido el de servicios.

El principal impulso a la recuperación de la actividad económica en la segunda mitad de 2020 provino del consumo privado. Este componente de la demanda presentó una caída importante para el año completo (-5,8%), la cual fue de menor magnitud que la registrada por los otros grandes componentes (excepto el consumo público), y además tuvo una recuperación más rápida en el segundo semestre. Hacia el

Cuadro 2.3

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

	2019	2020				2020
	Año completo	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Año completo
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,3	5,8	0,4	2,5	2,6	2,8
Explotación de minas y canteras	1,7	-4,2	-20,8	-18,6	-19,4	-15,7
Industria manufacturera	1,2	-1,6	-22,8	-6,5	0,0	-7,7
Electricidad, gas y agua	2,5	3,4	-8,5	-4,2	-0,9	-2,6
Construcción	-1,9	-15,9	-40,5	-28,0	-27,2	-27,7
Edificaciones	-8,4	-19,4	-37,9	-28,1	-23,6	-27,2
Obras civiles	11,2	-10,1	-47,7	-30,0	-28,6	-28,9
Actividades especializadas para la construcción	-2,8	-17,1	-40,8	-27,1	-24,9	-27,3
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	3,7	1,4	-33,9	-21,1	-6,5	-15,1
Información y comunicaciones	1,1	1,1	-5,4	-2,3	-4,2	-2,7
Actividades financieras y de seguros	6,3	2,5	1,3	1,8	3,0	2,1
Actividades inmobiliarias	3,3	2,5	1,7	1,8	1,7	1,9
Actividades profesionales, científicas y técnicas	3,4	2,4	-10,6	-5,6	-2,6	-4,1
Administración pública y defensa, educación y salud	5,1	1,6	-1,3	0,0	3,4	1,0
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	13,0	5,2	-33,3	-11,2	-6,8	-11,7
Subtotal valor agregado	3,2	1,0	-15,9	-8,7	-4,0	-6,9
Impuestos menos subsidios	4,4	0,9	-14,3	-7,8	-3,3	-6,1
PIB	3,3	0,1	-15,6	-8,3	-3,5	-6,8

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cuarto trimestre el consumo privado ya había logrado recuperar gran parte del terreno perdido por el choque de la pandemia, como lo muestra la caída anual de solo un 2,1%, la cual se compara muy favorablemente frente al retroceso del segundo trimestre (-15,4%). Dentro de este agregado, el consumo no durable sostuvo tasas de crecimiento positivas durante todo el año, apoyado, entre otras, en las transferencias a los hogares que hicieron el Gobierno Nacional y las administraciones locales bajo distintos programas de asistencia. Aunque los consumos de bienes durables y semidurables registraron importantes caídas en el año, el impulso de jornadas especiales, como los días sin IVA y otros descuentos, sumadas a la reducción de la tasa de interés, permitió que estos subcomponentes mostraran notables recuperaciones durante el segundo semestre. Finalmente, el consumo de servicios, el más castigado por las medidas de aislamiento preventivo y el cierre de establecimientos, presentó una caída importante, pero también una significativa expansión en niveles a finales de año frente a lo observado en el segundo trimestre y, dada su participación en el gasto de los hogares, fue el segmento que más contribuyó a su mejoría en el cuarto trimestre. Pese este panorama alentador, la recuperación plena de los niveles previos a la pandemia no fue posible en 2020, ya que se mantuvieron algunas medidas de límites al aforo y distanciamiento social, incluso hasta el final del año, y las pérdidas en el nivel de empleo y en el ingreso de los hogares siguieron pesando en el desempeño de este gasto.

El consumo público se vio favorecido por el esfuerzo de gasto por parte del Gobierno para mitigar el impacto negativo de la pandemia. No obstante, lo anterior, junto con la reducción del recaudo tributario, implicó incrementos significativos en el déficit fiscal y la deuda pública. Las cifras revisadas por el DANE recientemente mostraron un crecimiento notable del consumo público para todo 2020 (3,7%), con crecimientos anuales significativos en todos los trimestres de ese año y mayores en el segundo semestre. Esto indica que el gasto del Gobierno Central y de las administraciones regionales y locales desempeñó un papel importante en la mitigación del choque. Sin embargo, durante 2020 el Gobierno enfrentó, como la gran mayoría de países en el mundo, un doble impacto en sus finanzas. La contracción de la actividad económica significó una reducción de COP17 b en el recaudo tributario del GNC frente a 2019, mientras que los gastos adicionales por la emergencia alcanzaron una magnitud cercana a los COP20 b. En consecuencia, entre 2019 y 2020 el déficit fiscal del GNC, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda, pasó del 2,5% al 7,8% del PIB, mientras que la razón entre la deuda pública y el producto se incrementó en alrededor de 15 pp, alcanzado un nivel del 65% del PIB.

La formación bruta de capital fijo también registró una recuperación importante en el segundo semestre de 2020, aunque se mantiene en niveles bajos respecto a los prevalecientes antes del choque. La inversión fue el agregado que más cayó en el segundo trimestre como consecuencia de la irrupción de la pandemia, pero la notable recuperación de algunos de sus componentes le permitió terminar 2020 con una caída anual cercana a la mitad de la que mostró en el período abril-junio. En particular, se destacó el buen desempeño de la inversión en maquinaria y equipo durante el segundo semestre del año, la cual incluso cerró 2020 con una tasa de crecimiento positiva, y estuvo impulsada por los incentivos otorgados por la Ley de Financiamiento de 2019 y por el gasto en equipo de transporte rodante y equipo para la atención en salud relacionado con la pandemia. En contraste, la inversión en construcción registró una recuperación muy modesta, tanto en el componente de vivienda como en el de otras edificaciones y estructuras (que incluye obras civiles). Con lo anterior, la formación bruta de capital fijo se ubicó en el cuarto trimestre en niveles que son cercanos a los de 2012.

Pese a que la demanda externa neta contribuyó positivamente al crecimiento, la lenta recuperación de las exportaciones limitó su aporte. Las exportaciones de bienes y servicios fueron fuertemente golpeadas en el segundo trimestre por el choque de la pandemia y la interrupción del comercio mundial que esta trajo, y su recuperación fue modesta en la segunda mitad del año. Su pobre desempeño se explicó, principalmente, por la fuerte contracción y casi nula recuperación de las ventas externas de productos mineros y de servicios, las cuales fueron parcialmente contrarrestadas por el mejor comportamiento de las exportaciones de algunos bienes agrícolas y no tradicionales. Respecto a las importaciones, a pesar de que estas también registraron una fuerte caída en el año, su recuperación fue considerablemente mayor que la de las exportaciones, en consonancia con la de la demanda interna. Con lo anterior, el déficit comercial en términos reales se redujo frente al de 2019, pasando a representar un 6,7% del PIB.

En 2021 la economía colombiana deberá continuar recuperándose, aunque la velocidad a la que lo haga dependerá de la evolución de la pandemia y de las características del ajuste fiscal que termine realizándose. Para este año el equipo técnico del Banco proyecta un crecimiento del 4,5%, en un rango entre el 2,0% y el 6,0%, el cual es amplio dadas las importantes fuentes de incertidumbre que aún persisten. Este pronóstico incorpora las medidas de distanciamiento social más restrictivas de comienzos de año, que implicarían un retroceso de los niveles de actividad económica en el primer trimestre de este año frente a los prevalecientes en el cuarto trimestre de 2020. Sin embargo, a partir del segundo trimestre la economía debería retomar su senda de crecimiento, siempre y cuando se presente una reducción paulatina de la incidencia del Covid-19. Esto, que debería ser posible con el avance del programa de vacunación, entre otros factores, permitirá continuar relajando

las medidas de distanciamiento social y avanzando en la apertura de los diferentes sectores de la actividad productiva. En el frente interno el crecimiento seguirá impulsado por la normalización de la confianza de los consumidores y empresarios, y por una política monetaria que continuaría siendo expansiva, permitiendo unas amplias condiciones de crédito. A esto se suma un mejor desempeño esperado en la inversión en obras civiles, producto de importantes programas de obras públicas en los niveles nacional y local, cuya ejecución debería ganar terreno en 2021. En el frente externo, el crecimiento también se apoyará en la recuperación de los principales socios comerciales (como se explica en la sección 2.3 de este informe), en la disponibilidad de importantes fuentes de financiamiento externo y en mayores términos de intercambio. Adicionalmente, el crecimiento de este año también se explicaría por las bajas bases de comparación en 2020, en especial durante el segundo trimestre del año. Para 2022 el equipo técnico espera un crecimiento del 3,5%, en un rango entre el 2,0% y el 6,0%, pronóstico que implica que los niveles de actividad económica anteriores a la pandemia se alcancen a finales de dicho año, y recoge los efectos de un ajuste fiscal, en la dirección de lo señalado en el *Plan Financiero de 2021*.

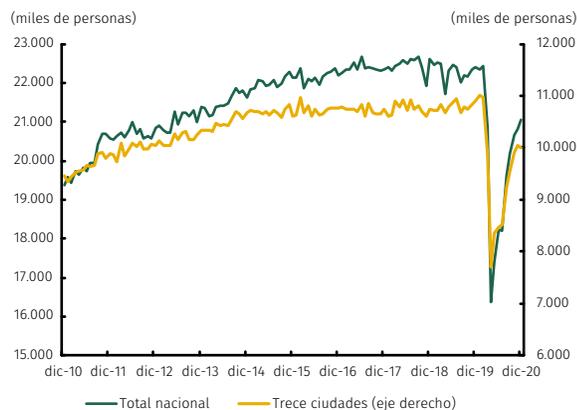
El Gobierno ha anunciado la necesidad de adelantar una reforma fiscal en 2021 que contribuya a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo. Para 2021 la recuperación de la actividad productiva permitiría que el recaudo tributario retorne al nivel de 2019 (alrededor de COP148 b). En materia de gasto, una parte de los recursos de la emergencia (cerca de COP19 b) se ejecutará durante esta vigencia y el Gobierno, de acuerdo con su plan financiero para 2021, proyecta un incremento en la inversión pública respecto al año anterior, buscando contribuir a la reactivación económica. Acorde con lo anterior, el Ministerio de Hacienda estima que el déficit fiscal en 2021 estaría alrededor del 8,6% del PIB. En consecuencia, la razón de deuda pública a PIB se incrementaría un poco más este año, pero en una magnitud mucho menor al incremento observado en 2020, en gran parte debido a la recuperación esperada del nivel del producto. Ante este panorama de las finanzas públicas, el Gobierno ha comunicado su intención de presentar un proyecto de reforma fiscal en 2021 con el fin de velar por la sostenibilidad de las finanzas públicas y de reducir el riesgo de pérdida de grado de inversión de la deuda soberana.

2.5.2 Mercado laboral

La pandemia produjo una caída sin precedentes del empleo en Colombia entre febrero y abril de 2020. Si bien desde mayo se observó una recuperación notable de los ocupados, estos aún se ubican en niveles inferiores a los del período previo a la crisis. La reactivación de las actividades productivas, que se dio durante el segundo semestre de 2020, permitió la recuperación gradual del empleo luego de su abrupta caída en abril. Acorde con las series mensuales desestacionalizadas⁴³ de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, en diciembre el número de ocupados en el país creció 15,4% (2,8 millones de empleos), con respecto a junio (Gráfico 2.27). El número de ocupados alcanzado en diciembre implicó que desde mayo se han recuperado 4,7 millones de empleos, cerca del 77% de los que se perdieron entre marzo y abril. Aun así, el número de empleos es 1,4 millones inferior al observado en el período prepandemia. En el caso de las trece principales ciudades, el empleo en diciembre creció 18,3% (1,5 millones de empleos) frente a junio, lo cual implicó que al finalizar el año en las zonas urbanas se hubiese recuperado alrededor del 70% (2,3 millones) de los empleos perdidos entre marzo y abril.

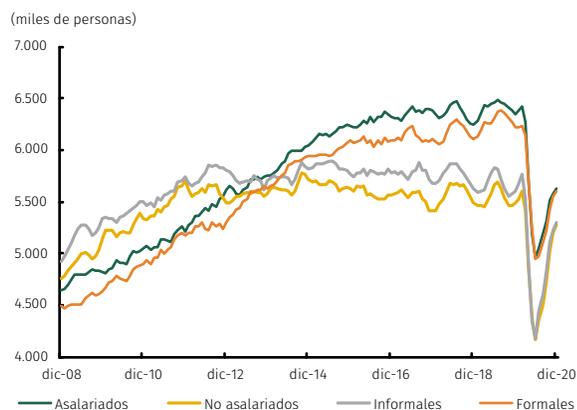
⁴³ Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 2.27
Comportamiento de los ocupados
(series mensuales desestacionalizadas)



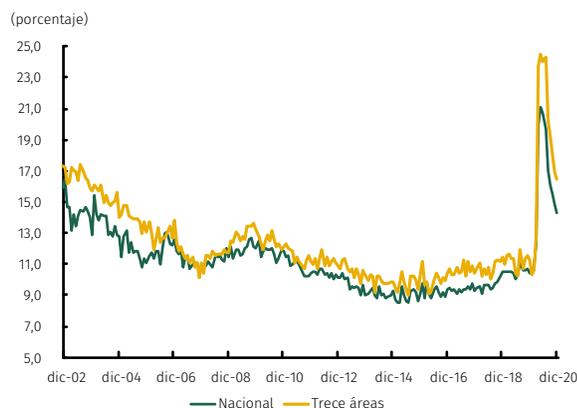
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.28
Ocupados según calidad de empleo: veintitrés principales ciudades
(trimestre móvil desestacionalizado)



Nota: El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) considera de manera oficial como informales los trabajadores que laboran en establecimientos, negocios o empresas que ocupen hasta cinco personas en todas sus agencias y sucursales, incluyendo al patrono y/o socio, y exceptuando los profesionales cuenta propia y los obreros y empleados del gobierno.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.29
Tasa de desempleo por dominios
(series mensuales desestacionalizadas)



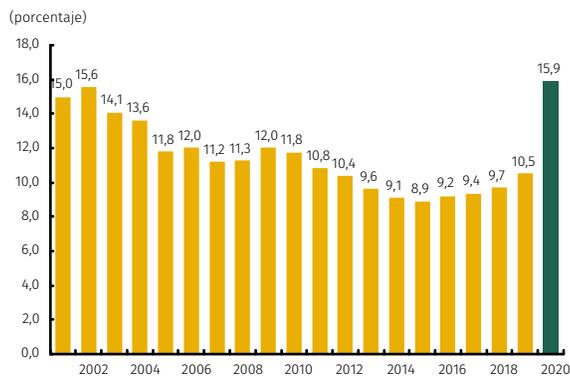
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

La recuperación del empleo muestra importantes cambios en la composición de la ocupación hacia los segmentos no asalariado e informal, así como disparidades entre grupos poblacionales. En la segunda mitad de 2020 el crecimiento de la ocupación mostró un mayor dinamismo en los segmentos no asalariado e informal. Para las veintitrés ciudades, en el trimestre móvil terminado en diciembre, el empleo asalariado creció 13,6% (700.000 empleos) y el no asalariado 26,9% (1,1 millones de empleos) con respecto al trimestre móvil terminado en junio (Gráfico 2.28). Estos crecimientos implicaron que entre mayo y diciembre de 2020 se recuperase cerca del 75% (1,3 millones) de los empleos no asalariados urbanos perdidos entre marzo y abril de ese mismo año, frente al 55% (un millón) en el segmento asalariado. El cambio en la composición de la ocupación también se observa al distinguir el empleo formal del informal, los cuales han recuperado cerca del 56% (800.000 empleos) y 70% (1,5 millones), respectivamente, de los empleos perdidos a raíz de la pandemia. El menor crecimiento del empleo formal también lo confirman indicadores alternativos provenientes de registros administrativos, como es el caso de los cotizantes dependientes a pensión reportados por la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA), los cuales a noviembre de 2020 continuaban sin mostrar señales de repunte. Por otro lado, la pandemia tuvo un impacto diferencial sobre los diferentes grupos poblacionales, particularmente en los indicadores laborales de las mujeres, acentuando las brechas de género en ocupación, participación y desempleo. Esta última brecha alcanzó los 9,3 pp en el nivel nacional en el trimestre móvil terminado en octubre de 2020, su nivel más alto desde 2007⁴⁴.

En el segundo semestre de 2020 el mayor crecimiento de la ocupación frente al de la participación laboral se vio reflejado en descensos consecutivos de la tasa de desempleo (TD) nacional, la cual se ubicó en promedio en un 15,9% para todo el año. La flexibilización de las restricciones a la movilidad permitió la reincorporación de los inactivos a la actividad productiva y, por tanto, un incremento de la participación laboral. Sin embargo, este crecimiento de la fuerza laboral se dio a un menor ritmo que el de la ocupación, permitiendo así que la TD, tanto nacional como de las trece ciudades, registrase descensos consecutivos en el segundo semestre de 2020. Así, en diciembre de ese año la TD mensual desestacionalizada para ambos dominios geográficos se ubicó en un 14,3% y 16,4%, respectivamente, es decir, 5,7 pp y 7,3 pp por debajo de su registro de abril (Gráfico 2.29). No obstante, la TD aún registra niveles considerablemente altos y su recuperación en los últimos meses de 2020 se ha dado a un menor ritmo. Con todo esto, la TD nacional en promedio se ubicó en un 15,9% para 2020, siendo el registro anual más alto desde 2001 (Gráfico 2.30).

44 Para un análisis más detallado sobre los determinantes recientes de la participación laboral, y del efecto de la crisis sanitaria sobre la probabilidad de participar de distintos grupos poblacionales, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>

Gráfico 2.30
Tasa de desempleo nacional
(promedio anual)



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

Estimaciones del equipo técnico sugieren que la TD nacional continuaría disminuyendo en 2021, pero a un menor ritmo que lo observado en la segunda mitad de 2020. Los altos niveles de desempleo que se observaron en 2020 estuvieron acompañados de un deterioro importante de otros indicadores del mercado laboral. En primer lugar, la información disponible más reciente sobre los índices de vacantes, calculados a partir de la GEIH y el Servicio Público de Empleo, sigue mostrando unos niveles aún bajos e inferiores a los observados en el período prepandemia. Por otro lado, con la información de ingresos laborales de la GEIH aún se evidencia un deterioro significativo de los ingresos del segmento no asalariado, mientras que los del empleo asalariado se mantienen relativamente estables. Lo anterior sugiere que el mercado laboral colombiano se mantuvo ampliamente holgado en 2020 y no fue fuente de presiones inflacionarias vía costos salariales. Teniendo en cuenta esto y las previsiones en materia de actividad económica presentadas en el *Informe de Política Monetaria* de enero 2021, se espera que la TD nacional continúe disminuyendo, pero a un menor ritmo que lo observado en la segunda mitad de 2020, dada la lenta recuperación del empleo asalariado y formal, así como una actividad económica que en niveles sería aún inferior a los del período prepandemia. Así, se estima que en promedio la TD nacional para todo 2021 estaría entre un 12,5% y 15,5%, con valor más probable en el 14,0%.

2.6 Balanza de pagos

En 2020 el déficit de la cuenta corriente se redujo al 3,3% del PIB frente al 4,4% observado en 2019. El deterioro en las condiciones económicas y financieras globales e internas, junto con la caída de los precios de exportación, se reflejaron en un descenso importante de las utilidades de las empresas con capital extranjero en el país, hecho que explicó la mayor parte de la corrección de la cuenta corriente. El déficit comercial también se redujo debido a una caída de las importaciones más acentuada frente a la de las exportaciones. El leve incremento en los ingresos netos por transferencias también aportó al menor déficit corriente.

En 2020 el déficit de la cuenta corriente en dólares se situó en USD9.083 m y en 3,3% como proporción del PIB. Lo anterior implicó una reducción de USD5.201 m en el desbalance externo y de 1,1 pp como porcentaje del producto frente a lo registrado en 2019. La disminución de los egresos netos por renta factorial, de USD10.114 m en 2019 a USD5.386 m en 2020, fue el rubro que más contribuyó a la corrección del déficit corriente, seguido por un menor déficit comercial de bienes, de USD8.451 m a USD7.918 m, y por un leve aumento en los ingresos netos por transferencias (de USD8.704 m a USD8.724 m). Lo anterior fue parcialmente compensado por un incremento en el déficit de la balanza comercial de servicios de USD4.425 m a USD4.503 m.

La dinámica de la renta factorial se constituyó en la principal fuente de reducción del déficit de la cuenta corriente en 2020. En ese año la reducción del déficit en la renta neta de los factores fue de USD4.728 m. Este ajuste se explicó principalmente

por la caída en las utilidades de las firmas con inversión extranjera directa (IED). Lo anterior estuvo explicado por los efectos de la pandemia sobre la economía colombiana, lo que se ha reflejado en una fuerte contracción en el nivel de las ventas internas y externas, en una reducción en los precios de exportación y en menores utilidades en dólares por la depreciación del peso colombiano. Las menores utilidades de la IED fueron generalizadas en todos los sectores económicos, destacándose la disminución en las ganancias de las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera y minera, servicios financieros y empresariales, transporte y comunicaciones e industrias manufactureras.

En 2020 el déficit de la balanza comercial se redujo en USD 454 m frente al año anterior. Este resultado refleja una reducción de USD 532 m en el déficit comercial de bienes y un aumento de USD 78 m en el de servicios. El ajuste en el balance de bienes fue generado por una mayor reducción en el valor de las importaciones frente a la caída de las exportaciones. En el primer caso, las compras externas se vieron afectadas por la contracción de la demanda interna y en menor medida por los menores precios de importación. El descenso en las exportaciones se explicó, principalmente, por la reducción en los precios, en especial del petróleo. La reducción del gasto de los hogares y de la formación bruta de capital fijo explicó en gran medida las menores compras externas de bienes. Por su parte, los menores precios y la caída en la producción del crudo, así como la desaceleración de los principales socios comerciales, contribuyeron a la caída de las exportaciones de bienes. Por el contrario, el déficit en la balanza de servicios aumentó, como resultado de un mayor descenso del valor de las exportaciones frente al de las importaciones. Como efecto de la pandemia, las exportaciones e importaciones de viajes y transporte aéreo de pasajeros se vieron afectadas por los cierres de aeropuertos en el mundo y por las medidas de contingencia aplicadas, lo que conllevó a un menor flujo de viajeros movilizados por las aerolíneas. Por el lado de las exportaciones, este efecto se contrarresta principalmente con los mayores ingresos recibidos por concepto de servicios empresariales, en especial los relacionados con la actividad de *call center*. En cuanto a las importaciones se destacan, adicionalmente, los menores egresos por concepto de fletes, asociados a las menores cantidades importadas, y de servicios técnicos y empresariales, especialmente los vinculados con el desarrollo de la actividad petrolera.

Las transferencias netas registraron un incremento leve, contribuyendo al cierre del déficit corriente en 2020. El aumento de los ingresos netos en USD 20 m por concepto de transferencias corrientes se explica por las mayores remesas recibidas del exterior. Aumentaron principalmente las remesas enviadas desde los Estados Unidos, como resultado de las ayudas gubernamentales y los seguros de desempleo implementados por esta economía para contrarrestar los efectos negativos de la pandemia en el ingreso de los hogares. Por el contrario, las remesas provenientes de América Latina y España reportaron descensos en sus montos, a raíz del aumento del desempleo como consecuencia de los cierres y confinamientos decretados por los gobiernos para evitar la propagación del Covid-19, en especial en el segundo y tercer trimestres de 2020.

El menor déficit corriente del país tuvo como contrapartida unas menores necesidades de financiamiento en 2020. Así, la cuenta financiera registró entradas netas de capital por USD 8.092 m (3,0% del PIB) las cuales fueron inferiores a lo observado un año atrás (USD 13.240 m, 4,1% del PIB). Estas entradas netas se explican por ingresos de capital extranjero (USD 23.492 m), salidas de capital colombiano hacia el exterior (USD 11.579 m), pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros (USD 507 m), y aumento de las reservas internacionales

por concepto de transacciones de balanza de pagos (USD 4.328 m)⁴⁵. Los errores y omisiones se estimaron en USD 992 m.

El endeudamiento público externo fue la fuente más importante del financiamiento del déficit externo en 2020. En este período se registró un aumento significativo en los desembolsos netos por concepto de préstamos externos y de ingresos por inversiones extranjeras de cartera (véase el sombreado “Balance externo de Colombia en 2020”). Los resultados descritos reflejan un cambio en la estructura de las fuentes de financiación externa del déficit corriente frente a lo ocurrido en los últimos años, cuando los capitales por IED eran los principales financiadores externos. La deuda externa adquirida por entidades públicas mediante préstamos contratados a largo plazo con organismos internacionales (USD 9.174 m) y la colocación de títulos de deuda (USD 9.274 m) se constituyeron en la principal fuente de financiación del déficit de 2020, sustituyendo a la IED (ingresos por USD 7.690 m) como la fuente más relevante.

La IED se redujo en 2020, en un entorno de una demanda global débil y de bajos precios de los productos básicos. Los recursos netos de IED registraron una caída de USD 6.623 m en 2020 con respecto al año anterior y se situaron en USD 5.724 m. El menor flujo de capital por IED se originó por el descenso en los aportes recibidos tanto por ingresos de capital, así como por las utilidades reinvertidas de las firmas, las cuales presentaron fuertes disminuciones durante 2020. Esta dinámica se manifestó en la mayoría de las actividades económicas, en especial en los sectores mineroenergético, comercio, restaurantes y hoteles, transporte y comunicaciones, y servicios financieros y empresariales, en un contexto de una demanda fuertemente golpeada por las medidas para contener la pandemia en el mundo y los bajos precios de los bienes básicos.

En 2021 el déficit en la cuenta corriente se ampliaría a 3,6% del PIB, resultado de una recuperación paulatina de la economía colombiana y pese a la reversión esperada del choque externo de los términos de intercambio y de la mayor demanda externa proyectada. En particular, el repunte previsto para la demanda interna induciría el crecimiento de las importaciones, así como el de las utilidades de las empresas con capital extranjero en el mercado local. Adicionalmente, los mayores precios proyectados para algunos bienes básicos incrementarían las ganancias de las firmas con participación extranjera que exportan esos productos. Estos factores serían los principales determinantes de la ampliación del déficit durante el año, sin embargo, serían contrarrestados parcialmente por los efectos de unos términos de intercambio más altos y de la recuperación de los socios comerciales del país. Así, el incremento en los ingresos externos corrientes durante 2021 se explicaría por mayores exportaciones tanto de los principales productos básicos como de bienes industriales. A estas dinámicas se agregaría un buen comportamiento esperado para las remesas debido a la naturaleza contracíclica de estos recursos y a que el ingreso de los migrantes podría continuar beneficiándose de los estímulos fiscales en algunos de sus países de residencia. Finalmente, se resalta que la proyección del déficit de la cuenta corriente para 2021 presenta alta incertidumbre, por lo que la estimación del equipo técnico del Banco se encuentra dentro de un intervalo de pronóstico amplio (entre el -5% y -2% del PIB).

A pesar del incremento esperado del déficit corriente, coherente con la reactivación proyectada de la economía, el acceso permanente al financiamiento y una posición externa más sólida reducen la vulnerabilidad del país. Se prevé que durante 2021 continúe la amplia liquidez y las bajas tasas de interés globales, lo cual aportaría a que el país acceda plenamente a diferentes fuentes de financiamiento externo. Al tiempo, la recuperación económica local e internacional propiciaría un

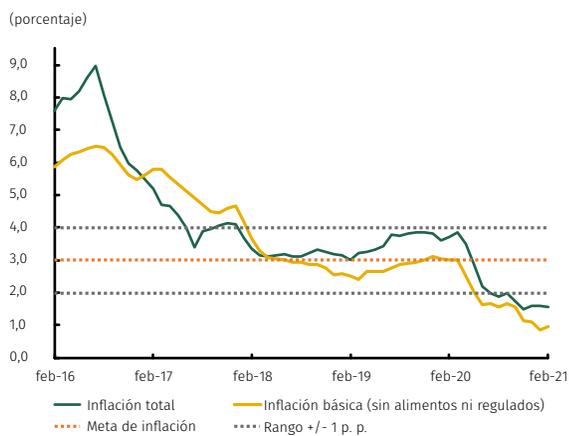
⁴⁵ Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de compras netas de divisas por USD 3.500 m, ingresos por intereses de USD 894 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 66 m.

incremento en las entradas por IED que, junto con los recursos asociados al sector público, contribuirían a la financiación del déficit de la cuenta corriente. El incremento de las reservas internacionales en 2020, el acceso y ampliación de la línea de crédito flexible (LCF) con el FMI, y una estructura de financiamiento externo concentrada en IED y pasivos de largo plazo han fortalecido la capacidad del país para hacer frente a choques externos en un contexto de gran incertidumbre como el actual. Lo anterior, teniendo en cuenta que el nivel del déficit de la cuenta corriente continúa contribuyendo a la acumulación de pasivos externos netos del país y que podrían darse escenarios de condiciones financieras externas menos favorables, que afectarían en especial a aquellos flujos de capital diferentes a la IED.

2.7 Evolución y perspectivas de la inflación

Las presiones bajistas sobre los precios, resultantes de la caída de la demanda agregada, de excesos de capacidad productiva, de una baja transmisión de las presiones del tipo de cambio y del efecto de los alivios de precios en algunos bienes y servicios, han superado los efectos alcistas de precios originados por las restricciones de oferta (debidas al cierre de varios sectores económicos). Esto se ha visto reflejado en un descenso de la inflación total y básica, cuyos pronósticos y expectativas para 2021 se sitúan por debajo del 3%.

Gráfico 2.31
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Desde abril la inflación presentó un fuerte descenso y durante el resto de 2020 se situó significativamente por debajo de la meta de largo plazo del 3,0%, como resultado del choque de la pandemia. Después de mostrar una relativa estabilidad por encima de la meta en el primer trimestre del año, la inflación anual al consumidor descendió abruptamente a partir de abril, una vez se hicieron sentir los efectos del choque del Covid-19 y de las medidas para afrontarlo. Hacia el tercer trimestre la inflación anual ya había caído por debajo del 2,0% y en diciembre se situó en el 1,61%, el nivel más bajo para un diciembre desde que existen registros. Un comportamiento similar se observó en el caso de la inflación básica, medida con el IPC sin alimentos ni regulados, que cerró el año en el 1,11%, cayendo 199 puntos base (pb) frente a diciembre de 2019 (Gráfico 2.31). Los otros dos indicadores de inflación básica también registraron descensos considerables, de tal forma que el promedio de los indicadores de la inflación básica se situó en el 1,34% a finales de año⁴⁶. Aunque las expectativas del mercado se corrigieron a la baja conforme avanzaba el año, no alcanzaron a prever el impacto completo del choque bajista, que afectó además a las principales canastas de manera considerable, con excepción de alimentos.

46 Desde mediados del año pasado el Banco de la República viene utilizando nuevos indicadores de inflación básica. Al respecto véase: González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República.

La fuerte contracción de la demanda, los mayores excesos de capacidad productiva y las diversas medidas de alivios temporales de impuestos y de tarifas explicaron el fuerte descenso de la inflación. Aunque la emergencia sanitaria golpeó la oferta y la producción de bienes y servicios, tuvo simultáneamente efectos directos e indirectos sobre la demanda agregada, imposibles de contrarrestar plenamente, que tendieron a predominar y que fueron los principales responsables de la caída de la inflación en Colombia, al igual que sucedió en buena parte del mundo. El colapso de la demanda externa, junto con las medidas de confinamiento, las restricciones a la movilidad y los cierres parciales del comercio, implementados intermitentemente por las autoridades nacionales y locales a lo largo de la pandemia, castigaron la actividad económica, aumentando el desempleo y disminuyendo el ingreso de los hogares, con lo que la demanda se vio fuertemente afectada. Este deterioro fue reforzado por la caída de la confianza de los consumidores, quienes también optaron voluntariamente por el distanciamiento social, alejándose de los mercados de bienes y servicios considerados como no indispensables para la subsistencia. Todo lo anterior se tradujo en presiones bajistas muy marcadas sobre los precios al consumidor de bienes y servicios diferentes a los alimentos. Adicionalmente, la implementación por parte de las autoridades nacional y locales de diversos alivios de precios, como la eliminación del IVA o del impuesto al consumo, la ampliación de subsidios a los servicios públicos, entre otros, contribuyeron a acentuar, de manera transitoria, la caída de la inflación anual, sobre todo en el segundo trimestre del año. Estas medidas condujeron también a disminuciones en el nivel de precios de muchos bienes y servicios, incluyendo los cobijados por la canasta de regulados que, aunque en su mayoría han sido de carácter transitorio, tuvieron efectos sobre la inflación anual durante el resto de 2020.

Por otra parte, la oferta adecuada de alimentos cubrió el aumento transitorio de la demanda que produjo la pandemia. Este factor, junto con las disminuciones temporales en las tarifas de servicios públicos, contribuyeron al descenso de la inflación en 2020. La mínima interrupción de las actividades agropecuarias durante los meses más críticos de la pandemia, presiones alcistas limitadas en los precios internacionales durante buena parte de 2020 y un adecuado régimen de lluvias en los últimos tres trimestres del año permitieron una oferta abundante de alimentos, que llevaron a reducciones en la variación anual de esta canasta entre mayo y octubre, pese a los aumentos que se observaron en el consumo de estos bienes. Esta tendencia se interrumpió a finales de año, en parte como resultado de una base de comparación estadística muy baja en noviembre y diciembre de 2019. Al finalizar el año, la variación anual del IPC de alimentos se situó en el 4,8%, mostrando un descenso importante frente a un año atrás, aunque menor que el de las demás canastas principales del IPC. Una caída mucho mayor se observó en la variación anual del IPC de regulados, con un resultado de solo un 0,7% en diciembre (frente al 4,8% un año atrás). Dentro de este grupo, los servicios públicos contribuyeron de manera significativa a reducir la inflación en los primeros meses luego de iniciada la pandemia, como consecuencia de los diversos alivios otorgados por las autoridades locales y nacionales a las tarifas de algunos de ellos. Con la finalización de estos alivios y la normalización paulatina de las tarifas a partir de julio, los servicios públicos ejercieron algunas presiones alcistas moderadas sobre la inflación anual. Sin embargo, a finales del año los precios de la educación básica y secundaria medida por el DANE presentó caídas importantes asociadas a la transición hacia la educación virtual, lo que mantuvo en niveles muy bajas la variación anual del conjunto de los regulados (Cuadro 2.4).

El choque de la pandemia también generó algunas presiones alcistas en algunos segmentos del IPC debido a las restricciones de oferta y a los mayores costos de operación. Tal es el caso del transporte intermunicipal, en donde se observaron alzas importantes, pero puntuales, durante el segundo semestre del año pasado, probablemente como resultado de los mayores costos de operación que significó la disminución del aforo permitido en los buses y por los mayores requisitos de bioseguridad. Algo similar se presentó con las comidas fuera del hogar, que regis-

Cuadro 2.4
Indicadores de precios al consumidor y de inflación básica
(variación anual)

Descripción	Ponderaciones nuevo IPC	Dic-19	Jul-20	Ago-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dic-20	Ene-21	Feb-21
Total	100,00	3,80	1,97	1,88	1,97	1,75	1,49	1,61	1,60	1,56
Sin alimentos	84,95	3,45	1,42	1,37	1,57	1,42	1,02	1,03	0,89	0,93
Bienes	18,78	2,18	0,91	0,99	1,15	1,03	0,02	0,63	0,42	1,07
Servicios	48,85	3,45	1,94	1,79	1,86	1,75	1,55	1,29	1,04	0,91
Arriendos	25,16	2,68	1,87	1,66	1,53	1,42	1,35	1,33	1,23	1,23
Comidas fuera del hogar	8,79	4,18	3,66	3,59	3,65	3,86	3,83	3,84	3,66	3,86
Resto ^{a/}	14,91	4,34	1,06	0,95	1,37	1,05	0,54	-0,26	-0,82	-1,34
Regulados	17,32	4,81	0,48	0,59	1,19	0,92	0,58	0,73	0,94	0,83
Servicios públicos	6,69	6,02	0,86	1,16	3,19	2,32	1,59	3,22	4,03	3,08
Combustible	2,91	1,90	-12,02	-11,94	-11,95	-12,23	-12,45	-12,22	-10,62	-9,09
Transporte	5,53	3,89	3,87	3,87	5,42	7,13	6,93	6,35	5,43	5,62
Educación	2,38	6,38	6,71	6,71	4,69	4,73	4,73	1,05	1,05	0,56
Resto ^{b/}	0,13	4,22	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	1,35	3,52
Alimentos	15,05	5,80	5,00	4,66	4,13	3,54	4,09	4,80	5,51	5,02
Perecederos	3,15	8,66	-3,16	-3,13	-3,42	-4,89	-1,57	2,49	6,71	6,47
Procesados	11,90	5,04	7,48	6,99	6,40	6,08	5,72	5,43	5,19	4,62
Indicadores de inflación básica										
Sin Alimentos		3,45	1,42	1,37	1,57	1,42	1,02	1,03	0,89	0,93
Núcleo 15 (p08)		3,78	2,21	2,15	2,33	2,23	1,96	1,88	1,78	1,74
Inflación sin alimentos ni regulados		3,10	1,66	1,57	1,67	1,55	1,13	1,11	0,87	0,96
Promedio indicadores inflación básica		3,44	1,76	1,70	1,86	1,73	1,37	1,34	1,18	1,21

a/ Resto servicios: lavado y planchado de ropa; servicios relacionados con la copropiedad; servicios domésticos; salud; transporte otros (mantenimiento y reparaciones, transporte escolar, en avión, intermunicipal e internacional); información y comunicaciones; recreación y cultura; alojamiento, bares y discotecas; educación (educación superior, diplomados y cursos de educación no formal); otros servicios diversos (cuidado personal, seguros, cuidado de niños).

b/ Resto regulados: cuotas moderadas de las EPS; certificados, documentos administrativos y pago de honorarios.

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

traron ajustes de precios del orden del 4,0% anual. En este último caso, además, se habría presentado una fuerte caída de la oferta que podría haber superado la de la demanda. El grupo de bienes del IPC también afrontó presiones inflacionarias derivadas de la mayor demanda por medios de transporte particular (vehículos, motos y bicicletas). Finalmente, en los últimos cuatro meses los costos de producción no laborales estarían ejerciendo presiones alcistas no despreciables sobre los precios al consumidor, a juzgar por el indicador que los aproxima (la inflación anual del productor). Sin embargo, las presiones inflacionarias señaladas han sido más que compensadas por el desplome de la demanda.

La persistencia de amplios excesos de capacidad productiva y una indexación de precios a tasas bajas deberían mantener la inflación al consumidor por debajo de la meta del 3,0% a lo largo de 2021. Las expectativas de inflación apuntan en la misma dirección. Aunque para 2021 se espera que continúe la recuperación de la demanda, esta deberá darse de la mano de la reapertura completa de los sectores productivos, con lo que la oferta agregada también debe presentar un repunte importante. De esta manera, el mayor crecimiento económico proyectado

será consistente con unos excesos de capacidad productiva que, aunque se irían cerrando lentamente, seguirían siendo amplios y, por tanto, no deberían traducirse en presiones alcistas importantes sobre la inflación. A ello debe contribuir una baja transmisión de la depreciación a los precios al consumidor. Estos factores mantendrían la inflación por debajo de la meta a lo largo de todo 2021, aunque con una tendencia de lenta convergencia hacia ella. Las expectativas de los agentes del mercado apuntan en la misma dirección, con un valor esperado para diciembre del 2,60%⁴⁷. El segundo pico de contagio entre diciembre y enero generó restricciones a la movilidad y cierres parciales del comercio y de la actividad productiva en diversas regiones del país, con afectaciones a la oferta, que en todo caso parecen estar siendo compensadas por un debilitamiento transitorio de la demanda. Esto estaría impidiendo que surjan presiones alcistas a comienzos de año. Así, se espera que la inflación básica y la total se mantengan en niveles muy bajos hasta el final del primer trimestre. En el segundo trimestre se espera un aumento de la inflación anual, que obedecería a la disolución de los choques bajistas debidos a los alivios de precios decretados en 2020. Este repunte lo estaría explicando el retorno del IVA sobre los precios de los bienes de aseo e higiene. De igual manera, el incremento de la inflación entre el segundo y cuarto trimestres del año también sería el resultado de una base de comparación estadística muy baja, debida a las presiones bajistas que afectaron los precios en esa misma época el año anterior.

El pronóstico anterior está sujeto a una incertidumbre más alta que lo usual, dados los riesgos que supone la evolución de la pandemia y los retos en la medición de la inflación que de ella se derivan. Las proyecciones actuales sobre el comportamiento futuro de los precios en la economía colombiana siguen rodeadas de un nivel de incertidumbre mucho más alto que el habitual, debido al número y tamaño de los choques asociados con la pandemia del Covid-19. Estas circunstancias, más los desafíos que ello genera para la medición del IPC, hacen difícil estimar el papel relativo de cada uno de estos factores en el comportamiento de los precios. Tomando todo esto en cuenta, para el cierre de 2021 el equipo técnico del Banco estima un rango para la inflación total entre el 1,5% y 3,0%.

⁴⁷ Corresponde a la mediana de la *Encuesta mensual de analistas económicos del Banco de la República* aplicada en febrero de 2021.

Sombreado 1 Base monetaria y M3

Durante 2020, tras el inicio de la pandemia, los agregados monetarios registraron las tasas de crecimiento más altas de los últimos años y reflejaron el fuerte incremento en la preferencia por activos líquidos.

En el caso de la base monetaria, el crecimiento promedio anual fue del 18% (vs. 12,3% en 2019). En el primer trimestre la variación anual fue del 15,3%, mientras que de abril a diciembre fue del 18,9%. Esto como consecuencia del comportamiento del efectivo, que se incrementó a tasas anuales del 30,5% entre el segundo y el cuarto trimestre, compensando la disminución de la reserva bancaria tras la reducción de los coeficientes de encaje¹ (Gráfico S1.1). En términos reales², el crecimiento del efectivo en ese período fue el más alto desde la década de los ochenta.

En niveles, la base monetaria se incrementó COP 20.220 mm (el efectivo COP 19.335 mm y la reserva bancaria COP 865 mm), y al cierre del año se ubicó en COP 132.674 mm. Desde el punto de vista de la oferta, una vez se normalizaron los mercados financieros, el

suministro de liquidez ocurrió, principalmente, mediante operaciones de liquidez transitoria (repos y depósitos remunerados no constitutivos de encaje), los cuales compensaron los movimientos de los depósitos del Gobierno en el Banco³. Cabe señalar que el Banco adquirió divisas al Gobierno por un total de USD 3.500 m (USD 2.000 m en mayo y USD 1.500 m en diciembre), que implicaron mayores disponibilidades por COP 13.203 mm e impactaron la base monetaria en la medida en que el Gobierno realizó sus pagos en pesos⁴ (Gráfico S1.2).

Por su parte, el M3 y los depósitos en poder del público⁵ registraron una variación anual promedio del 13,5% y el 11,6% en 2020, respectivamente (vs. 7,5% en 2019 para el M3 y el 6,6% en 2019 para los depósitos). En el primer trimestre la variación anual fue del 10,3% para el M3 y el 9,3% para los depósitos. Tras el fuerte incremento en la preferencia por activos líquidos al inicio de la crisis, tanto los depósitos como el efectivo aumentaron significativamente de nivel, y con esto, su tasa de crecimiento. Hacia finales del año el ritmo de expansión de estos agregados se moderó, pero permaneció por encima de lo registrado previo a la pandemia (Gráfico S1.3).

Gráfico S1.1
Base monetaria, efectivo y reserva
(promedio móvil de 4 semanas; variación anual)



Fuente: Banco de la República.

1 La disminución en los coeficientes de encaje que la JDBR estableció el 14 de abril de 2020 aplicó desde la bisemana que inició el 13 de mayo de 2020. Véase: <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-inyecta-liquidez-permanente-economia-mediante-reduccion-del-encaje-y-refuerza-su>

2 Considerando el IPC total como deflactor.

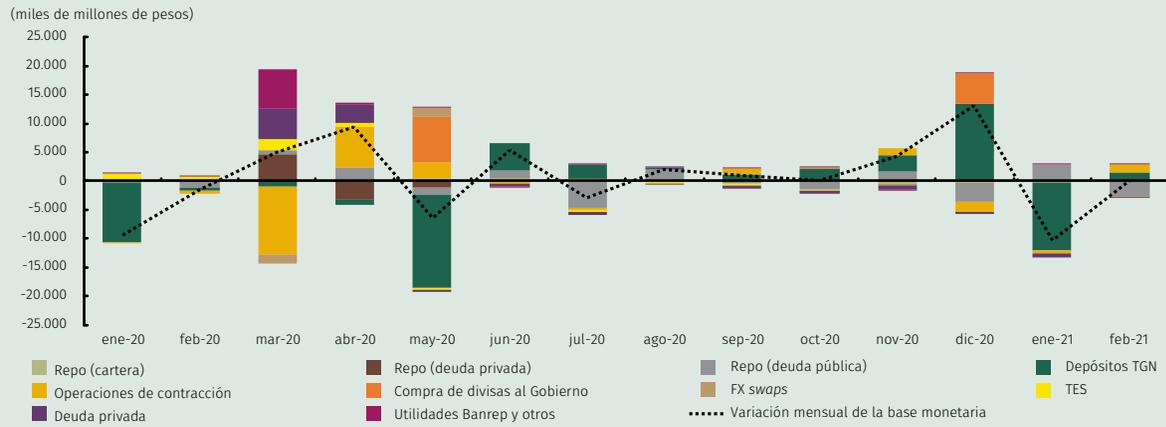
3 En marzo y abril de 2020 el Banco adquirió títulos públicos y privados que generaron una expansión de la base monetaria de COP 11.505 mm. Además, previamente (en enero y febrero de 2020) había comprado títulos de deuda pública por COP 2.000 mm.

4 Al cierre de 2020 el saldo de depósitos del Gobierno en el Banco ascendió a COP 14.485 mm, COP 2.285 mm más que su valor al cierre de 2019.

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

Base monetaria y M3

Gráfico S1.2
Variación de la base monetaria por fuentes



Fuente: Banco de la República.

Gráfico S1.3
M3 y sus componentes
(promedio móvil de 4 semanas; variación anual)



a/ Excluye los CDT y bonos en poder del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

Sombreado 2

Balance externo de Colombia en 2020

Para 2020 se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de USD 9.083 millones (m), inferior en USD 5.201 m al de un año atrás (Cuadro S2.1). Como proporción del PIB, se estima que el déficit fue del 3,3%, menor en 1,1 puntos porcentuales (pp) frente al de 2019.

El menor déficit corriente en 2020 ocurrió en un contexto de debilitamiento de la demanda interna, menores precios de exportación y la crisis económica de los socios comerciales. En primer lugar, el decrecimiento tanto del gasto de los hogares como de la formación bruta de capital fijo, con variaciones anuales del -3,9% y -17,4% respectivamente durante 2020, se reflejaron en la reducción en las importaciones de bienes y servicios y en el empeoramiento de las ventas de las empresas con inversión extranjera directa (IED), lo que implicó la disminución de los egresos netos del rubro renta de los factores (USD 4.728 m). Por su parte, los menores precios internacionales y una menor producción de crudo, así como la desaceleración de los principales socios comerciales, explicaron la caída de las exportaciones de bienes. Sin embargo, dado que la reducción en el valor de las importaciones fue superior al de las exportaciones, el déficit en la balanza comercial se redujo en 2020 en USD 454 m con respecto a un año atrás (Cuadro S2.1). En contraste, aumentó el déficit en la balanza de servicios (USD 78 m). Por su parte, los ingresos netos por transferencias corrientes se incrementaron en USD 20 m.

Es importante anotar que, aunque la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Colombia muestra una estrecha relación con el comportamiento de la balanza comercial de bienes, debido a la elevada participación de las exportaciones e importaciones en el total de ingresos y egresos corrientes del país¹, la dinámica de la renta factorial adquirió mayor relevancia, a tal grado que se constituyó en la principal fuente del resultado deficitario de la cuenta corriente del país durante el período de análisis.

El menor déficit corriente del país tuvo como contrapartida menores necesidades de financiamiento, pues

to que durante 2020 la cuenta financiera² registró entradas netas de capital por USD 8.092 m (3,0% del PIB) inferiores a lo observado un año atrás, cuando totalizaron USD 13.240 m (4,1% del PIB) (Cuadro S2.1).

Las fuentes de financiamiento externo del déficit corriente en 2020 fueron, en su orden, desembolsos netos por concepto de otros créditos externos por USD 8.287 m, cifra superior en USD 5.859 m al registro de un año antes, la inversión extranjera directa (IED) (USD 7.690 m, 5,0% del PIB), que se redujo en USD 6.623 m con respecto a 2019, e ingresos por inversiones extranjeras de cartera (USD 7.515 m), monto superior en USD 7.224 m a lo obtenido en 2019.

Dados los choques externos e internos mencionados, la IED dejó de ser la principal fuente de financiamiento externo, debido a que los ingresos de capital hacia la mayoría de las actividades económicas (en especial hacia el sector mineroenergético, las actividades de comercio, restaurantes y hoteles, transporte y comunicaciones y servicios financieros y empresariales) disminuyeron significativamente. En contraste, la deuda externa contratada por entidades públicas mediante la colocación de títulos de deuda y otros créditos se constituyó en la principal fuente de financiación externa, lo que significó una recomposición respecto a lo observado en períodos anteriores.

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

El comercio exterior de bienes durante 2020 registró un balance deficitario de USD 7.918 m, inferior en USD 532 m al de un año atrás (6,3%) (Cuadro S2.1). Este resultado se explica por el monto de exportaciones en USD 33.481 m, con una reducción anual del 21,0% (USD 8.886 m) y de importaciones en USD 41.400 m, con una disminución anual del 18,5% (USD 9.419 m) (Cuadro S2.1).

1 El análisis de la estructura y de la evolución de los ingresos de la cuenta corriente durante los últimos quince años revela que las ventas externas de mercancías son su principal componente, participando en un rango entre el 63% 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 (66,5% en 2020).

2 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.

Cuadro S2.1
Balanza de pagos de Colombia

Cuenta corriente (millones de dólares)	2019 (pr)	2020 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta corriente (A + B + C)	-14.285	-9.083	5.201
Porcentaje del PIB	-4,4%	-3,3%	
A. Bienes y servicios	-12.876	-12.421	454
1. Bienes	-8.451	-7.918	532
Exportaciones FOB	42.368	33.481	-8.886
Importaciones FOB	50.818	41.400	-9.419
2. Servicios	-4.425	-4.503	-78
Exportaciones	10.589	5.662	-4.927
Importaciones	15.014	10.165	-4.848
B. Renta de los factores	-10.114	-5.386	4.728
Ingresos	7.044	4.449	-2.595
Egresos	17.157	9.835	-7.323
C. Transferencias corrientes	8.704	8.724	20
Ingresos	9.666	9.590	-76
Egresos	962	866	-96
Cuenta financiera Flujos anuales (millones de dólares)	2019 (pr)	2020 (pr)	Variación (dólares)
Cuenta financiera con variación de reservas internacionales (A + B + C + D)	-13.240	-8.092	5.148
Porcentaje del PIB	-4,1%	-3,0%	
A. Inversión directa (ii-i)	-11.095	-5.724	5.371
i. Extranjera en Colombia (IED)	14.314	7.690	
Porcentaje del PIB (IED)	4,4%	2,8%	
ii. Colombiana en el exterior	3.219	1.966	
B. Inversión de cartera (1+2)	250	-1.346	-1.596
1. Sector público (ii-i)	-794	-10.570	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	850	9.274	
a. Mercados internacionales (bonos)	1.069	6.182	
b. Mercado local (TES)	-219	3.092	
ii. Inversión de cartera en el exterior	56	-1.296	
2. Sector privado (ii-i)	1.044	9.224	
i. Inversión extranjera de cartera (a+b)	-559	-1.759	
a. Mercados internacionales (bonos)	673	-1.305	
b. Mercado local	-1.232	-454	
ii. Inversión de cartera en el exterior	485	7.465	
C. Otros flujos de capital del sector público + sector privado	-5.728	-5.350	378
D. Activos de reserva	3.333	4.328	995
Errores y omisiones (E y O)	1.045	992	-53
Memo ítem:			
Cuenta financiera sin variación de las reservas internacionales	-16.573	-12.420	4.153
Variación de las reservas internacionales	3.333	4.328	

pr: preliminar.
Fuente: Banco de la República.

El descenso exportador fue generalizado y se originó, principalmente, en las menores ventas de petróleo y sus derivados (USD 7.212 m), carbón (USD 1.502 m), productos industriales (USD 896 m), ferróníquel (USD 110 m) y flores (USD 64 m). En contraste, aumentaron las ventas externas de oro no monetario (USD 1.130 m), café (USD 174 m) y banano (USD 56 m). El menor valor exportado del petróleo crudo, carbón y ferróníquel se origina por el efecto combinado de la reducción en su precio de exportación (38,6%, 22,2% y 9,2%, respectivamente) y del menor volumen exportado (10,5%, 4,7% y 10,4%, en su orden). En cuanto a las exportaciones de oro no monetario, su incremento ocurrió por el alza tanto en su volumen exportado (32,2%) como en su precio de exportación (27,1%), mientras que el mayor valor de las ventas externas de café se explica por el aumento en sus precios de venta (16,7%), compensado parcialmente por la disminución en sus cantidades vendidas (7,7%).

El descenso en el valor importado fue generalizado y se explica principalmente por la contracción de las importaciones de insumos y de bienes de capital para la industria (USD 3.307 m, 13,0%), de las compras externas de combustibles y lubricantes (USD 1.959 m, 49,9%), bienes de consumo (USD 1.841 m, 15,5%) y equipo de transporte (USD 1.414 m, 31,1%).

En cuanto a los términos de intercambio del país, durante 2020 estos disminuyeron un 15,4% con respecto a 2019. Este resultado se explica por la reducción de los precios de las exportaciones (19,6%), la cual no fue compensada por la disminución ocurrida en los precios de importación (4,9%).

Por su parte, el déficit de la cuenta de servicios aumentó en USD 78 m en 2020 (Cuadro S2.1), debido a la mayor reducción de sus exportaciones frente a la de los servicios importados. Cabe resaltar que durante el período de análisis las exportaciones e importaciones de viajes y transporte aéreo de pasajeros se vieron afectadas por los cierres de aeropuertos en el mundo y por las medidas de contingencia aplicadas por la pandemia, lo que conllevó a un menor flujo de viajeros movilizados por las aerolíneas. Por el lado de las exportaciones, este efecto se contrarresta principalmente con los mayores ingresos recibidos por concepto de servicios empresariales, en especial los relacionados con la actividad de *call center*. En cuanto a las importaciones se destacan, adicionalmente, los menores egresos por concepto de fletes, asociados a las menores cantidades importadas, y de servicios técnicos y empresariales, especialmente los vinculados con el desarrollo de la actividad petrolera.

Por su parte, en el período de análisis la reducción de los egresos netos por renta factorial (USD 4.728 m) (Cuadro S2.1) se origina, principalmente, en la reducción de las utilidades obtenidas por las empresas con IED (USD 6.635 m). Esta reducción fue generalizada en

todos los sectores económicos, destacándose la disminución de las ganancias estimadas para las firmas que operan en las actividades de explotación petrolera (USD 1,775 m), servicios financieros y empresariales (USD 1,189 m), transporte y comunicaciones (USD 1,082 m), industrias manufactureras (USD 809 m), y minas y canteras (USD 758 m).

Con relación al rubro de transferencias corrientes durante 2020, se recibieron ingresos netos de USD 8.724 m, superiores en un 0,2% (USD 20 m) a lo obtenido un año antes, resultado explicado, en su mayoría, por el monto de las remesas de trabajadores, las cuales ascendieron a USD 6.853 m, con un incremento anual del 1,8% (USD 120 m). El crecimiento estuvo explicado por las remesas enviadas desde los Estados Unidos, las cuales crecieron un 9,5% anualmente, mientras que las de América Latina y España tuvieron descensos (-20% y -1%, respectivamente).

En cuanto al resultado de la cuenta financiera, durante 2020 se registraron entradas netas de capital por USD 8.092 m, inferiores en USD 5.148 m a lo observado un año atrás. Estas entradas netas se explican por ingresos de capital extranjero (USD 23.492 m), salidas de capital colombiano hacia el exterior (USD 11.579 m), pagos de no residentes a residentes por concepto de derivados financieros (USD 507 m), y aumento de las reservas internacionales por concepto de transacciones de balanza de pagos (USD 4.328 m)³. Los errores y omisiones se estimaron en USD 992 m (Cuadro S2.1).

Estos recursos externos recibidos por el país fueron resultado de entradas por desembolsos netos de préstamos y otros créditos externos por USD 8.287 m, USD 7.690 m por concepto de inversión extranjera directa (IED) e inversiones extranjeras de cartera por USD 7.515 m. Estos ingresos fueron compensados parcialmente por las ventas netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (USD 822 m) y de las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (USD 163 m).

Durante 2020 por concepto de IED se recibieron USD 7.690 m (2,8% del PIB anual), monto inferior en USD 6.623 m (46,3%) a lo recibido un año antes. La distribución por actividad económica de la IED recibida en este período fue la siguiente: servicios financieros y empresariales (28%), minería y petróleo (23%), comercio y hoteles (11%), electricidad (10%), industria manufacturera (8%) y resto de sectores (20%). Por su parte, el flujo de inversión directa colombiana en el exterior se estimó en USD 1.966 m, efectuado en su mayoría por empresas de los sectores eléctrico y financiero.

3 Cabe señalar que dicha acumulación de reservas es el resultado de compras netas de divisas por USD 3.500 m, ingresos por intereses de USD 894 m y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República de USD 66 m.

Por su parte, en 2020 las entradas por concepto de inversión extranjera de cartera totalizaron USD 7.515 m (2,8% del PIB). Esto fue resultado de los ingresos netos recibidos por la colocación por parte del Gobierno Nacional y de empresas del sector público de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales (USD 6.182 m) y las compras netas de títulos de renta fija en el mercado local por parte de no residentes (USD 3.092 m). Lo anterior se compensó parcialmente por pagos del sector privado de títulos de deuda en los mercados internacionales (USD 1.305 m) y las ventas netas de renta variable (USD 454 m) en el mercado local por parte de no residentes. Las salidas de capital colombiano por este concepto totalizaron constituciones netas por USD 6.169 m y corresponden a las inversiones de cartera hechas por el sector privado (USD 7.465 m), compensadas parcialmente por las liquidaciones del sector público (USD 1.296 m) (Cuadro S2.1).

Finalmente, por concepto de otros flujos de capital el país recibió entradas netas por USD 5.350 m. Esto, en parte, explicado por desembolsos netos por préstamos y otros créditos por USD 8.257 m, principalmente de largo plazo. De estos, el sector público recibió desembolsos netos por USD 9.174 m, principalmente de créditos de largo plazo contratados con organismos internacionales, y el sector privado realizó amortizaciones netas por USD 887 m, principalmente para el pago de deudas de corto plazo.

03/ Reservas internacionales



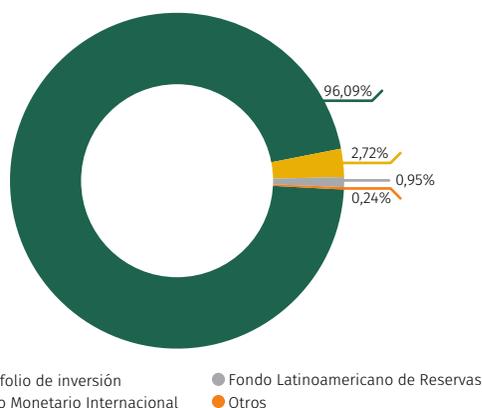
#MuseoEnTuCasa, actividad convocada por medio del instagram @banrepcultural por iniciativa de la Unidad de Artes y Otras Colecciones.

Ana González Rojas representa la obra *Sin título* de Débora Arango, de la colección de arte del Banco de la República.

Foto izquierda: Colección de arte del Banco de la República.
Foto derecha: Ana González Rojas.

De acuerdo con la Ley 31 de 1992, el Banco de la República administra las reservas internacionales conforme al interés público, al beneficio de la economía nacional y con el propósito de facilitar los pagos del país en el exterior. Consecuentemente, la ley define que la inversión de los activos de reserva se hará con sujeción a los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. El criterio de seguridad con el que se gestionan las reservas internacionales en Colombia implica controlar adecuadamente los riesgos a los que se exponen las inversiones. Con el fin de manejar los riesgos dentro de parámetros y niveles aceptables, el Comité de Reservas Internacionales del Banco de la República define límites estrictos para las exposiciones a cada uno de los diferentes riesgos que enfrentan las reservas. Para cumplir con el criterio de liquidez, el Banco invierte las reservas internacionales en activos financieros fáciles de liquidar o en activos que vencen en el corto plazo, y define tramos de inversión en función de los objetivos de liquidez y rentabilidad. Una vez definidos los criterios para que el portafolio de las reservas internacionales se invierta con un riesgo bajo, la política de administración también busca propender por una rentabilidad adecuada, ya que este criterio es parte del mandato entregado por la ley al Banco de la República. En el Anexo se presenta una explicación de las políticas que orientan la inversión de las reservas y algunas definiciones relevantes.

Gráfico 3.1
Composición de las reservas internacionales brutas
(información al 31 de diciembre de 2020)



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

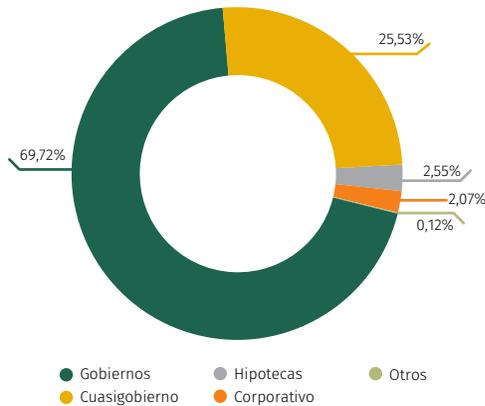
En 2020 las reservas internacionales netas aumentaron USD 5.863,6 m debido, principalmente, a la compra de reservas internacionales y a la rentabilidad positiva obtenida en lo corrido del año. Al 31 de diciembre las reservas internacionales netas totalizaron USD 59.030,8 m⁴⁸. El aumento en el período se explica, principalmente, por la compra de divisas por USD 3.500 m y por el rendimiento de las reservas internacionales, que al cierre de diciembre de 2020, excluyendo el componente cambiario, fue del 3,37% (USD 1.888,89 m)⁴⁹. El factor más importante que explica el rendimiento de las reservas es la valorización de los bonos como resultado de la caída en las tasas de interés.

El principal componente de las reservas internacionales es el portafolio de inversión. Este portafolio corresponde a las inversiones en instrumentos financieros en el mercado internacional y al oro físico certificado (95,66% y 0,43% de las reservas, respectivamente). En el Gráfico 3.1 se presenta la composición de las reservas internacionales.

48 Las reservas internacionales netas son iguales al total de las reservas internacionales, o reservas brutas, menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera con agentes no residentes. Las reservas internacionales brutas ascendieron a USD 59.039,3 m y los pasivos externos de corto plazo sumaron USD 8,54 m.

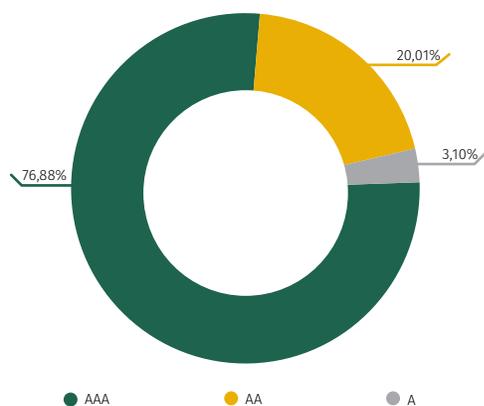
49 Más información sobre el aumento de las reservas internacionales en la sección 3.3.

Gráfico 3.2
Composición del portafolio de inversión por sectores
(información al 31 de diciembre de 2020)



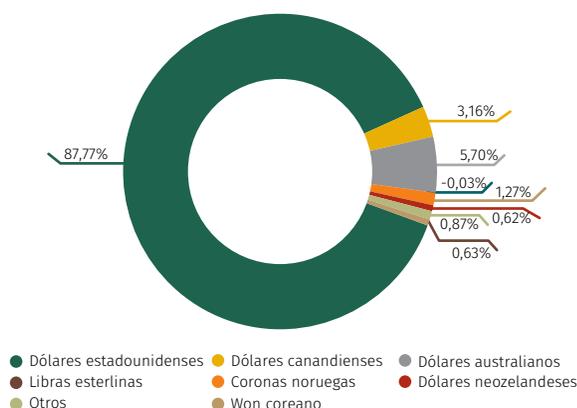
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.3
Distribución de las inversiones por calificación crediticia
(información al 31 de diciembre de 2020)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.4
Composición cambiaria del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2020)



Fuente: Banco de la República.

3.1 Composición del portafolio de inversión⁵⁰

A diciembre de 2020 el portafolio de inversión estaba constituido principalmente por títulos emitidos por gobiernos y entidades relacionadas con gobiernos (cuasigobiernos). En el Gráfico 3.2 se observa la composición del portafolio de inversión a diciembre de 2020, cuando alrededor del 95,25% estaba invertido en emisiones de dichas entidades.

La composición del portafolio por calificación evidencia la alta calidad crediticia de los activos en que se invierte el portafolio. El Gráfico 3.3 muestra que el 76,88% del portafolio se encontraba invertido en instrumentos con calificación AAA y el 20,01% en AA. El Banco utiliza como referencia la menor calificación otorgada por al menos dos de las tres principales agencias calificadoras (S&P, Moody's y Fitch Ratings).

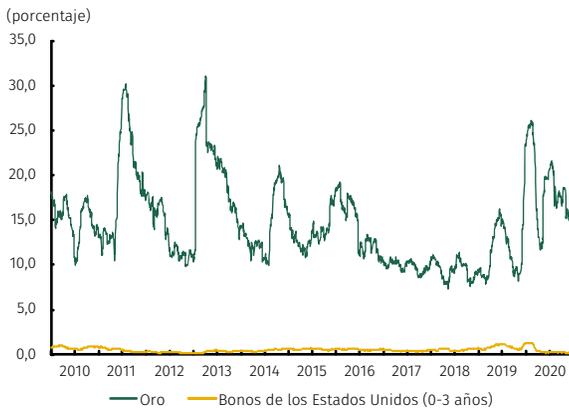
El portafolio de inversión está compuesto por monedas que se caracterizan por contar con elevados volúmenes diarios de negociación y pertenecer a países con altas calificaciones crediticias, siendo el dólar de los Estados Unidos la moneda con mayor participación. El Gráfico 3.4 muestra la composición cambiaria que tenía el portafolio de inversión al 31 de diciembre de 2020. El dólar de los Estados Unidos tiene la mayor participación en las reservas internacionales de Colombia, debido a que la mayor parte de las transacciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo se realizan en esta moneda. También, se permiten inversiones en las siguientes monedas: dólares canadiense, australiano y neozelandés; la corona sueca, la libra esterlina, el franco suizo, el euro, el yen, la corona noruega, el remimbi, el dólar hongkonés, el dólar singapurense y el won coreano⁵¹.

Al 31 de diciembre de 2020 la participación del oro en las reservas internacionales se redujo desde niveles bajos y se ubicó en aproximadamente el 0,4%. Esto, debido a la alta volatilidad de este activo y a la baja capacidad que un portafolio de bajo riesgo, como el de las reservas internacionales, tiene para absorber potenciales movimientos negativos en los precios de activos riesgosos. Así, durante 2020 la participación del oro se redujo desde los niveles bajos que presentaba en el año anterior, pasando aproximadamente del 1,3% al 0,4%. Este cambio se dio porque en un escenario de tasas de interés internacionales bajas, como el actual, el retorno que el portafolio recibe por intereses disminuye y, por ende, se reduce aún más su capacidad de equilibrar los posibles movimientos fuertes y adversos que puede experimentar el valor del oro. El oro es un activo de alto riesgo porque su precio presenta una alta volatilidad, lo que es especialmente notorio cuando

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

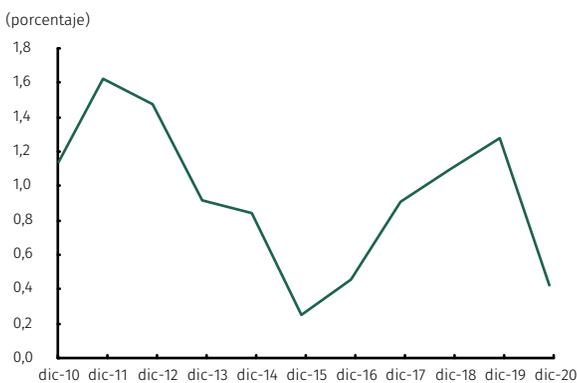
51 El euro tiene una participación muy baja en el portafolio de inversión de las reservas internacionales debido a que no hace parte del grupo de monedas que conforman el índice de referencia. La razón por la que no se encuentra en este grupo es porque tanto las tasas de interés de referencia del Banco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

Gráfico 3.5
Volatilidad anualizada del oro y bonos del gobierno de los Estados Unidos
(volatilidad diaria en 3 meses anualizada)



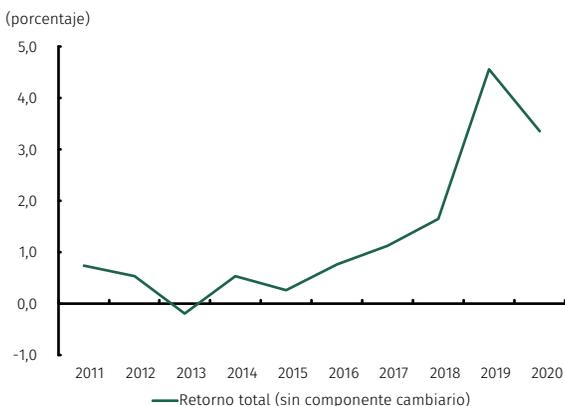
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3.6
Participación del oro en las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2020)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.7
Rentabilidad histórica de las reservas internacionales
(información al 31 de diciembre de 2020)



Fuente: Banco de la República.

se compara con activos más seguros, como los instrumentos de renta fija, que son los principales componentes de los portafolios de reservas internacionales. En el Gráfico 3.5 se presenta la volatilidad del precio del oro y la de los bonos del tesoro de los Estados Unidos con vencimientos menores a tres años, considerados activos típicos en portafolios de reservas. Se puede observar que la volatilidad del oro es muy superior, con niveles que llegan a ser treinta veces más altos que los de los bonos. Por otro lado, la cantidad de oro en las reservas se define periódicamente como parte de un proceso que busca mantener un portafolio seguro, diversificado y con una baja probabilidad de presentar pérdidas. Como resultado de este ejercicio, y debido a la alta volatilidad del oro, las reservas han mantenido una participación baja de este activo durante los últimos años, lo cual se considera común dentro de las prácticas de administración de reservas⁵². Esta situación se puede observar en el Gráfico 3.6, donde se muestra que, como resultado del comportamiento del oro y el ejercicio de construcción de portafolio, la participación del oro en las reservas al cierre de los últimos diez años se ha mantenido por debajo del 2%.

3.2 Rentabilidad de las reservas

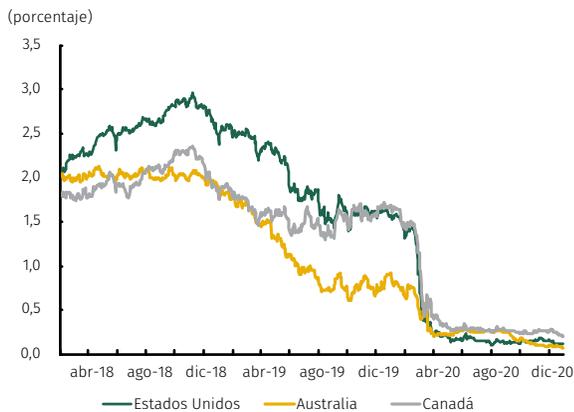
La rentabilidad de las reservas depende principalmente de dos factores: el de intereses y el de valorización. El primero corresponde a los intereses recibidos de los instrumentos en los cuales se invierte, mientras que el factor de valorización corresponde al cambio en los precios de los títulos por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

En 2020 la rentabilidad de las reservas se mantuvo alta (3,37%)⁵³ en razón a que las tasas de interés cayeron aceleradamente hasta niveles cercanos a cero, como resultado de las medidas excepcionales que tomaron las autoridades a raíz de los efectos económicos de la pandemia. Este escenario no era el que se esperaba al iniciar el año, cuando se tenía la expectativa de estabilidad de las tasas. A finales de 2019, después de que la Reserva Federal bajara su tasa de interés de referencia en varias ocasiones ante la desaceleración económica global y pronosticara una pausa en este ciclo, los mercados financieros descontaban que en 2020 las tasas se estabilizaran en esos niveles. Ante la perspectiva de recibir menores intereses en las inversiones (factor intereses) y una perspectiva limitada para su valorización por bajadas adicionales en las tasas de interés (factor valorización), parecía probable que en 2020 las reservas internacionales tuvieran rentabilidades significativamente menores a las observadas en 2019. No obstante, tal como se puede observar en el Gráfico 3.7, el rendimiento

52 Según datos más recientes del FMI, la mediana de participación de oro en las reservas internacionales en 173 países es del 1,7%.

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

Gráfico 3.8
Tasas de los bonos de gobierno de corto plazo (2 años)
(información al 31 de diciembre de 2020)



Fuente: Bloomberg.

se mantuvo en niveles altos durante el último año. Lo anterior, después de que las tasas de interés en los Estados Unidos y otros mercados relevantes para el portafolio cayeran aceleradamente a niveles cercanos a cero. Esta rápida disminución de tasas de interés provocó valorizaciones no anticipadas en los títulos que componen los portafolios (factor valorización) y, por ende, favoreció la rentabilidad de las reservas internacionales en 2020.

En 2021 se espera una reducción considerable en la rentabilidad de las reservas internacionales. Con las tasas de interés en los mercados en los que se invierten las reservas en niveles cercanos a cero, los intereses recibidos serán muy bajos (factor intereses) y no hay perspectivas de valorizaciones por reducciones adicionales en las tasas en el corto plazo (factor valorización). La valorización del portafolio de reservas internacionales observada durante 2019 y 2020, a raíz de la caída acelerada de las tasas de interés, posiblemente afectará de manera negativa la rentabilidad del portafolio, la cual se mantendría baja en los próximos años. La caída abrupta de las tasas de interés de los activos del portafolio, y el correspondiente aumento de sus precios, provocaron que se recibiera en el 2020 la rentabilidad que se esperaba alcanzar en un período más largo bajo condiciones más estables. De esta forma, la reducción drástica de los intereses que reciben los activos del portafolio generará una disminución en la rentabilidad futura. Adicionalmente, la posibilidad de retornos adicionales, producto de nuevas caídas de las tasas de interés, parece más baja esta vez que en períodos anteriores. Como se observa en el Gráfico 3.8, las tasas de interés en los mercados relevantes para la inversión de las reservas han llegado a niveles cercanos a cero y, por el momento, no se espera que se ubiquen en niveles negativos.

3.3 Medidas para fortalecer la liquidez internacional

Durante 2020 el Banco de la República aumentó las reservas internacionales en USD 5.863,3 mediante la acumulación de sus retornos y la compra directa de divisas al Gobierno Nacional. Con el objetivo de aumentar las reservas internacionales, y tomando en cuenta las monetizaciones de dólares previstas por el Gobierno Nacional, el Banco de la República compró USD 3.500 m mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Por otro lado, los retornos generados durante el año por la inversión de las reservas internacionales también contribuyeron al aumento de su nivel, que se ubicó al cierre de 2020 en USD 59.030,8 m.

En 2020 Colombia renovó y amplió el acceso a la línea de crédito flexible (LCF; véase Recuadro 2). Una porción de esta línea fue desembolsada por parte del FMI al Gobierno Nacional. El acceso a la LCF complementa las fuentes de liquidez externa del país y la cobertura que provee el adecuado nivel de reservas internacionales ante los riesgos externos extremos. El acceso a la línea representa una señal importante de estabilidad, desempeño y resiliencia de la economía colombiana, así como un respaldo al sólido marco de política económica y está limitado a países que cumplen con criterios de calificación

exigentes en términos de sus fundamentales y marcos de política económica. En mayo de 2020 se renovó el acuerdo de la LCF que tenía Colombia por un monto de DEG 7.849,6 m (aproximadamente USD 11.200 m). En septiembre este monto se amplió hasta DEG 12.267 m (cerca de USD 17.600 m) ante la presencia de un contexto externo más incierto y por los efectos que podrían generar unas condiciones externas más extremas sobre las necesidades de financiamiento de la economía colombiana. En esa misma fecha se anunció la intención de desembolsar, de manera excepcional, un monto parcial de la LCF para complementar las fuentes de financiamiento externo disponibles gracias a la reacción oportuna de las autoridades ante la pandemia. Este desembolso del FMI al Gobierno Nacional se realizó en diciembre de 2020 por un monto de DEG 3.750 m (equivalentes a cerca de USD 5.400 m). Las autoridades colombianas han manifestado que el monto restante después del desembolso parcial de la LCF (aproximadamente USD 12.200 m) mantendrá un carácter precautorio, complementando las reservas internacionales del país, como cobertura y fuente de liquidez internacional ante riesgos externos extremos.

En 2020 el Banco de la República obtuvo acceso a la facilidad de repos con la Reserva Federal (FIMA, por su sigla en inglés). En estas transacciones los titulares de cuentas FIMA (bancos centrales y otras autoridades monetarias internacionales con cuentas en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York) intercambian sus bonos del tesoro de los Estados Unidos custodiados en la Reserva Federal por dólares estadounidenses, con el compromiso de volver a comprar los títulos al día siguiente, junto con unos intereses. El principal beneficio que tiene para el Banco de la República acceder a la facilidad FIMA es poder disponer de liquidez en dólares estadounidenses sin tener que vender definitivamente los activos de los portafolios de las reservas internacionales, lo cual mitiga el riesgo de liquidez. El Banco de la República usaría esta facilidad solamente en caso de que, habiendo decidido vender dólares en el mercado de contado, el mercado de compra y venta de títulos del Tesoro presentara en ese momento una muy baja liquidez.

3.4 Indicadores de reservas

De acuerdo con el modelo de estimación del Banco de la República de necesidades de liquidez en moneda extranjera, ante un escenario adverso a un horizonte de un año, a diciembre de 2020 las reservas internacionales más la recientemente renovada línea de crédito flexible son superiores a los niveles adecuados. En junio de 2018 el Banco de la República estableció una nueva metodología para estimar las necesidades de liquidez de moneda extranjera ante un escenario adverso, en un horizonte de un año. Esta metodología sigue la misma línea que la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés) propuesta dentro del marco de supervisión de Basilea III para los bancos, la cual establece que los activos líquidos deben ser suficientes para cubrir las necesidades de liquidez dentro de un plazo predeterminado y teniendo en cuenta un escenario estresado⁵⁴. Según los criterios del Banco de la República, las reservas internacionales deben cubrir al menos la proyección para los próximos doce meses del déficit en la cuenta corriente, más las amortizaciones de la deuda externa. A diciembre de 2020 las reservas internacionales cubrieron estos rubros en su conjunto. Si, adicionalmente, se tienen en cuenta posibles salidas de capitales de residentes y no residentes, el nivel de reservas se ubica ligeramente por debajo de la estimación total. Sin embargo, al incluir la LCF del FMI, se cubren ampliamente las necesidades de liquidez de corto plazo en moneda extranjera. Este valor en exceso tiene en consideración que parte de la LCF puede ser usada por el Gobierno para suplir sus necesidades de financiamiento.

⁵⁴ Para más información sobre la metodología, véase el sombreado “Nueva metodología para determinar el nivel adecuado de reservas internacionales” del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de marzo de 2019.

Indicadores complementarios para evaluar las reservas internacionales señalan niveles adecuados para el país. El Banco de la República usa como indicador complementario una modificación de la métrica que propone el FMI y que es usada por varios países (metodología ARA)⁵⁵. El ARA busca cubrir los principales riesgos sobre la balanza de pagos observando variables macroeconómicas⁵⁶ en períodos de presión en el mercado cambiario. La métrica modificada introduce algunas variantes para reflejar las características propias de la economía colombiana, como el hecho de que para el período de análisis no se han presentado crisis⁵⁷, y se incluyen las remesas para capturar el impacto de un colapso de la demanda externa⁵⁸. De acuerdo con la aplicación de la metodología a varios países, una economía mantiene un nivel de reservas adecuado si la razón se ubica en un nivel igual o superior a 1. Según esta métrica, a diciembre de 2020 Colombia mantiene un nivel de reservas adecuado.

55 Esta sigla corresponde a assessing reserve adequacy.

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

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

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

04/ Situación financiera del Banco de la República



#MuseoEnTuCasa, actividad convocada por medio del instagram @banrepcultural por iniciativa de la Unidad de Artes y Otras Colecciones.

Laura Zarta Gutiérrez representa la obra *Retrato en rojo* de Pedro Nel Gómez, de la colección de arte del Banco de la República.

Foto izquierda: Colección de arte del Banco de la República.
Foto derecha: Laura Zarta Gutiérrez.

En 2020 el aumento de los activos del Banco de la República se originó, principalmente, por el incremento del saldo en pesos de las reservas internacionales, como resultado de las compras de divisas por parte del Banco, del rendimiento de las reservas y de la depreciación del peso. Este último factor, a su vez, se reflejó en un mayor valor del patrimonio en la cuenta de ajuste de cambio. Asimismo, el portafolio de inversiones en moneda nacional presentó un incremento significativo, explicado en especial por las compras de títulos de deuda privada y pública realizadas por el Banco como parte de las medidas que tomó para enfrentar los efectos negativos que, sobre los mercados tuvo la emergencia sanitaria debida al Covid-19.

La utilidad del ejercicio de 2020 (COP 7.843 mm) fue superior a la de 2019 (COP 7.149 mm). Lo anterior, como resultado de situaciones inesperadas y extraordinarias, producto de reducciones en las tasas de interés externas y del alto crecimiento de la demanda de dinero. Es poco probable que estas condiciones excepcionales, que anticiparon las utilidades que se esperaban recibir en un período más largo, se repitan en los próximos años. En particular, se espera que a partir de 2021 se registre una reducción significativa en la rentabilidad de las reservas internacionales por menores intereses recibidos, dadas las bajas tasas de interés externas, y porque no hay perspectivas de valorizaciones por reducciones adicionales en dichas tasas. En 2020 las medidas tomadas por el Banco para enfrentar la emergencia sanitaria por el Covid-19 resultaron en mayores ingresos no previstos.

4.1 Estado de situación financiera del Banco de la República (balance general)⁵⁹

Durante 2020 el balance del Banco se expandió de forma significativa. Al cierre de 2020 los activos del Banco registraron un saldo de COP 248.942 mm, superior en COP 36.526 mm (17,2%) al observado en diciembre de 2019. Por su parte, los pasivos ascendieron a COP 162.168 mm, con un incremento de COP 26.280 mm frente al cierre del año anterior (19,3%), y el patrimonio totalizó COP 86.774 mm, monto mayor en COP 10.246 mm al registrado un año atrás (Cuadro 4.1). La expansión en el balance refleja las decisiones de la JDBR encaminadas a estabilizar los mercados cambiarios y de deuda pública y privada. También, son producto del incremento de la base monetaria y de la depreciación del peso frente a otras monedas.

El aumento del activo se explica, principalmente, por el incremento de las reservas internacionales y del portafolio de inversiones en moneda nacional (TES y títulos de deuda privada en poder del Banco). El saldo en pesos de las reservas internacionales brutas aumentó en COP 28.396 mm (16,3%), producto de las compras de divisas al Gobierno Nacional realizadas en mayo y diciembre (en total USD 3.500 m, equivalentes a COP 13.203 mm)⁶⁰, de la variación positiva por ajuste de cambio originada en la depreciación del peso colombiano frente a las monedas de reserva (COP 8.539 mm) y del rendimiento de las reservas internacionales (COP 6.635 mm). Para el portafolio de inversiones en moneda nacional el incremento fue de COP 10.992 mm

⁵⁹ En esta sección se muestran las partidas según criterio económico y no contable. Frente a los estados financieros presentados a la Superintendencia Financiera de Colombia y a la Contaduría General de la Nación, las diferencias son: primero, los activos descuentan el valor de los pasivos asociados con operaciones de compra de portafolio de reservas internacionales sobre las cuales aún no se ha efectuado el pago (en los estados financieros del Banco esto se registra como un mayor valor del activo y como una exigibilidad de reservas internacionales en el pasivo); segundo, en los activos y pasivos de esta sección se incluye la moneda metálica en circulación, la cual no forma parte de la información contable del balance general del Banco; y tercero, otras reclasificaciones de cuentas de menor valor. En este sentido, los valores del activo y del pasivo presentados en este Informe (COP 248.942 mm y COP 162.168 mm, respectivamente) difieren de los registrados en los Estados Financieros al 31 de diciembre de 2020 (COP 253.603 mm y COP 166.829 mm).

⁶⁰ Véase: <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-aumenta-las-reservas-internacionales-mediante-compra-directa-usd-2000-millones> y <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-aumenta-sus-reservas-internacionales-us1500-millones>

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

Cuentas	Diciembre 2019		Diciembre 2020		Variación	
	Saldos	Participación porcentual	Saldos	Participación porcentual	Absoluta	Porcentual
Activos	212.416	100,0	248.942	100,0	36.526	17,2
Reservas Internacionales brutas	174.257	82,0	202.653	81,4	28.396	16,3
Aportes en organismos y entidades internacionales	9.349	4,4	10.126	4,1	776	8,3
Inversiones	15.221	7,2	26.214	10,5	10.992	72,2
TES	15.221	7,2	21.088	8,5	5.867	38,5
Titulos de deuda privada	0	0,0	5.126	2,1	5.126	n. a.
Pactos de reventa (repos): apoyos transitorios de liquidez	8.600	4,0	4.679	1,9	-3.921	-45,6
Otros activos netos	4.988	2,3	5.271	2,1	283	5,7
Pasivo y patrimonio	212.416	100,0	248.942	100,0	36.526	17,2
Pasivo	135.888	64,0	162.168	65,1	26.280	19,3
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	19	0,0	29	0,0	10	52,7
Base monetaria	112.454	52,9	132.674	53,3	20.220	18,0
Efectivo	75.101	35,4	94.456	37,9	19.355	25,8
Reserva	37.352	17,6	38.217	15,4	865	2,3
Depósitos remunerados no constitutivos de encaje	55	0,0	2.864	1,2	2.809	5.109,7
Depósitos por endeudamiento externo e inversión de portafolio de capital del exterior	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Otros depósitos	120	0,1	49	0,0	-70	-58,7
Gobierno Nacional: Dirección del Tesoro Nacional M/N	12.200	5,7	14.485	5,8	2.285	18,7
Obligaciones organismos internacionales	11.041	5,2	12.067	4,8	1.027	9,3
Patrimonio total	76.528	36,0	86.774	34,9	10.246	13,4
Capital	13	0,0	13	0,0	0	0,0
Superávit	70.149	33,0	78.703	31,6	8.554	12,2
Liquidación CEC	521	0,2	521	0,2	0	0,0
Ajuste de cambio	69.315	32,6	77.854	31,3	8.539	12,3
Inversión en activos para act. cultural y donaciones	313	0,1	329	0,1	15	4,9
Otros resultados integrales	-343	-0,2	879	0,4	1.222	n. a.
Resultados del ejercicio	7.149	3,4	7.483	3,0	335	4,7
Resultados acumulados: cambio en políticas contables adopción nuevas NIIF	-347	-0,2	-242	-0,1	105	-30,2
Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF	-92	-0,0	-61	-0,0	31	-33,3

Fuente: Banco de la República.

(72,2%), explicado, principalmente, por las compras de títulos de deuda privada y pública realizadas por el Banco como parte de las medidas que tomó para enfrentar los efectos negativos que sobre los mercados tuvo la emergencia sanitaria generada por el Covid-19, y por la valorización por cambios en precios de mercado. Entre marzo y abril el Banco adquirió bonos y CDT emitidos por establecimientos de crédito por COP 8.676 mm, de los cuales a diciembre se habían vencido COP 3.689 mm por concepto de capital. Adicionalmente, el Banco adquirió TES por COP 4.836 mm. Lo anterior fue en parte compensado con la disminución de COP 3.921 mm del saldo de las operaciones de liquidez transitoria⁶¹.

Por su parte, el pasivo aumentó principalmente por el crecimiento de la base monetaria. La base monetaria aumentó COP 20.220 mm en el año, producto del fuerte incremento en la demanda por efectivo por parte del público (COP 19.355 mm). Además de lo anterior, los depósitos remunerados no constitutivos de encaje y los depósitos en pesos del Gobierno Nacional⁶² en el Banco también tuvieron aumentos de COP 2.809 mm y COP 2.285 mm, respectivamente.

Finalmente, el patrimonio aumentó en especial por la cuenta de ajuste en cambio y por las utilidades del ejercicio. La cuenta de ajuste en cambio tuvo una variación de COP 8.539 mm, contrapartida del aumento del saldo en pesos de las reservas internacionales brutas originado en la mayor tasa de cambio del peso frente a las monedas de reserva. El resultado del ejercicio del año 2020 fue de COP 7.483 mm. Lo anterior se contrarrestó parcialmente con el traslado de utilidades al Gobierno Nacional con cargo al resultado de 2019 por COP 6.998 mm.

4.2 Estado de resultados (PyG)

4.2.1 Cierre a diciembre de 2020

Al cierre de diciembre de 2020, la utilidad anual del Banco de la República ascendió a COP 7.483 mm, producto de ingresos por COP 9.863 mm y egresos por COP 2.380 mm (Cuadro 4.2). Frente a lo observado en el año anterior, los ingresos aumentaron en COP 416 mm (4,4%) y los egresos en COP 82 mm (3,6%). Como se mencionó, en 2019 y en 2020 la utilidad del Banco fue excepcionalmente alta, resultado de la conjunción de circunstancias favorables, como lo fueron las reducciones en las tasas de interés externas y el alto crecimiento de la demanda de dinero. Adicionalmente, las medidas tomadas por el Banco para enfrentar la emergencia sanitaria por el Covid-19 resultaron en mayores ingresos no previstos.

Los ingresos observados durante 2020 se explican, principalmente, por el rendimiento de las reservas internacionales, el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco (TES y deuda privada), y la utilidad en las operaciones de regulación cambiaria. El rendimiento de las reservas internacionales ascendió a COP 6.635 mm⁶³, inferior en COP 1.002 mm frente al resultado observado en 2019 (Cuadro 4.3). Como se mencionó, el alto rendimiento de las reservas en 2020 fue sorpresivo y significativamente mayor al estimado en un principio, producto de la reducción acelerada en las tasas de interés externas, las cuales cayeron a niveles cercanos a cero, como resultado de las medidas excepcionales que tomaron los

61 No incluye los intereses devengados y aún no pagados al Banco de la República.

62 Estos depósitos son constituidos mediante la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República. Incluyen los depósitos remunerados y otros depósitos, como la cuenta cajero, así como los intereses devengados y no pagados por el Banco de la República.

63 Dentro de este rendimiento se incluyen COP 6.146 mm del portafolio, que contempla COP 3.214 mm por causación de intereses y COP 2.932 mm por valoración por cambios en precio de mercado, originada principalmente en la caída de las tasas de interés de los bonos del gobierno de los Estados Unidos durante lo corrido del año. Esto último ocasionó una valorización de los activos que componen el portafolio de reservas internacionales.

Cuadro 4.2
Estado de resultados del Banco de la República, 2020
(miles de millones de pesos)

	Ejecutado a:		Variación	
	2019	2020	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	9.447	9.863	416	4,4
A. Ingresos monetarios	8.975	9.471	496	5,5
1. Intereses y rendimientos	8.926	9.365	439	4,9
Reservas internacionales	7.638	6.635	-1.002	-13,1
Portafolio de Invers. de Regul. Monetaria (TES)	756	1.133	377	49,9
Op. activas de regulación monetaria (Repos)	533	241	-291	-54,7
Operaciones de otros títulos deuda privada	0	309	309	n. a.
Operaciones de regulación cambiaria	0	1.047	1.047	n. a.
Otras operaciones	0	1	0	142,9
2. Diferencias en cambio	35	105	71	204,2
3. Otros ingresos monetarios	14	0	-14	-99,0
B. Valor facial de la moneda metálica emitida	221	171	-50	-22,6
C. Ingresos corporativos	251	221	-30	-12,0
1. Comisiones	190	192	2	1,1
Servicios bancarios	68	55	-13	-18,8
Negocios fiduciarios	122	137	15	12,1
2. Otros ingresos corporativos	62	29	-32	-52,2
II. Total gastos	2.299	2.380	82	3,6
A. Gastos monetarios	1.421	1.480	59	4,2
1. Intereses y rendimientos	1.235	1.318	83	6,7
Depósitos remunerados: DGCPTN	1.229	777	-453	-36,8
Depósitos operaciones pasivas de regulación monetaria	6	77	71	1.261,1
Operaciones de regulación cambiaria	0	465	465	n. a.
2. Gastos Admón. y manejo fondos en el exterior	39	60	22	55,9
3. Comisión de compromiso Créd. flexible FMI	88	98	10	11,3
4. Diferencias en cambio	13	3	-9	-74,2
5. Otros gastos monetarios	47	1	-46	-98,8
B. Billetes y monedas	233	216	-17	-7,3
C. Gastos corporativos	644	676	33	5,1
1. Gastos de personal	416	432	16	3,7
2. Gastos generales	122	125	3	2,7
3. Otros corporativos	106	119	14	12,9
D. Gastos de pensionados	1	8	7	726,4
III. Resultado operacional (I - II)	7.149	7.483	335	4,7

n. a.: no aplica.

Fuente: Banco de la República.

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

	2019	2020	Variación anual
Reservas internacionales	7.638	6.635	-1.002
Portafolio	7.132	6.146	-986
Intereses	3.056	3.214	158
Valoraciones	4.076	2.932	-1.144
Oro	445	413	-32
Organismos internacionales, convenio Aladi y otros	60	76	16

Fuente: Banco de la República.

bancos centrales para enfrentar los efectos económicos de la pandemia. Este escenario no se esperaba al inicio del año 2020, y no se anticipan reducciones adicionales en estas tasas que permitan mantener perspectivas de alto rendimiento de las reservas internacionales en los siguientes años. Por su parte, el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco fue de COP1.441 mm (COP1.133 mm por TES y COP309 mm por títulos de deuda privada), mayor en COP685 mm frente al obtenido en el año anterior. Los ingresos por TES fueron superiores en COP377 mm frente al observado un año atrás, producto de un mayor saldo promedio de estos títulos en poder del Banco por las compras realizadas durante el último año. Los ingresos por títulos de deuda privada ascendieron a COP309 mm como resultado de las compras realizadas por parte del Banco por primera vez entre marzo y abril de 2020. El resultado neto de las operaciones de regulación cambiaria ascendió a COP583 mm⁶⁴.

Por su parte, los egresos se explican principalmente por la remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional y los gastos corporativos. La remuneración de los depósitos del Gobierno Nacional fue de COP777 mm durante 2020, inferior en COP453 mm frente al valor registrado en 2019, como resultado de un menor saldo promedio y de una menor tasa de remuneración⁶⁵. En 2020 los egresos corporativos ascendieron a COP676 mm, superiores en COP33 mm (5,1%, equivalente a 2,5% en términos reales), de los cuales: 1) los gastos de personal, por COP432 mm, aumentaron 3,7% anual (1,2% real); 2) los gastos generales, COP125 mm, registraron una variación anual de 2,7% (0,2% real), y 3) los otros gastos corporativos, COP119 mm, presentaron un incremento anual de 12,9% (10,1% en términos reales). La variación de los gastos generales obedeció, principalmente, a la disminución de egresos relacionados con servicios públicos, encuestas y estudios especiales, servicios contratados y otros gastos generales⁶⁶. El resultado de los gastos de personal y los gastos generales estuvieron impactados por la emergencia sanitaria debida al Covid-19. Por último, el crecimiento del rubro “otros gastos corporativos” obedeció principalmente a los egresos por la administración del Fondo de Ahorro y Estabilización (fideicomiso FAE)⁶⁷, a la donación de la Casa Bolívar en la ciudad de Cartagena al Ministerio de Cultura, y al mayor gasto por concepto de contribuciones y afiliaciones⁶⁸.

64 Resultado de utilidades en algunos contratos *forward* y *swaps* por COP1.047 mm registradas en los ingresos, y de pérdidas en otros contratos *forward* y *swaps* por COP465 mm registradas en los egresos del Banco.

65 El volumen promedio diario de estos depósitos fue COP28.587 mm en 2020 y COP28.797 mm en 2019. Para estas mismas fechas, la tasa promedio de remuneración efectiva anual fue del 2,75% y 4,36%, respectivamente.

66 Otros gastos generales incluyen la divulgación de actividades del Banco, suscripciones, becas a estudiantes diferentes de empleados, y materiales y suministros, entre otros.

67 El aumento de este concepto obedeció, principalmente, al impacto por la mayor tasa de cambio.

68 En especial a la Superintendencia Financiera de Colombia, como resultado del aumento de los activos diferentes de reservas internacionales.

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. La constitución de reservas obedeció a:

- a. Según el artículo 27, numeral 8, literal d) de la Ley 31 de 1992 y el artículo 60 del Decreto 2520 de 1993, la JDBR debe constituir una Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria que tendrá como objeto absorber eventuales pérdidas del Banco, antes de recurrir a las apropiaciones pertinentes establecidas en el Presupuesto General de la Nación. Esta reserva se hará por las cuantías necesarias, de acuerdo con las previsiones de pérdidas que arrojen los presupuestos del Banco para los siguientes dos ejercicios. Por tanto, con cargo al resultado de 2020, y de acuerdo con las proyecciones de pérdidas del Banco de la República en 2021 y 2022, se constituyó una Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria por COP181 mm.
- b. Según el artículo 61, numeral 2 del Decreto 2520 de 1993, las diferencias de valor en las operaciones diarias de compra y venta de divisas en el mercado cambiario con respecto al precio de mercado de cada día, las cuales se registran en el Estado de Resultados del Banco, y deben ingresar al final del período a la Reserva de Resultados Cambiarios, cuando su valor sea positivo. Esta reserva podrá destinarse a enjugar pérdidas que registre el Banco en el futuro en operaciones diarias de compra y venta de divisas. Por tanto, con cargo al resultado de 2020, en 2021 se constituyó una Reserva de Resultados Cambiarios por COP583 mm, que corresponde al resultado neto de las operaciones de regulación cambiaria descrito.

Por otra parte, se realizó una retención adicional de utilidades por concepto de inversión neta en bienes para la actividad cultural por COP5 mm y por pérdidas por el proceso de convergencia a NIIF y por la adopción de la NIIF 9 pendientes por enjugar por COP31 mm y COP54 mm, respectivamente.

De acuerdo con lo anterior, en febrero de 2021 la JDBR aprobó un traslado de utilidades al Gobierno por COP 6.629 mm, el cual se realizó a finales de marzo (Cuadro 4.4).

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

	Distribución de utilidades en 2021
A. Resultado del ejercicio	7.483
B. Más utilización de reservas	0
C. Menos constitución de reservas y otras deducciones	855
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	181
Reserva de resultados cambiarios	583
Inversión neta en bienes para la actividad cultural	5
Pérdida por implementación de las NIIF	31
Pérdida por adopción la NIIF 9: cambio de la política contable sobre TES en poder del BR	54
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional: A + B - C	6.629

Fuente: Banco de la República.

4.3 Proyección de ingresos y gastos para 2021

El presupuesto para 2021 fue aprobado por la JDBR en diciembre de 2020, previo concepto del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis) sobre la incidencia de este en las finanzas públicas. El presupuesto del Banco tiene dos componentes principales: los monetarios y los corporativos. Los primeros comprenden los resultados de actividades monetarias, cambiarias y crediticias, de administrador de las reservas internacionales, banquero y prestamista de última instancia de los establecimientos de crédito y banco de emisión. Los resultados corporativos incluyen la gestión administrativa del Banco, como por ejemplo ingresos por comisiones, gastos de personal, gastos de funcionamiento y gastos de pensionados.

Para 2021 se proyecta una pérdida de COP 122 mm, que contrasta con los resultados históricamente altos de 2019 y 2020. Como se mencionó, no se anticipan reducciones adicionales en las tasas de interés externas que permitan mantener perspectivas de alto rendimiento de las reservas internacionales en los siguientes años. Para 2021 se estiman ingresos por COP 1.856 mm y egresos por COP 1.978 mm. Frente a los dos años anteriores, el resultado del Banco se explica principalmente por el rendimiento negativo estimado de las reservas internacionales por COP 41 mm (Cuadro 4.5).

Con respecto a los resultados monetarios, se espera un ingreso neto de COP 516 mm. El presupuesto aprobado para 2021 considera una disminución anual de los ingresos del 52,3% frente a los presupuestados en 2020, como resultado principalmente del menor rendimiento proyectado de reservas internacionales de COP 2.047 mm⁶⁹, frente al presupuesto de 2020. Por su parte, se proyectan ingresos por el rendimiento de los títulos en moneda nacional en poder del Banco: TES (COP 1.185 mm) y deuda privada (COP 157 mm). Los principales egresos monetarios corresponden a la remuneración a los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco, la cual se estima en COP 503 mm, con una reducción anual de 62,3% frente a la proyectada en 2020.

En relación con la puesta en circulación de moneda metálica, se espera un egreso neto de COP 61 mm. Se estima que generará ingresos por COP 267 mm, con una reducción anual del 3,3% frente a lo presupuestado en 2020. Los costos de producción y puesta en circulación de especies monetarias se estiman en COP 328 mm, superiores en 19,7% frente a lo presupuestado en 2020.

Del presupuesto corporativo se espera un egreso neto de COP 567 mm. Se estiman ingresos por COP 230 mm y egresos por COP 797 mm (variaciones anuales del 2,8% y 7,4%, respectivamente, frente a lo presupuestado para 2020). El crecimiento real de los gastos corporativos obedece principalmente a lo considerado en la Convención Colectiva del Banco, y al mayor gasto por concepto de proyectos de tecnología, mantenimientos, reparaciones y adecuaciones, depreciaciones, amortizaciones, y contribuciones y afiliaciones, entre otros.

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

⁶⁹ Como se mencionó, en 2021 se proyecta un rendimiento negativo de reservas internacionales por COP 41 mm. En 2020 el presupuesto aprobado incorporó un rendimiento de COP 2.006 por este concepto.

Cuadro 4.5
Presupuesto del Banco de la República, 2021
(miles de millones de pesos)

	Presupuesto aprobado		Variación	
	2020 ^{a/} (A)	2021 (B)	Absoluta	Porcentual
I. Total ingresos (A+B+C)	3.895	1.856	-2.038	-52,3
A. Ingresos monetarios	3.395	1.360	-2.036	-60,0
1. Intereses y rendimientos	3.328	1.325	-2.003	-60,2
Reservas internacionales	2.006	-41	-2.047	n. a.
Rendimientos	7.937	2.006	-5.931	-74,7
Portafolio de invers. de regulación monetaria (TES)	854	1.185	331	38,8
Operaciones de otros títulos deuda privada	0	157	157	n. a.
Op. activas de regulación monetaria (repos)	468	24	-444	-94,8
2. Diferencias en cambio	63	26	-37	-58,7
3. Otros ingresos monetarios	3	8	5	133,9
B. Moneda metálica emitida	276	267	-9	-3,3
C. Ingresos corporativos	223	230	6	2,8
1. Comisiones	198	212	14	7,1
Servicios bancarios	71	75	4	5,4
Negocios fiduciarios	126	137	10	8,1
2. Otros ingresos corporativos	26	18	-8	-30,1
II. Total gastos (A+B+C+D)	2.595	1.978	-616	-23,8
A. Gastos monetarios	1.568	843	-725	-46,2
1. Intereses y rendimientos	1.341	598	-742	-55,4
Depósitos remunerados: DGCPTN	1.334	503	-831	-62,3
Depósitos de operaciones pasivas de regulación monetaria	7	96	89	1.370,3
2. Gastos de administración y manejo de fondos en el exterior	48	68	20	41,4
3. Comisión de compromiso del crédito flexible con el FMI	95	128	33	35,1
4. Diferencias en cambio	63	41	-22	-34,7
5. Otros gastos monetarios	22	8	-14	-62,5
B. Billetes y monedas	274	328	54	19,7
C. Gastos corporativos	742	797	55	7,4
1. Gastos de personal	455	489	33	7,3
2. Gastos generales	151	162	10	6,9
3. Otros corporativos	132	142	11	8,1
4. Disponibilidad presupuestal	4	4	0	7,4
D. Gastos pensionados	10	10	0	1,7
III. Resultado del ejercicio (I - II)	1.300	-122	-1.422	n. a.

a/ A partir de 2020, los activos de menor cuantía se registran en depreciaciones dentro de los otros gastos corporativos. Anteriormente se incluía dentro de gastos generales. Este cambio se hizo en la información de la columna presupuesto aprobado 2020 para conservar consistencia con la proyección del presupuesto 2021.

Fuente: Banco de la República.

05/ Gestión cultural del Banco de la República



#MuseoEnTuCasa, actividad convocada por medio del instagram @banrepcultural por iniciativa de la Unidad de Artes y Otras Colecciones.

José Pérez representa un tunjo muisca de mujer con bebé en brazos de la colección orfebre del Banco de la República.

Foto izquierda: Museo del Oro del Banco de la República.
Foto derecha: José Pérez.

En 2020 la actividad cultural del Banco de la República se reinventó para afrontar los retos impuestos por la pandemia del Covid-19. En un corto plazo las diferentes líneas de trabajo de la oferta cultural se adaptaron a las nuevas circunstancias y ofrecieron esparcimiento y cultura de alta calidad. El uso de plataformas digitales, la sostenida producción audiovisual, la generación de contenidos y actividades virtuales desde las regiones con protagonistas e historias locales, y la interacción en las redes sociales permitieron mantener públicos fidelizados y llegar a nuevas audiencias en el ámbito nacional e internacional, con especial énfasis en personas vulnerables, en situación de discapacidad y maestros en la docencia virtual.



Fragmentos de las *stories* del Bicentenario del instagram @banrepcultural.
Foto: Sección de Divulgación, Subgerencia Cultural del Banco de la República.

El Banco contribuye a la actividad cultural del país mediante cuatro líneas de trabajo: la Red de Bibliotecas, los Museos del Oro, las colecciones de arte, numismática y filatelia, y la labor musical⁷⁰. En cada uno de estos frentes se desarrollan proyectos a largo plazo que generan conocimiento y permiten atender las necesidades del público, con un 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 le abre ventanas al mundo.

En 2020, como respuesta a la pandemia, la actividad cultural se transformó. En un corto plazo las cuatro líneas de trabajo evolucionaron con el propósito de continuar ofreciendo a los diversos públicos esparcimiento y cultura de alta calidad. El uso de múltiples plataformas digitales, la sostenida producción audiovisual, la generación de contenidos y actividades virtuales desde las regiones, con protagonistas e historias locales, y la promoción de la participación y la interacción a través de las redes sociales permitieron mantener públicos fidelizados y llegar a nuevas audiencias en el ámbito nacional e internacional. Además, se desarrollaron

⁷⁰ La Ley 31 de 1992 (artículo 25) determinó que el Banco podrá continuar cumpliendo únicamente con las funciones culturales y científicas que venía realizando en el momento de expedición de dicha ley.

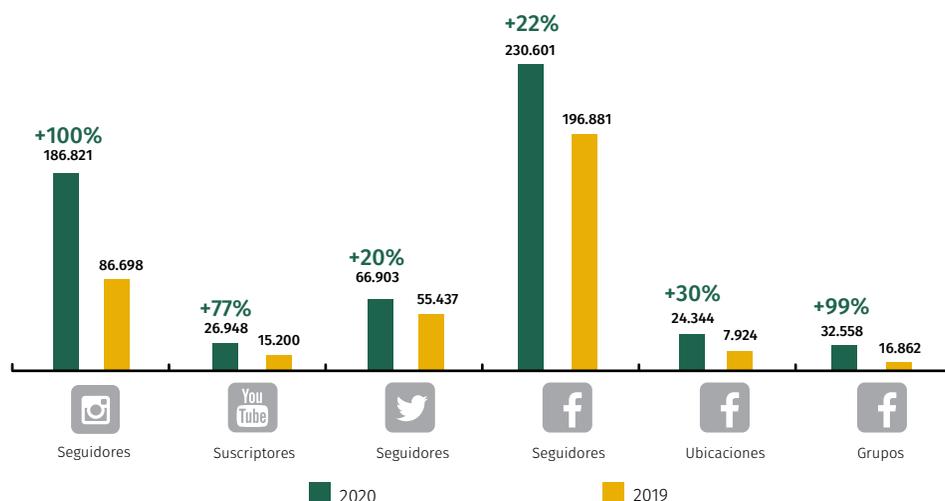
estrategias específicas para atender personas vulnerables, en situación de discapacidad y maestros en la docencia virtual.

En 2020 la interacción desde las regiones fortaleció el intercambio cultural en la Red. La virtualidad nos permitió descentralizar y fortalecer la producción de contenido desde las diferentes ciudades. Se hicieron más de 300 actividades virtuales con historias y protagonistas locales. Se crearon escenarios de conversación relacionados con las prácticas locales y la interacción con los archivos digitales del Banco, aportando al reconocimiento de la diversidad y al diálogo intercultural. Los indígenas crearon contenidos en las redes sociales del Museo del Oro, los mediadores culturales leyeron e interpretaron con sus comunidades y los niños se animaron a hacer pódcast. Se hizo especial énfasis en el acceso a públicos desconectados, vulnerables y en situación de discapacidad visual y auditiva.

La producción de contenidos digitales aumentó en un 47% con respecto al año anterior. Entre otras actividades, se grabaron 671 videos, los cuales están disponibles en el canal de YouTube Banrepcultural⁷¹. Las visitas al portal cultural del Banco superaron los diez millones, frente a nueve millones en 2019. Cerca de dos millones de personas participaron en la programación cultural en línea generada desde las 29 ciudades en las que el Banco tiene presencia, y las redes sociales del área cultural alcanzaron 568.175 seguidores. El alcance total de los usuarios de las redes fue de 43.253.828⁷² en el año 2020.

La oferta cultural del Banco fue reconocida por los usuarios como una posibilidad para su crecimiento como individuos, como comunidades y como sociedad. Esto se reflejó en la encuesta realizada entre junio y agosto de 2020 para medir el impacto de la actividad cultural del Banco, en la que el público expresó que durante el confinamiento encontró en esta oferta acompañamiento, solidaridad y acceso libre a fuentes de conocimiento confiables y serias⁷³.

Gráfico 5.1
Seguidores en todas las cuentas de redes sociales de Banrepcultural



Fuente: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

71 <https://www.youtube.com/user/banrepcultural>

72 Datos suministrados por la empresa Loyal Quo, responsable de las mediciones de alto impacto para el Banco de la República.

73 Encuesta electrónica realizada por la Unidad de Gestión de la Red Cultural de la Subgerencia Cultural entre junio y agosto de 2020, dirigida a usuarios de los servicios culturales del Banco de la República en 29 ciudades colombianas.

5.1 Red de bibliotecas

La biblioteca Luis Ángel Arango lidera la red de bibliotecas del Banco de la República que presta sus servicios por medio de sus 29 sedes culturales en todo el país. Los usuarios de la red acceden a 2.599.094 títulos, a bases de datos electrónicas y a colecciones digitales. En 2020 la Red de Bibliotecas abrió su universo digital de manera gratuita y trabajó activamente para llegar a públicos excluidos por la brecha digital.

Los servicios de consulta a información especializada y los servicios de referencia se continuaron prestando de manera virtual. De esta manera, 65.000 socios (de los cuales 15.000 corresponden a nuevos socios) disfrutaron del acceso a información en todas las disciplinas y a plataformas para el disfrute de la música, el arte, la literatura y el cine. Asimismo, se ofrecieron recursos específicos para que niños, padres y maestros enfrentaran sus nuevas necesidades. Por ejemplo, mediante el servicio virtual “Pregúntele al bibliotecario” miles de estudiantes e investigadores pudieron consultar libros de las bibliotecas desde sus casas. La mediación digital logró que los usuarios contaran con contenidos de calidad durante todo el año desde sus pantallas, y desde finales de año se reabrió el servicio de préstamo de libros por ventanilla y se implementó el envío de libros a domicilio para los socios en todo el país.

Se impulsaron iniciativas para llegar a poblaciones vulnerables o excluidas del acceso al universo virtual, contribuyendo así a cerrar la brecha digital. El servicio de *maletas viajeras de libros* permitió el envío de 6.950 libros directamente al hogar de familias vulnerables en territorios de difícil acceso en 24 ciudades y 25 zonas rurales. Se desarrolló una sección web y un Club Banrep para Profes en Facebook para ofrecer a los maestros recursos didácticos y apoyo para dictar sus clases en la virtualidad. Se logró llegar a poblaciones doblemente afectadas por las restricciones de movilidad por medio de proyectos de lectura por WhatsApp para personas en situación de discapacidad visual, clubes sobre la historia de Colombia para personas en situación de discapacidad auditiva, alianzas con emisoras locales y radios comunitarias para la lectura en voz alta, y la alfabetización informacional para adultos mayores.

Las bibliotecas desarrollaron una amplia programación virtual para diversos públicos, la cual llegó a todas las regiones de Colombia y a más de 15 países. Se realizó una extensa programación para jóvenes que incluyó talleres para fortalecer los procesos de investigación y pensamiento crítico en el aula. El programa “Los autores leen en tu casa” contó con la participación de 28 escritores. Por medio de un laboratorio de escritura creativa adolescentes de todo el país se animaron a escribir un diario personal sobre cómo vivir en un mundo en crisis. El Banco participó en el Festival del Libro Infantil en alianza con la Cámara Colombiana del Libro, en ferias del libro virtuales en Pasto, Montería, Medellín, Cúcuta y en el Hay Festival.



Diapositiva de Instagram @banrepcultural.
Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.



Actividad virtual del servicio Alfabetización Informacional con adultos mayores de la Biblioteca Luis Ángel Arango.
Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

Se dio acceso público a archivos patrimoniales digitalizados, con una contextualización histórica realizada por investigadores expertos. Nuestros usuarios pueden ahora navegar por estos tesoros del patrimonio colombiano. Por esta iniciativa el Banco recibió el premio Digital Humanities Award en la categoría Excelencia en el Manejo de Colecciones Patrimoniales.

5.2 Museos del Oro

La Red de Museos del Oro mantuvo su rol fundamental como referente cultural y de identidad en Bogotá y en las regiones. El Museo del Oro en Bogotá, junto con sus seis museos regionales⁷⁴, conserva y exhibe una de las más importantes colecciones prehispánicas. 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 80 años de existencia, estas colecciones⁷⁵ ascienden a 34.268 piezas de orfebrería y 19.401 piezas de cerámica, textil y madera, entre otros materiales.



El mediador del Museo del Oro, José Pérez, representa con la pieza *El hombre murciélago*, de la colección orfebre del Banco de la República. Foto izquierda: Museo del Oro del Banco de la República. Foto derecha: José Pérez.

En 2020 los museos unieron esfuerzos y reinventaron sus servicios para responder a los retos que impuso la dificultad del acceso físico. Se puso a disposición del público una aplicación multilingüe que permite realizar recorridos virtuales al Museo del Oro. Se crearon espacios virtuales temáticos para la interacción de docentes y alumnos mediante animaciones pedagógicas y se crearon contenidos para personas en situación de discapacidad auditiva.

Se realizaron actividades pedagógicas virtuales para colegios, niños, jóvenes, familias y personas de la tercera edad, así como diálogos virtuales con el público

74 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.

75 Ley 1185 de 2008, artículo 3, señala: "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".

liderados por indígenas. Se desarrollaron más de 2.000 animaciones pedagógicas virtuales para colegios, las cuales contaron con la participación de 58.977 estudiantes de Popayán, Neiva, Bello, Samacá, Yopal, Piedecuesta, Cúcuta, Tunja, Tolomaidá, entre otros. Los talleres virtuales, realizados en alianza con cajas de compensación familiar de Cundinamarca, Atlántico, Bolívar, Quindío y Casanare, permitieron que familias y jóvenes compartieran espacios para conocer animales míticos, tinturas textiles y elaboración de antiguas cerámicas. En el canal de Youtube hizo su debut Claudio, el zorro arqueólogo, una marioneta que les cuenta a los niños temas de arqueología y patrimonio. También, se hicieron talleres específicos para personas de la tercera edad, en tanto que algunos indígenas lideraron diálogos virtuales con el público en #LosIndígenasCuentan y participaron en talleres en los departamentos de Chocó, La Guajira, Huila y Bogotá.

Durante 2020 continuamos celebrando los 80 años del inicio de la colección, con el programa “80 años de historias compartidas”. Durante el año, 9.742 personas participaron en las visitas guiadas realizadas por los animadores y curadores de las exposiciones, muchas de ellas traducidas a la lengua de señas colombiana.

Se avanzó en los proyectos de renovación arquitectónica y técnica del Museo del Oro Quimbaya y del Museo del Oro Zenú. Además, desde noviembre de 2020 se abrió la posibilidad de visitar nuevamente las exposiciones en Cartagena, Santa Marta, Cali, Armenia, Pasto, Leticia y Bogotá, con un aforo restringido, y cumpliendo con todos los protocolos de bioseguridad.

5.3 Los museos de arte y numismática

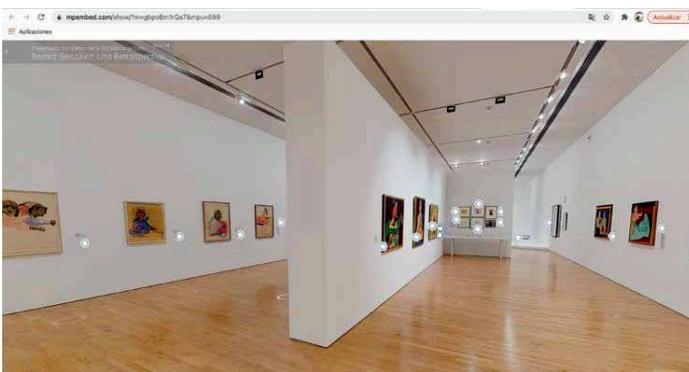
Los museos y colecciones de arte rompieron los límites de sus muros blancos y lograron presencia física y virtual en espacios donde nunca habían llegado. La colección de arte del Banco de la República cuenta con 6.191 obras representativas del arte colombiano, latinoamericano e internacional que datan del siglo XV hasta la actualidad. La colección se exhibe de manera permanente en el Museo de Arte Miguel Urrutia (MAMU) y la Casa Republicana. A esto 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, que cuenta en su acervo con más de 17.498 piezas y es considerada una de las más importantes de Latinoamérica por la calidad y rareza de sus componentes. En Medellín se encuentra la colección filatélica, con más de 35.000 piezas.

Las exposiciones temporales “Beatriz González: una retrospectiva” en el MAMU y “Los Archivos de Beatriz González” en el espacio expositivo El Parqueadero, se realizaron de forma presencial, cumpliendo con todas las medidas de bioseguridad. Asimismo, se desarrolló una visita 3D virtual de la exposición para que cualquier persona en el mundo pueda recorrerla tal cual como fue montada. Adicionalmente, para permitir que muchas personas conozcan esta retrospectiva histórica, se grabaron tres recorridos con expertos y un video tour con la artista, y se creó un recurso pedagógico virtual para niños: “El taller de la maestra Beatriz”.

Un proyecto, denominado “Interior/Exterior: intercambios artísticos en tiempos de pandemia”, rompió el molde de las exposiciones de arte, y contó con la participación de 130 artistas y 7 curadores en 21 ciudades. Los artistas fueron comisionados para crear obras desde sus espacios de confinamiento. Las fachadas, puertas, ventanas y malocas del país sirvieron de sala de exposición. Con las instrucciones creadas por los artistas se invitó al público virtual a unirse a esta cadena de creación en redes sociales. En su conjunto el proyecto logró la interacción con el arte y generó reflexiones sobre cómo el país está viviendo esta situación excepcional.

El proyecto “Museos de ventanas abiertas” consiguió que el público se relacionara con las obras de arte desde sus casas. El club virtual “Apreciación de arte de los

museos del Banco de la República” consiguió que muchos se acercaran por primera vez al arte contemporáneo. Los niños participaron en talleres virtuales diseñados especialmente para ellos y la comunidad nacional e internacional participó de manera activa en retos de creación a través de redes sociales. Se realizaron tres seminarios con reconocidos invitados nacionales y extranjeros sobre temas de actualidad como: creación en medios digitales, inclusión y diversidad en los museos, y los museos ante la pandemia. El Museo Botero celebró sus 20 años mediante múltiples interacciones virtuales, lo que brindó al público un espacio para agradecer al Maestro Botero su generosa donación. En 2020 se avanzó en los proyectos de renovación arquitectónica y técnica del Museo Casa de Moneda, y desde noviembre se abrió la posibilidad de visitar nuevamente las exposiciones de arte en los centros culturales del Banco en todo el país, con aforo restringido y cumpliendo con todos los protocolos de bioseguridad.



Recorrido virtual de la exposición: *Beatriz González, una retrospectiva*.
Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.



Concierto virtual desde Villavicencio.
Foto: Sección de Divulgación de la Subgerencia Cultural del Banco de la República.

5.4 Labor musical

El cierre de las salas de conciertos retó al Banco a cambiar el esquema de la programación musical en el corto plazo. El esfuerzo se concentró en apoyar a artistas nacionales, continuar fomentando la creación, la formación de jóvenes talentos y el acceso al disfrute musical. El Banco desarrolla su labor musical mediante la programación de una temporada nacional en las 29 ciudades que conforman su red cultural. Esta labor tiene como objetivo permitir el acceso y la apropiación de la música por medio de conciertos, talleres, clases magistrales, salas de creación musical y conciertos didácticos. En los primeros dos meses y medio del año el Banco logró realizar 27 conciertos presenciales, 11 de ellos en Bogotá y 16 en otras ciudades, dentro de los cuales se destaca el célebre Cuartero Casals de España, que interpretó completa la integral de cuartetos de cuerda de Beethoven. Después del cierre se realizaron seis conciertos con músicos del programa Jóvenes Intérpretes (quienes grabaron desde sus casas), cuatro conciertos con grupos colombianos y se produjo una temporada virtual de conciertos internacionales y nacionales que se presentará en 2021 desde las plataformas digitales.

La actividad musical fue más allá de la programación de conciertos por medio de un ejercicio sostenido de mediación digital. Mediante *trivias* semanales, *streaming* de la semana, acceso a plataformas como Naxos Music Library, medici.tv, contenidos propios en YouTube, listas de reproducción de Spotify y el lanzamiento del podcast “La música se habla” se buscó mantener la cercanía del público con la

música. Desde las 29 ciudades de la Red Cultural del Banco se produjeron entrevistas con músicos, conferencias, talleres, interpretaciones sonoras de archivos, una reflexión nacional llamada “Colombia en un bambuco”, charlas sobre la tradición vallenata y conciertos infantiles, entre muchos otros contenidos.

El proyecto “Colombia se compone” continuó apoyando la creación artística. Esto incluyó la grabación de las obras para el disco de la música de Nicolás Quevedo Rachadell y la finalización de los discos monográficos de Pedro Sarmiento y Luis Carlos Figueroa, los cuales se lanzaron de manera virtual en noviembre de 2020. Asimismo, se promocionó la labor de creación contemporánea con la presentación virtual de los discos “Compositores de nuestro tiempo, volumen 4” y el disco monográfico con obras de Fabián Roa.

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 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 33 beneficiarios (18 en música y 15 en artes plásticas).

Sombreado 3

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

La Ley 1484 del 12 de diciembre de 2011 autorizó la incorporación del Banco de la República como accionista del Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹. De acuerdo con la autorización conferida, el Banco suscribió 3.000 acciones del BPI por un valor de 65.712.000 derechos especiales de giro (DEG), equivalente a USD 100.978.710, las cuales se mantienen registradas a su costo de adquisición en DEG en el rubro “aportes en organismos y entidades internacionales”.

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

La incorporación del Banco de la República al BPI ha permitido la participación por parte de las directivas del Banco en reuniones periódicas en las cuales se examinan los acontecimientos recientes y las perspectivas de la economía global y de los mercados financieros. Estas reuniones son un foro de discusión para intercambiar puntos de vista y experiencias en temas de especial relevancia para los bancos centrales, lo cual contribuye a entender mejor los desafíos que afectan a los países y a implementar medidas de política apropiadas. Durante la actual coyuntura asociada a la pandemia del Covid-19, contar con la facilidad de tener discusiones con los demás bancos centrales y con el equipo técnico del BPI ha sido muy útil para aprender de la experiencia internacional en el diseño y uso de las políticas, así como del análisis del entorno internacional.

Las discusiones más recientes de las reuniones de gobernadores de países miembros del BPI se han enfocado en diversos temas, tales como los efectos de la pandemia del Covid-19 sobre la economía mundial, el margen de maniobra de la política monetaria en las economías emergentes, la política fiscal y sus implicaciones sobre la política monetaria, y el impacto de la crisis sobre el consumo de los hogares, entre otros. Asimismo, en respuesta a una solicitud planteada por el Banco de la República, el organismo preparó una nota sobre las implicaciones de las bajas tasas de interés y el efecto de cambios en la política monetaria sobre los flujos de capital.

Además, desde abril de 2020 el BPI empezó a publicar la serie *BIS Bulletins*², en la que presenta documentos analíticos breves sobre los efectos del coronavirus y los desarrollos recientes en los mercados y la economía en general; asimismo, cuenta con la serie *FSI Briefs*³, en la que se publican un conjunto de notas breves sobre temas regulatorios y de supervisión asociados a las respuestas de las autoridades del sector financiero a la crisis de la pandemia.

El BPI está organizado en diversos grupos consultivos que realizan investigación y análisis en áreas como la estabilidad financiera y las operaciones bancarias. El Banco participa en estos grupos a través del Consejo Consultivo para las Américas (CCA), el cual está conformado por los gobernadores de los bancos centrales del continente americano miembros del BPI⁴. Estos foros fomentan la cooperación internacional y la investigación en asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y otros temas que inciden en la estabilidad macroeconómica y financiera. De igual forma, el Banco es miembro del Grupo Consultivo de Directores de Operaciones (CGDO), una red de representantes de los bancos centrales responsables de las operaciones de banca central, del Grupo Consultivo de Directores de Estabilidad Financiera (CGDFS, por su sigla en inglés) y del Grupo Consultivo sobre Innovación y Economía Digital (CGIDE, por su sigla en inglés).

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

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

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

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

En el marco de las actividades coordinadas por el CCA del BPI, el Banco participa activamente en proyectos de investigación, grupos y conferencias en diversas áreas de banca central. Entre ellas, el CCA organizó, a finales del año pasado, dos mesas redondas entre los gobernadores miembros del CCA y personalidades del sector privado, cuyos participantes incluían a los CEO de instituciones financieras y a los economistas jefe y estrategias para América Latina establecidos en Nueva York, donde se habló de las perspectivas económicas de la región y de las condiciones financieras en el entorno actual. De igual forma, el Comité Científico (que comprende a los economistas jefe de los respectivos bancos centrales) organizó en febrero de 2020 un encuentro sobre marcos de política monetaria y comunicación, del cual saldrá publicado un informe sobre la evolución y la eficacia de los marcos de política monetaria de los bancos centrales miembros del CCA. Asimismo, a finales del año pasado se realizó la reunión anual del grupo de trabajo sobre política monetaria en Latinoamérica, en donde se discutió sobre la evolución macroeconómica y del sector financiero, y acerca de los instrumentos de política no convencionales.

Adicionalmente, a principios de este año la Oficina de Representación para las Américas del BIS anunció la creación del Grupo Consultivo de Gestión de Riesgos (CGRM, por su sigla en inglés), que depende del CCA. Este nuevo grupo tiene como objetivo establecer un foro para compartir experiencias y conocimientos técnicos sobre la supervisión, evaluación y mitigación de diversas formas de riesgo entre los bancos centrales de la región miembros del BPI. El Banco de la República participará en este grupo consultivo.

En el marco del BIS Innovation Hub, que fue creado por el BPI para incentivar la colaboración internacional en temas de tecnología financiera dentro de los bancos centrales, durante el segundo semestre de 2020 se crearon la Red de Innovación del BIS (BIS Innovation Network) y el Grupo de Ciberresistencia Global (GCRG, por su sigla en inglés), que tienen como objetivo establecer puntos focales para discutir temas de innovación tecnológica en el sector financiero, y temas de seguridad y resistencia cibernética, respectivamente, entre un grupo de expertos de los bancos centrales miembros del organismo. El Banco cuenta con participación en estos grupos. Igualmente, durante 2020 el BPI apoyó al Banco de la República en las discusiones sobre la promoción de los pagos de bajo valor.

Dada la pandemia del Covid-19, las actividades con el BPI se ajustaron en 2020 y en lo que va corrido de 2021, y la participación del Banco se ha concentrado en diferentes encuentros virtuales. El Banco participó, entre otros, en: 1) las reuniones bimestrales de gobernadores del BPI; 2) las conferencias y seminarios virtuales

trasmitidos por el organismo⁵, en el marco de la decimonovena Conferencia Anual del BPI, en los que se discutió sobre la cooperación de la banca central, el vínculo entre la política fiscal y la política monetaria, la digitalización del dinero y la intervención cambiaria; 3) la reunión anual de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes miembros del BPI, la cual estuvo enfocada en la interacción de la política monetaria y la política fiscal tras la pandemia, y 4) la reunión de directores de estabilidad financiera (CGDFS), donde discutieron sobre la situación del sector corporativo y bancario en la pandemia y sobre los ejercicios y escenarios de tensión (*stress testing*) evaluados por los diferentes bancos centrales. Adicionalmente, el Banco se encuentra trabajando con el BPI en la elaboración de un repositorio de medidas implementadas por los bancos centrales durante la crisis sanitaria.

El BPI publicó recientemente, como *BIS Papers*, las contribuciones de los bancos centrales para la reunión de subgobernadores de bancos centrales de países emergentes, donde se discutieron los retos del desarrollo financiero sobre la política monetaria y la estabilidad financiera⁶. La contribución del Banco analiza el efecto sobre las condiciones financieras de una mayor participación de extranjeros en los mercados de deuda pública en Colombia⁷.

Por último, en 2020 el BPI inauguró una nueva sala de negociación bancaria en su Oficina de Representación para las Américas, que tiene su sede en Ciudad de México. Esta nueva sala complementa a las actuales salas de negociación del BPI en Basilea y Hong Kong, y permitirá al organismo realizar operaciones de reservas internacionales para los bancos centrales de la región. Asimismo, en enero de 2021 el BIS anunció el lanzamiento de su segundo fondo de inversión en bonos verdes, esta vez denominado en euros, para bancos centrales e instituciones financieras. Este lanzamiento se produce tras la exitosa introducción de su primer fondo de bonos verdes denominado en dólares a finales de 2019.

5 Los eventos transmitidos por el BPI en el marco de la decimonovena conferencia anual del organismo están disponibles en: <https://www.bis.org/events/conf201030/overview.htm>

6 Disponible en: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap113.htm>

7 Disponible en: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap113_f.pdf

Recuadro 1

La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)

Los mecanismos por los cuales las acciones de política monetaria afectan el crecimiento económico de corto plazo y la inflación se conocen como los canales de transmisión de la política monetaria. Uno de ellos, el canal de la tasa de interés, implica que los cambios en la TPM (corto plazo) se trasladan a las tasas de interés con plazos similares y más largos para los distintos instrumentos financieros. Estos cambios modifican el costo del financiamiento de varios agentes económicos, alteran sus decisiones de gasto e inversión y, por esta vía, afectan la actividad económica, la tasa de cambio, las expectativas de inflación y, finalmente, los precios. En este contexto, la eficiencia de este canal depende, entre otros factores, del grado de sensibilidad de las tasas de corto, mediano y largo plazos a los cambios en la TPM y del tiempo que tome esta sensibilidad en materializarse.

El anterior mecanismo puede verse reforzado cuando funciona el canal de crédito. Este último opera cuando los préstamos bancarios son una fuente especial o única de financiación de los agentes¹, y cuando para los bancos comerciales los créditos son también difícilmente sustituibles por otras inversiones. En estas circunstancias, variaciones en la TPM no solo alteran el nivel general de las tasas de interés, sino que, adicionalmente, afectan de manera especial a la oferta de crédito bancario de la economía. En consecuencia, el impacto de dichas variaciones sobre las tasas de interés de los préstamos se potencia, así como su efecto sobre la demanda agregada y, por tanto, sobre los precios.

A pesar de lo anterior, la transmisión de las variaciones de la TPM hacia las tasas de interés de depósitos y de créditos no es inmediata e involucra una incertidumbre elevada. Así, en este recuadro se presentan algunos cálculos que sugie-

ren que, frente a lo observado desde 2003, la velocidad de transmisión del último período de reducciones de la TPM (abril a diciembre de 2020) ha sido rápida, en particular hacia las tasas de interés de depósitos y créditos preferenciales. Para tal efecto, primero se explican los principales aspectos que intervienen en el traspaso de la TPM hacia las tasas de interés de mercado, y cómo el comportamiento de algunas variables que afectan los mercados de ahorro y de préstamos genera incertidumbre en la estimación de este. En la parte final se argumenta por qué la transmisión de la TPM puede ser asimétrica, es decir, el grado o velocidad de traspaso puede ser distinto entre episodios de aumentos o reducciones de la TPM.

1. ¿Cómo ocurre operativamente el traspaso de los cambios en la TPM hacia las tasas de interés de ahorro y de crédito?

Una de las fuentes que tienen los EC para cubrir sus faltantes de liquidez de corto plazo es el financiamiento (repos de expansión) que pueden adquirir con el Banco de la República. Para otorgar este tipo de financiamiento, generalmente con plazo a un día, el Banco exige como respaldo un título valor (generalmente TES) y cobra una tasa de interés generalmente igual a la TPM². Mediante este mecanismo, los cambios en la TPM pueden incidir en el costo de financiamiento del sistema financiero y, por esta vía, transmitirse a las tasas de interés de depósitos y de crédito. No obstante, como se muestra en el Cuadro R1.1, los repos de los EC con el Banco son una fuente minoritaria de su financiación (cerca del 1,4%), ya que estas entidades disponen de una amplia oferta de recursos a la vista (cuentas corrientes o ahorros) o necesitan captar en el mercado de depósitos con mayor duración para poder financiar créditos o inversiones a plazos más largos³. En el caso del crédito, otra vía en la que ocurre la transmisión es mediante los saldos de cartera que están indexados a tasas de interés de referencia de corto plazo, como el índice bancario de referencia (IBR a un día) o la tasa de los depósitos a término fijo (DTF a tres meses). Como estas tasas de corta duración reaccionan rápidamente a los cambios en la TPM, entonces el costo del crédito atado a alguna de estas referencias lo hace a la misma velocidad. Como se verá más adelante, la transmisión es más lenta en el caso de los saldos o créditos nuevos otorgados a tasa fija.

Por lo anterior, las tasas de interés del sistema financiero se determinan por oferta y por demanda en un mercado en el cual las entidades bancarias captan dinero de los agentes para financiar sus préstamos e inversiones, y ofrecen crédito a los hogares y las empresas que lo demandan. Así, las tasas de interés de captación y las de crédito son el resultado de la interacción de variables que afectan tanto la demanda como la oferta de recursos en el sistema financiero. En este contexto, además de las acciones de política monetaria y las expectativas sobre acciones futuras de la misma, factores como el estado observado y esperado de la economía, cambios en el ingreso y en el riesgo de crédito de los agentes, las características de los EC, la regulación financiera, entre otros, pueden

1 En 2019, dentro del financiamiento de las empresas en moneda nacional (N) y extranjera (E), el 55,6% obedecieron a préstamos con EC, el 23,8% con proveedores N o E, el 13,9% con las casas matrices y el 7,8% con bonos. En los hogares, el 93,3% del financiamiento lo realizan con EC y el restante 6,7% con cooperativas, fondos de empleados y asociaciones mutuales.

2 Los repos se otorgan por subasta y el corte de la tasa de interés generalmente es igual o muy similar a la TPM.

3 El menor descalce entre el plazo de captación y de préstamo disminuye el riesgo de iliquidez de un EC.

La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)

Cuadro R1.1

Valor de los principales pasivos y activos de los establecimientos de crédito según tasa de interés variable o fija
(billones de pesos con corte a 31 de diciembre de 2020)

Duración activos y pasivos

Tipo de activo o pasivo	Tasa variable en moneda nacional				Total tasa variable	Total tasa fija	Total moneda nacional	Número de días con corte a diciembre de 2019
	DTF	IBR	UVR-IPC	Otras				
Pasivos	15,0	21,2	39,6	0,6	76,4	399,7	522,7	
Cuenta corriente	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	46,7	A la vista
Cuenta corriente remunerada	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	14,3	14,5	A la vista
Cuentas de ahorro	0,2	0,9	0,0	0,0	1,2	245,4	246,6	A la vista
CDT	0,4	7,1	21,6	0,0	29,1	123,0	152,1	648 ^{a/}
Bonos	0,3	3,0	16,7	0,0	19,9	8,3	28,3	648 ^{a/}
Créditos de otras entidades ^{b/}	13,9	10,2	1,3	0,6	26,1	1,3	27,4	n. d.
Repos con Banco de la República	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,2	7,2	1
Cartera total	111,7	100,0	28,7	2,5	242,9	246,0	488,8	
Comercial	89,8	93,2	20,5	2,3	205,8	38,9	244,7	1.606
Consumo	17,7	4,9	0,0	0,1	22,8	135,8	158,6	2.099
Microcrédito	4,2	1,9	0,0	0,0	6,1	7,2	13,3	n. d.
Vivienda	0,0	0,0	8,2	0,0	8,2	64,0	72,2	5.059
Inversiones	7,8	3,8	13,7	1,2	26,5	61,4	88,0	1.042

n. d.: no disponible.

a/ Duración promedio entre CDTs y bonos

b/ Créditos de redescuento depositados por establecimientos públicos (Finagro, Bancoldex, etc.)

Fuente: cálculos del Banco de la República.

afectar la transmisión. En la medida en que todos estos factores pueden cambiar en el tiempo de forma incierta, el grado y la velocidad de transmisión de cambios en la TPM a las tasas de interés del mercado financiero también dependen del plazo de estas últimas. Así, por ejemplo, la transmisión de un cambio en la TPM a las tasas de interés de crédito preferencial de corto plazo para las empresas puede ser mayor que aquella hacia las tasas de interés de un crédito hipotecario de largo plazo.

2. Algunos factores que afectan la transmisión de la TPM

a. El riesgo

La función principal de los EC es captar dinero de las familias y empresas (superavitarias) en una economía y prestarlos a aquellos agentes (deficitarios) que los requieren para consumir o invertir. En este sentido, el control y monitoreo de los distintos factores de riesgo⁴ por parte de los EC busca velar por la estabilidad de estas entidades, factor fundamental para preservar el ahorro de las familias y las empresas. En el caso de la transmisión de la TPM, altos niveles de riesgo de los clientes del sistema financiero debilitan el canal de crédito y la transmisión de la TPM. Un ejemplo de lo anterior son los niveles de riesgo de crédito que enfrenta la modalidad de

microcréditos. Este tipo de préstamos generalmente son de montos bajos y se caracterizan por altos costos de selección y monitoreo de clientes, debido al bajo perfil crediticio de los prestatarios, su cultura empresarial limitada y la precaria información de sus balances (cuando se cuenta con ella). Estas características se reflejan en indicadores elevados de riesgo de crédito y en un nivel de tasas de interés para este tipo de préstamos mayor que el registrado en otras modalidades de crédito⁵. Adicionalmente, en períodos de caídas de la actividad económica, los niveles de riesgo aumentan y la transmisión de los descensos en la TPM hacia las tasas de interés de los microcréditos puede ser escasa o incluso ser nula.

b. El estado de la economía

Cambios significativos en la actividad económica o períodos muy volátiles alteran el funcionamiento del canal de crédito y, por tanto, afectan la transmisión de la TPM. Por ejemplo, fuertes caídas en el producto suelen estar acompañadas de descensos en la demanda y oferta de crédito, de problemas de iliquidez o incrementos en el costo de financiamiento de los EC, de caídas en el ingreso de los agentes y aumentos en el riesgo de crédito, entre otros. En un contexto como este, la

4 Riesgo de liquidez, de contraparte, de insolvencia, de crédito, operativo, etc.

5 Algunas características de los EC que ofrecen este tipo de préstamos también pueden incidir en el nivel de las tasas. Por ejemplo, varias son pequeñas y, frente al promedio del mercado, presentan menores niveles de solvencia y eficiencia, mayor riesgo operativo y de contraparte, entre otros.

acumulación de los riesgos⁶ en los EC se traspa a las tasas de interés de los préstamos y ralentizan la transmisión de las reducciones en la TPM. Este lento o poco traspa también se puede dar en períodos de auge económico e incrementos de la TPM, en particular cuando coinciden con aumentos de la oferta de crédito muy superiores a la demanda⁷. Por ejemplo, Chavarro *et al.* (2015) encontraron que, en el mercado de créditos comerciales, los períodos de auge económico y de alta inflación disminuyen la probabilidad de que la transmisión suceda.

3. Los límites a las tasas de interés de crédito

En principio, los límites a las tasas de interés de crédito buscan proteger al consumidor del cobro de una tasa excesiva, conocida en términos jurídicos como tasa de usura. Sin embargo, críticos a estos límites argumentan que, por no resultar de un equilibrio óptimo entre la oferta y la demanda de crédito, pueden generar diferentes efectos adversos, tales como menor profundización financiera, informalidad en el mercado de préstamos de alto riesgo⁸ y rigideces en la transmisión de la TPM hacia las tasas de crédito, entre otros. Con respecto a este último caso, un ejercicio estadístico para Colombia⁹ muestra el efecto significativo que tienen los cambios en las tasas límite sobre la dinámica de las tasas de interés de microcréditos, tarjetas de crédito, préstamos hipotecarios y de consumo (menor a tres años)¹⁰. Por el contrario, en los créditos comerciales la influencia de las tasas de usura es muy baja y bastante menor que el aporte de la TPM (Chavarro *et al.*, 2015).

a. Las características de los EC

Algunas características microfinancieras de los EC podrían ser fuentes de explicación de distintas reacciones de las tasas de ahorro y crédito ante cambios en la TPM. Por ejemplo, los EC con bajos niveles de capital o liquidez pueden enfrentar restricciones a su financiamiento, tener costos de fondeo más altos que los del promedio del mercado, y presentar una menor sensibilidad de sus tasas de crédito a los movimientos en la TPM. Con respecto al tamaño, algunos EC pequeños suelen estar especializados en créditos de alto riesgo y enfrentan restricciones al acceso a recursos y, por tanto, estas entidades pueden demorarse más en ajustar completamente sus tasas a los cambios de la TPM. Fi-

nalmente, la reacción de las tasas de interés ante variaciones de la TPM en un mercado financiero altamente concentrado puede ser distinta que la observada en un mercado competitivo. Por ejemplo, Chavarro *et al.* (2015) estudiaron el efecto del tamaño, la liquidez y la capitalización de los EC sobre la transmisión de la TPM a la de los créditos de consumo, comercial ordinario y preferencial. Encontraron que en los créditos de consumo el tamaño de los EC es el único factor que influye en la transmisión (entidades más grandes registran mayor transmisión), mientras que para los créditos preferenciales las entidades que presentaron un mayor nivel de capitalización fueron las que más reaccionaron al cambio en la TPM. Adicionalmente, la liquidez no hace diferencia en la transmisión para ninguna de las modalidades de crédito¹¹.

b. Las expectativas y cambios no anticipados de la TPM

En teoría, las tasas de interés de largo plazo se pueden expresar como un promedio de las tasas esperadas de corto plazo que contiene el período total de maduración (vencimiento) del crédito o del depósito. De esta forma, los agentes pueden modificar, a lo largo de todo el horizonte de plazos, el nivel esperado de una tasa de interés de mercado ante variaciones o expectativas de cambios en la TPM. Al respecto, Cristiano *et al.* (2017) encontraron que, para períodos cortos (uno a tres meses), los EC anticipan las decisiones de TPM y los cambios esperados en la misma los traspa a las tasas de interés de sus captaciones de corto plazo (CDT a noventa días o al indicador DTF)¹². Con respecto a las tasas de interés de más largo plazo, hallaron que cambios no anticipados en la TPM¹³ son significativos y se trasladan a las tasas de interés de los créditos comerciales (ordinarios y preferenciales).

4. ¿Cuánto se demora la transmisión de la TPM?

Los distintos factores que afectan la transmisión de la política monetaria explican, en gran medida, la existencia de un rezago entre el momento en que se decide modificar la TPM y su traspa a las tasas de interés de mercado. Esto ha sido analizado en varios estudios en Colombia, en donde encuentran que existe una relación de largo plazo entre la TPM y las tasas de interés de ahorro y crédito, pero su traspa pue-

6 Riesgos de iliquidez, de crédito, de insolvencia, etc.; véase Betancourt *et al.* 2006.

7 Ante excesos de fondos prestables, la elasticidad de las tasas de interés de crédito a los cambios en la TPM se reduce.

8 La demanda de crédito en los mercados de préstamos de alto riesgo, a tasas superiores a la usura, generalmente es atendida por agentes no vigilados.

9 En Colombia existe una tasa límite o de usura para las tasas de crédito ordinario, consumo, tarjeta de crédito, microcrédito e hipotecario.

10 Solo para algunos plazos de tarjeta de crédito y microcréditos, y algunos tipos de crédito en el caso de adquisición de vivienda, se encontraron relaciones de cointegración entre la tasa de mercado y la tasa de política y la respectiva tasa límite. Para consumo y créditos comerciales ordinarios y preferenciales sí se encontraron relaciones de largo plazo entre estas tasas.

11 Chavarro *et al.* (2015) encontraron que esta heterogeneidad tiene una influencia moderada sobre el nivel de las tasas de mercado. Las entidades más grandes tienen menores niveles de tasas para los créditos ordinarios y de consumo. Para los créditos ordinarios la liquidez impacta de manera positiva el nivel de la tasa, mientras que para las otras modalidades esta característica no tiene un efecto significativo.

12 En estos períodos una técnica econométrica sugiere que los cambios no anticipados o ajustes en las expectativas de la TPM no son relevantes al momento de modificar la tasa de captación, mientras que otra indica que sí son importantes.

13 Definidos como la diferencia entre la TPM observada y la esperada por los analistas económicos un mes atrás.

La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)

de ser incompleto en el corto plazo¹⁴. En términos generales, el tiempo estimado de una transmisión completa tiene bastante incertidumbre e involucra un rango amplio. Hacia las tasas de interés de depósitos puede durar alrededor de año y medio, y hacia las de crédito entre uno y algo más de dos años, dependiendo de la modalidad¹⁵. Dentro de estas últimas, la transmisión hacia las tasas de interés comerciales (preferenciales y ordinarios) suelen estar en la parte inferior de ese rango, mientras que las de consumo, en la parte superior; las más lentas en reaccionar son las tasas de interés de microcréditos y las de vivienda. Por ejemplo, en un estudio econométrico reciente Galindo *et al.* (2020) evaluaron esta relación¹⁶, y encontraron que la transmisión del 90% de un cambio en la TPM: 1) es casi completa en las tasas de captación y tarda aproximadamente 11 meses; 2) es completa en la tasa total de crédito y requiere alrededor de 17 meses, y 3) presenta un traspaso más rápido hacia las tasas de interés de créditos comerciales preferenciales (14 meses) y comerciales ordinarios (23 meses), frente a las tasas de interés de préstamos de consumo (34 meses).

Otra forma de analizar la transmisión es con el *índice de sensibilidad*, calculado como el cambio acumulado de una tasa de mercado como proporción del cambio acumulado en la TPM, para cada período de incremento o reducción de la TPM. Si este indicador tiene valores negativos, indica una sensibilidad contraria, entre 0 y 1 baja sensibilidad (menos que proporcional), igual a 1 transmisión completa y mayor que 1 sugiere una alta sensibilidad (más que proporcional). Los resultados muestran que entre 2003 y 2020 la transmisión toma tiempo y difiere según las distintas modalidades. En ese período, para alcanzar el 0,9% de sensibilidad las tasas de CDT requieren, en promedio, cerca de año y medio, y la transmisión es más rápida hacia las captaciones realizadas mediante tesorerías que las obtenidas por oficinas. En las de crédito, la media y la desviación estándar del indicador sugieren que las modalidades que primero alcanzan el 90% de la transmisión y con menor incertidumbre son, en su orden, las tasas de interés de créditos preferenciales, ordinarios, de consumo, microcréditos y de vivienda (Cuadro R1.2). Los resultados también sugieren que en la última fase de reducciones de la TPM, abril a diciembre de 2020, la transmisión hacia las tasas de interés de depósitos (siete meses) y créditos preferenciales (seis meses) ha sido más rápida que su promedio histórico. A finales de 2020 las otras modalidades también registraban un buen ritmo de sensibilidad: ordinario (0,84%), consumo (0,67%), hipotecario (0,35%) (Gráfico R1.1).

14 Véanse: Julio (2001), Huertas *et al.* (2005), Betancourt *et al.* (2006), Vargas *et al.* (2010), Chavarro *et al.* (2015).

15 Dado los márgenes tan amplios de incertidumbre, no hay un consenso pleno respecto a si la velocidad de transmisión es más rápida hacia las tasas de captación que hacia las tasas de interés de los préstamos.

16 Para el período mayo de 2002 a septiembre de 2020.

Cuadro R1.2
Índice de sensibilidad de las tasas de ahorro y crédito a los cambios en la TPM

Tipo	Modalidad	Meses promedio para alcanzar el 90% del cambio		
		abr/2020 a dic/2020	ene/2003 a dic/2020 Promedio	Desviación estándar
	CDT Total	7	17	11
	CDT < 6 meses	5	19	11
	DTF (3 meses)	5	18	11
Captación	CDT entre 6 y 12 meses	5	18	10
	CDT > 12 meses	4	8	8
	CDT tesorería	4	9	7
	CDT oficina	7	22	10
Colocación hogares	Consumo	*	17	10
	Hipotecario (no VIS)	*	20	12
	Tarjeta de crédito	1 **	15	8
Colocación empresas	Ordinario	*	13	9
	Preferenciales	6	8	7
	Microcrédito	1 **	17	11
	Construcción vivienda no VIS	*	16	9

* No se ha alcanzado el 90%.

** En estos casos la reacción se explica por efectos de recomposición de tasas más que por una rápida transmisión de la TPM. En ese sentido debe considerarse como un hecho atípico.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)

5. ¿La transmisión de la TPM es simétrica?

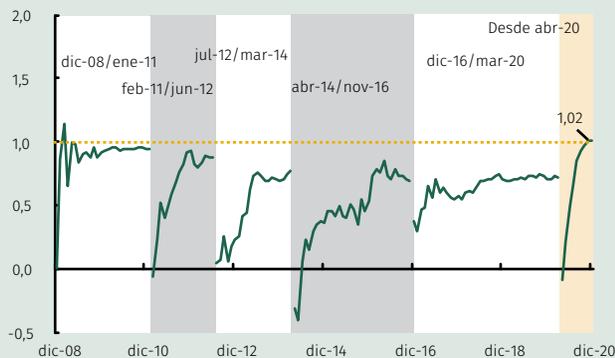
Varios estudios han encontrado diferencias en la transmisión y la velocidad de ajuste de las tasas de mercado ante reducciones o incrementos en la TPM. Por ejemplo, Borio *et al.* (1995), al analizar datos de los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), encontraron que el ajuste de las tasas de interés de mercado es más lento en respuesta a la reducción en la TPM, comparado con un aumento. Un argumento para que esto suceda es que, durante las recesiones, el riesgo y las exigencias para otorgar crédito aumentan, los solicitantes de préstamos acuden a oferentes con los cuales tienen relaciones más estrechas y, en este contexto, una reducción en la TPM lleva a un pequeño ajuste de equilibrio de las tasas de interés de mercado. La asimetría en la transmisión podría darse en la dirección opuesta debido a la presencia de problemas de selección adversa y asimetrías de información en el mercado de crédito. En tales casos, para evitar un aumento en el riesgo de crédito, los EC pueden decidir no transmitir completamente el alza en la TPM a sus clientes, puesto que esto podría elevar la probabilidad

de impagos y deteriorar la calidad de su cartera. Este problema se materializaría cuando hay aumentos en las tasas, pero no cuando hay reducciones. Adicionalmente, De Bondt (2005) encontró que en mercados competitivos aumentar la tasa de mercado puede generar pérdidas de clientes a favor de los competidores y reflejarse en rigideces de la tasa de interés. En la práctica, ambos tipos de asimetría se pueden observar en una economía y puede ser diferente para las distintas tasas de interés de ahorro y de crédito.

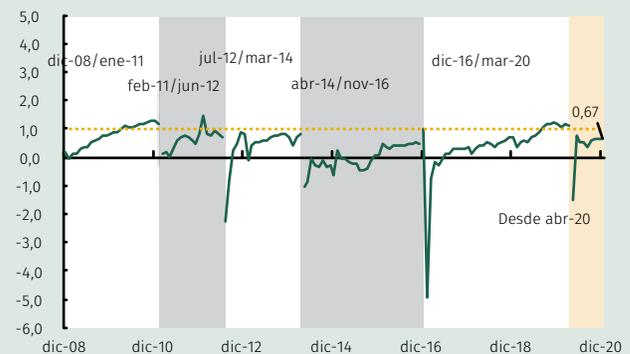
Para Colombia, Galindo *et al.* (2020) encontraron algunas asimetrías en el largo plazo, pero no en el corto plazo. En particular, encontraron simetría en la respuesta de la tasa agregada de préstamos y la de créditos comerciales preferenciales. Por su parte, las tasas de créditos de consumo y comerciales ordinarios reaccionan más a reducciones en la TPM que a incrementos. Las tasas de interés de los depósitos responden más a las alzas que a las reducciones en la TPM. Así, estos resultados sugieren que la política monetaria puede ser más efectiva cuando es expansionista (reducciones en la TPM) que cuando es contraccionista (aumentos en la TPM).

Gráfico R1.1
Índice de sensibilidad de las tasas de interés de mercado frente a la TPM

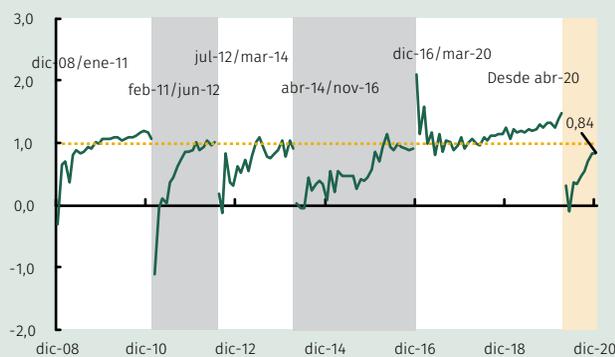
A. DTF



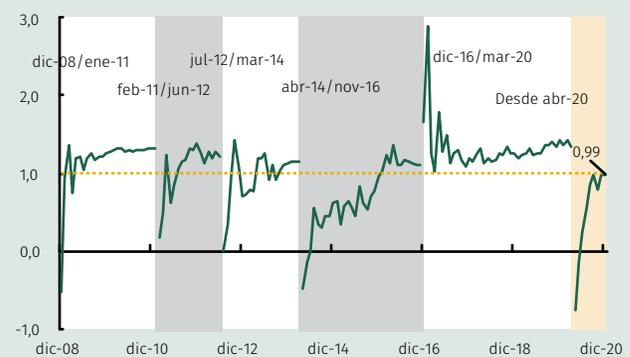
B. Consumo



C. Ordinario



D. Preferencial



Nota: Índice de sensibilidad (IS) corresponde al cambio acumulado de una tasa de mercado como proporción del cambio acumulado en la TPM, para cada periodo de subida o bajada de la TPM. Un $IS < 0$ significa una reacción contraria a la TPM; $0 < IS < 1$ baja sensibilidad a la TPM (menos que proporcional); $IS = 1$ transmisión completa de la TPM; $IS > 1$ alta sensibilidad a la TPM (más que proporcional). Las franjas blancas corresponden a periodos de reducciones en la TPM, las grises a incremento en la TPM, y la amarilla a la última fase de reducción de TPM (abril a diciembre de 2020).

Fuente: cálculos del Banco de la República.

La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)

Referencias

- Betancourt, Rocío; Vargas, Hernando; Rodríguez, Norberto (2006). "Interest Rate Pass-Through In Colombia: A Micro-Banking Perspective", Borradores de Economía, núm. 407, Banco de la República de Colombia.
- Borio, Claudio.; Fritz, Wilhelm. (1995). "The Response of Short-term Bank Lending Rates to Policy Rates: A Cross-Country Perspective", Working Paper, núm. 27, BIS Monetary and Economic Department.
- Chavarro-Sánchez, Ximena; Cristiano-Botia, Deicy; Gómez-González, José E.; González-Molano, Eliana; Huertas-Campos, Carlos (2015). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero", Borradores de Economía, núm. 874, Banco de la República de Colombia.
- Cristiano-Botia, Deicy Johana; González-Molano, Eliana Rocío; Huertas-Campos, Carlos Alfonso (2017). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero considerando las expectativas de los agentes", Borradores de Economía, núm. 988, Banco de la República de Colombia.
- De Bondt, G. (2005). "Interest Rate Pass-through: Empirical Results for the Euro Area", *German Economic Review*, vol. 6, pp. 37-78.
- Galindo, Arturo J.; Steiner, Roberto (2020). "Asymmetric Interest Rate Transmission in an Inflation Targeting Framework: The Case of Colombia", Borradores de Economía, núm. 1138, Banco de la República de Colombia.
- Huertas, Carlos; Jalil, Munir; Olarte, Sergio; Romero, José Vicente (2005). "Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia", Borradores de Economía, núm. 351, Banco de la República de Colombia.
- Julio, Juan Manuel (2001). "Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica", Borradores de Economía, núm. 188, Banco de la República de Colombia.
- Vargas, Hernando; Hamann, Franz; González, Andrés (2010). "Efectos de la política monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia", Borradores de Economía, núm. 592, Banco de la República de Colombia.

Recuadro 2 Línea de crédito flexible de Colombia con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

La línea de crédito flexible (LCF) es un instrumento diseñado por el FMI para proveer financiamiento inmediato y flexible a países con fundamentales económicos fuertes y un marco de política económica muy sólido, y al que tiene acceso Colombia desde 2009. En 2020 Colombia renovó y amplió el acceso a este instrumento. Una porción de esta línea fue desembolsada por parte del FMI al Gobierno Nacional. Este recuadro presenta una descripción de las principales características de la LCF, las razones que llevaron a las autoridades a solicitar una ampliación y los aspectos más relevantes del desembolso parcial de los recursos de la LCF que recibió el Gobierno Nacional en 2020, además del rol del Banco de la República dentro de la operación.

1. ¿Qué es la LCF?

La LCF es un instrumento del FMI al cual únicamente acceden países con marcos sólidos de política monetaria, fiscal y financiera, así como un historial favorable de desempeño económico. Este instrumento está diseñado para proveer un financiamiento flexible y anticipado de las necesidades de la balanza de pagos del país. La LCF es un cupo de crédito que, a discreción del país, puede usarse por uno o dos años con una evaluación sobre el derecho de acceso al cabo del primer año¹, y permite al país tener acceso inmediato a los recursos del FMI, sin condicionalidades ni compromisos ulteriores². Adicionalmente, el monto puede ser incrementado durante la vigencia del acuerdo, siempre que el país continúe cumpliendo con unos exigentes criterios de calificación.

Para que un país miembro del FMI pueda acceder a un instrumento como la LCF es necesario que cumpla con condiciones que garantizan la fortaleza de los fundamentales económicos y de política económica. Estas condiciones son: 1) posición externa sostenible; 2) la cuenta de capitales debe ser financiada mayoritariamente por flujos privados; 3) un historial

sostenido de acceso a los mercados de capitales en términos favorables; 4) una posición adecuada de reservas internacionales; 5) finanzas públicas sólidas, incluyendo una posición sostenible de la deuda pública; 6) inflación baja y estable, en un marco robusto de política monetaria y cambiaria; 7) un sistema financiero sólido e inexistencia de problemas de solvencia que puedan plantear un riesgo a la estabilidad sistémica, 8) supervisión efectiva del sector financiero, e 9) integridad y transparencia de la información. El cumplimiento de estas condiciones por parte de los países beneficiarios de este instrumento es evaluado anualmente por el FMI.

La LCF es contingente, de acceso inmediato y de carácter no condicional. La LCF tiene tres características básicas: 1) es de carácter contingente, lo que significa que su propósito es cubrir la materialización de riesgos externos extremos; 2) el acceso a los recursos es inmediato, por lo cual están disponibles a petición de los países que la hayan suscrito, y 3) es un instrumento no condicional, lo cual significa que los países acceden a la línea por sus sólidas condiciones previas y no existen compromisos posteriores después de desembolsar el instrumento. La línea puede ser utilizada para manejar necesidades actuales o potenciales de financiamiento de la balanza de pagos.

Desde su implementación, esta línea de crédito ha sido aprobada para cinco países: Chile, Colombia, México, Perú y Polonia. México y Colombia han tenido vigente la línea de crédito desde 2009, Chile y Perú recurrieron a este instrumento desde el inicio de la pandemia en 2020 y Polonia la tuvo vigente desde 2009 hasta el 3 de noviembre de 2017, cuando decidió cancelarla (Gráfico R2.1).

Gráfico R2.1
LCF aprobadas



Fuente: FMI (comunicados oficiales).

El FMI ofrece varios tipos de financiamiento a los países miembros, dependiendo de los fundamentales macroeconómicos y de política económica de cada uno. Dentro de las facilidades ofrecidas por el FMI bajo financiamiento no concesional se encuentran los acuerdos de derecho de giro (*stand-by*), el servicio ampliado (SAF), el instrumento de financiamiento rápido (IFR), la línea de crédito flexible (LCF), la línea de precaución y liquidez (LPL) y la línea de liquidez de corto plazo (LLCP) (Cuadro R1.1). Los primeros tres mecanismos se caracterizan por ser instrumentos diseñados para responder rápidamente a necesidades urgentes de financiamiento externo de los países miembros. En contraste, los últimos tres mecanismos proporcionan financiación para sa-

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

2 El acceso a la LCF implica un estricto proceso de verificación del cumplimiento de condiciones macroeconómicas sólidas y de un probado historial de desempeño económico favorable.

Línea de crédito flexible de Colombia con el Fondo Monetario Internacional (FMI)

Cuadro R2.1.
Mecanismos de apoyo financiero del FMI

Mecanismo	Propósito	Condiciones	Monitoreo	Límite de acceso (porcentaje de cuota)	Plazo
Acuerdos de derecho de giro (<i>stand-by</i>)	Asistencia para países con dificultades de corto plazo en la balanza de pagos (BoP).	Adoptar políticas que permitan resolver las dificultades de la BoP.	Los desembolsos se realizan cada trimestre. Contingentes al rendimiento del país.	Anual: 145 % Acumulativo: 435 %	3,25 a 5 años
Servicio ampliado del FMI (SAF)	Asistencia para apoyar las reformas estructurales realizadas por los miembros para manejar dificultades de largo plazo de la BoP.	Adopción del programa hasta de 4 años, con una agenda estructural y la definición de políticas detalladas para los siguientes doce meses.	Los desembolsos se realizan cada trimestre o cada semestre, contingentes al rendimiento del país.	Anual: 145 % Acumulativo: 435 %	4,5 a 10 años
Instrumento de financiamiento rápido (IFR)	Apoyo financiero de rápido acceso para todos los miembros que enfrenten necesidades urgentes en la BoP.	Esfuerzos para resolver dificultades en la BoP (puede incluir acciones previas).	Compras directas sin la necesidad de un programa o de revisiones. El país debe cooperar con el FMI para resolver las dificultades de la BoP y describir las políticas económicas generales que seguirá.	Anual: 100 % (temporal) Acumulativo: 150 % (temporal)	3,25 a 5 años
Línea de crédito flexible (LCF)	Instrumento flexible que permite manejar las necesidades potenciales o actuales de la BoP.	El país debe contar <i>ex ante</i> con fundamentales económicos fuertes, un sólido marco institucional de política económica e implementación de políticas prudentes.	El acceso es aprobado por adelantado durante todo el período del acuerdo y no hay condicionalidad <i>ex post</i> .	No hay límite 6 meses: 125 %	3,25 a 5 años
Línea de precaución y liquidez (LPL)	Instrumento para países con fundamentales y políticas sólidas.	Solidez en el marco institucional, en la posición externa, en acceso a mercado y en el sector financiero.	Acceso por adelantado, sujeto a revisiones semestrales.	Aprobación por 1 a 2 años. Por el primer año: 250 % Después de doce meses de progreso satisfactorio: 500 %	3,25 a 5 años
Línea de liquidez de corto plazo (LLCP)	Instrumento que permite manejar las necesidades potenciales de corto plazo de la BoP.	El país debe contar <i>ex ante</i> con fundamentales económicos fuertes, un sólido marco institucional de política económica y la implementación de políticas prudentes.	El acceso es realizado a través de una "oferta" por parte del Directorio Ejecutivo a aquellos miembros que cumplan con las condiciones.	Aprobación para doce meses: 145 %	12 meses

Fuente: FMI.

tisfacer necesidades actuales o potenciales de balanza de pagos a países con marcos de política y fundamentos macroeconómicos muy sólidos. De esta forma, se constituyen como instrumentos de carácter precautorio.

A diferencia de otros instrumentos del FMI, la LCF no genera condicionalidad alguna posterior a un desembolso en materia de política económica. Las estrictas condiciones para acceder le permiten a los países que cumplen dichos criterios de calificación tener un acceso amplio y anticipado a los recursos del FMI.

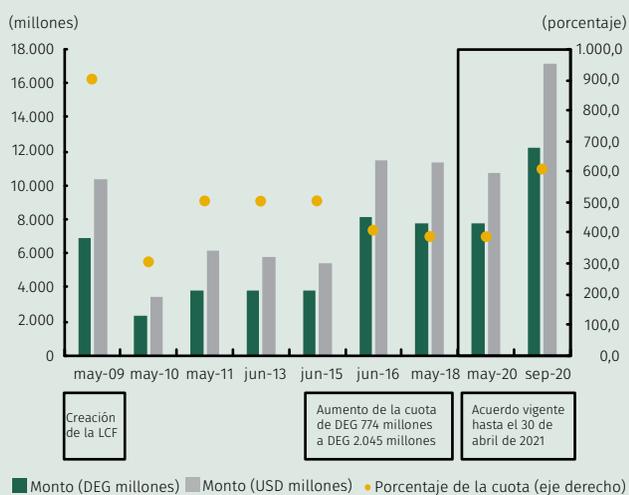
2. Acceso de Colombia a la LCF

Desde la creación de la LCF (en 2009) hasta el presente, Colombia ha tenido acceso a este instrumento (Gráfico R2.2) con carácter precautorio total, hasta septiembre de 2020, y con carácter precautorio parcial en el marco del acuerdo vigente, luego del primer desembolso en un contexto de elevada incertidumbre, dada la coyuntura del Covid-19. Se le considera una herramienta conveniente, puesto que al fortalecer la capacidad de la economía para enfrentar choques externos y al enviar al mercado señales sobre el manejo prudente de la economía, hace al país menos vulnerable a ataques especulativos y reduce la frecuencia de los mismos. Dada la naturaleza temporal del instrumento, se considera que su acceso depende de la evolución de las condiciones internacionales y de la vulnerabilidad del país a choques externos. En ese sentido, las autoridades colombianas han manifestado que, en la medida en que los riesgos disminuyan, la necesidad de acceder al instrumento debería reducirse en el futuro. Las condiciones actuales del presente acuerdo continúan vigentes hasta el 30 de abril de 2022.

3. Ampliación

El 1 de mayo de 2020 el acuerdo previo de la LCF, firmado en mayo de 2018, fue renovado por el 384% de la cuota (aproximadamente USD 11.200 millones) y una duración de dos

Gráfico R2.2
Acceso histórico de Colombia a la LCF



Fuentes: Banco de la República y FMI (comunicados oficiales).

años³. No obstante, ante el recrudecimiento de la pandemia del Covid-19 y de los choques derivados de la emergencia sanitaria, el 31 de agosto de 2020 las autoridades colombianas solicitaron ampliar el acceso de la LCF hasta el 600% de la cuota del país en el FMI (alrededor de USD 17.600 millones), lo que representaba un aumento de aproximadamente USD 6.300 millones en relación con el acuerdo firmado en mayo⁴.

La pandemia ha provocado un impacto sin precedentes sobre la economía global mediante diversos canales. En Colombia la trasmisión se ha dado principalmente por la contracción de la demanda interna con los respectivos efectos en el recaudo tributario, la disminución significativa de los precios del petróleo y de los ingresos por exportaciones, y mayores necesidades de gasto para apoyar el sistema de salud, así como a los grupos de población vulnerable y a las empresas para proteger el empleo. La duración y la magnitud de los choques fueron mayores de lo que se anticipaba en mayo de 2020, dada la incertidumbre mundial, cuando el acuerdo de la LCF fue renovado.

Además, estos choques han afectado las cuentas externas y fiscales del país en medio de un contexto de disminución del recaudo tributario y expansión temporal del gasto público. En ese sentido, la activa respuesta de política fiscal en un entorno de desaceleración de la actividad económica generó mayores necesidades de financiamiento, por lo que fue fundamental que el país mantuviera un acceso amplio y diversificado a la liquidez y a la financiación externa.

Con lo anterior, el deterioro de la situación económica y fiscal del país fue mayor de lo esperado en mayo de 2020 y, junto con unos mayores riesgos externos y un entorno internacional débil y altamente incierto, aumentó la vulnerabilidad de Colombia y dio lugar a mayores necesidades de balanza de pagos. Esta situación llevó a las autoridades a solicitar la ampliación del acceso de la línea con el fin de que el país tuviera una mayor flexibilidad para responder ante los choques y un seguro contra los crecientes riesgos externos, reforzando su posición de liquidez internacional y proporcionando recursos adicionales para satisfacer las necesidades de financiación.

El 25 de septiembre de 2020 el FMI aprobó la solicitud de las autoridades colombianas de ampliar, bajo el acuerdo vigente, el acceso a la LCF. Dicha solicitud se hizo en vista de la incertidumbre generada por la pandemia del Covid-19 y sus implicaciones para Colombia.

3 Los comunicados y documentos del FMI sobre la renovación de la línea están disponibles en:

<https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/05/01/pr20201-colombia-imf-executive-board-approves-new-two-year-flexible-credit-line-arrangement>

4 Los comunicados del Banco de la República sobre la renovación y la ampliación de la línea están disponibles en: <https://www.banrep.gov.co/es/el-fondo-monetario-internacional-aprobo-renovacion-linea-credito-flexible-para-colombia>

<https://www.banrep.gov.co/es/fondo-monetario-internacional-fmi-aprueba-ampliacion-linea-credito-flexible-lcf-para-colombia-usd>

<https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/abc-fmi-septiembre.pdf>

La aprobación de la solicitud reflejó el continuo apoyo del FMI al marco de política económica de Colombia y a su trayectoria de políticas macroeconómicas sólidas y prudentes.

El Directorio Ejecutivo del FMI resaltó la respuesta activa y coordinada de las autoridades colombianas frente a la emergencia sanitaria. De acuerdo con su comunicado⁵, esta respuesta fue posible gracias al marco de política sólido, flexible e integral del país, que se fundamenta en un régimen de inflación objetivo creíble bajo un marco de flexibilidad cambiaria, una adecuada supervisión y regulación del sistema financiero y una política fiscal responsable. De esta manera, el acceso a la LCF representa una señal importante de estabilidad, desempeño y resiliencia de la economía colombiana, así como un respaldo a los esfuerzos de política pública para mitigar el brote del Covid-19 y sus efectos en la economía.

4. Desembolso

La confluencia de distintos choques resultó en un deterioro aún mayor de los ingresos externos, mayores presiones en el acceso a fuentes de financiamiento y la necesidad de diversificar la financiación externa disponible, frente a lo inicialmente previsto.

En este contexto, ante los mayores riesgos que enfrentaba Colombia, y con el fin de brindar apoyo fiscal para sortear la crisis sanitaria y su impacto, el 2 de diciembre de 2020 las autoridades realizaron un desembolso parcial de la LCF por DEG 3.750 millones, monto equivalente a aproximadamente USD 5.400 millones o al 183% de la cuota del país en el organismo⁶.

Colombia es el primer país en solicitar un desembolso de una LCF en la historia del FMI. Asimismo, el monto desembolsado para nuestro país representa la operación de mayor valor realizada por el FMI en la coyuntura del Covid-19.

La posibilidad de utilizar los recursos de la LCF para apoyo presupuestal permitió cubrir necesidades de financiamiento que podrían haber generado presiones sobre la balanza de pagos.

El desembolso por parte del Gobierno contribuyó a solucionar las necesidades de balanza de pagos relacionadas con la disminución de los ingresos externos, aumentando sus opciones de financiamiento, soportando la confianza de los mercados y asegurando el cubrimiento de las necesidades presupuestales. Además, la diversificación de fuentes de financiamiento contribuyó a mitigar un posible desplazamiento o encarecimiento del financiamiento local disponible para el sector privado u otras entidades públicas ante el aumento de necesidades de endeudamiento del Gobierno. La LCF se destaca por ser una opción financieramente favorable, por su papel complementario y su efecto catalizador sobre otras fuentes de financiamiento existentes para respaldar la sólida respuesta de política pública a la pandemia y sus efectos en la economía.

El costo de financiamiento mediante un desembolso de la LCF varía según el monto utilizado del instrumento.

En el marco del acuerdo de la LCF, el financiamiento cuenta con períodos de gracia y plazos de pago extensos, debiéndose efectuar los reembolsos a lo largo de un período de 3,25 años a 5 años, en tramos de ocho cuotas trimestrales. La tasa pagada por el desembolso de recursos bajo el acuerdo de la LCF se calcula a partir de tres componentes: 1) un cargo básico, que corresponde a la tasa de interés DEG⁷ más un margen de 100 pb; 2) unas sobretasas, que equivalen a 200 pb si el monto desembolsado supera el 187,5% de la cuota y se incrementa a 300 pb si el crédito permanece por encima de este nivel (187,5% de la cuota) por más de tres años, y 3) un cargo de servicio de 50 pb por monto retirado⁸.

Dado que en el caso de Colombia el desembolso de recursos constituyó un financiamiento para apoyo presupuestal, las obligaciones derivadas de esta operación fueron asumidas completamente por el Gobierno, representado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Por esta razón, el desembolso se realizó directamente a la cuenta que pertenece al Gobierno Nacional Central. El Banco de la República, por su parte, cumple únicamente el rol de agente fiscal del Gobierno, canalizando los pagos asociados a la operación⁹.

Cabe resaltar que ni el aumento en el acceso, ni el desembolso parcial de la línea para apoyo presupuestal, tiene efectos directos sobre el stock de reservas internacionales que administra el Banco de la República.

La ampliación del nivel de acceso de la LCF mejora la liquidez externa del país, al contar con la disponibilidad de mayores recursos ante posibles riesgos, y complementa la cobertura que provee actualmente el adecuado nivel de reservas internacionales.

Asimismo, el monto remanente de la línea continúa teniendo un carácter precautorio

y las autoridades planean disminuir el acceso a la LCF una vez la situación excepcional de la economía mundial mejore y se evidencie una reducción de los riesgos externos que afectan al país.

Aquellos países que cuentan con este instrumento están sujetos a revisiones anuales en las que el FMI evalúa si se continúan cumpliendo los requisitos de acceso.

En este contexto, este año, en el marco del acuerdo vigente de la LCF que tiene el país con el FMI, el organismo realizará su revisión de mitad de período de los criterios que habilitan el acceso de Colombia a la línea. En 2022, si el país solicita una renovación de la LCF, se hará nuevamente una evaluación cuidadosa del cumplimiento de los criterios.

5 Comunicado del FMI sobre la ampliación de la línea, disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/09/25/pr20300-colombia-imf-executive-board-approves-augmentation-of-the-flexible-credit-line>

6 Comunicado del FMI sobre el desembolso de la línea, disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2020/12/03/pr20363-colombia-colombia-draws-on-imf-flexible-credit-line-to-address-the-covid-19-pandemic>

7 Al 15 de febrero de 2021 la tasa DEG correspondía al 0,064%.

8 Guía operacional de la LCF del FMI disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/08/06/pp080618-flexible-credit-line-operational-guidance-note>

9 Los términos y condiciones bajo los cuales el Banco de la República cumplirá su función de agente fiscal para estos efectos se establecen en el Memorando de Entendimiento firmado el 17 de noviembre de 2020 y en el Contrato de Agencia Fiscal celebrado entre este y la Nación-Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Otrosof, núm. 2: Contrato interadministrativo 4600335302).

Anexo

Políticas de administración del portafolio de inversión de las reservas internacionales

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

1. Políticas de gestión de riesgo

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

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

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

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

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

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

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: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13138.htm>

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

2. Tramos del portafolio de inversión

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

El tramo de corto plazo tiene como propósito cubrir las necesidades potenciales de liquidez de las reservas en doce meses. En la actualidad este tramo está conformado por el capital de trabajo y un portafolio pasivo. El capital de trabajo es el portafolio al cual ingresan los recursos que provienen de la intervención en el mercado cambiario y sus inversiones se concentran en activos de muy corto plazo denominados en dólares. Dado que el objetivo de este tramo es dar liquidez inmediata para propósitos de intervención en el mercado cambiario, el capital de trabajo está concentrado en depósitos e inversiones que se pueden liquidar en un día con un costo muy bajo. A diciembre de 2020 el valor del tramo de corto plazo era USD 38.237,7 m, de los cuales USD 2.639,5 m corresponden al capital de trabajo y USD 35.598,2 m al portafolio pasivo.

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

El tramo de mediano plazo busca aumentar la rentabilidad esperada de las reservas internacionales en el largo plazo, preservando un portafolio conservador, con un perfil de rentabilidad esperado superior al del tramo de corto plazo y al de su índice de referencia. Su objetivo es maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo en dólares estadounidenses, la moneda en la cual se valoran las reservas internacionales, para la porción del portafolio que se considera menos probable de utilizar en un plazo de doce meses. De esta forma, se busca el máximo retorno sujeto a las restricciones de que el rendimiento esperado en dólares estadounidenses de este tramo sea positivo con una probabilidad del 95%, y que el valor esperado de una posible pérdida no supere el 1% en un horizonte de tres años. Actualmente el tramo de mediano plazo está conformado, en su mayoría, por portafolios de manejo activo que buscan generar una rentabilidad más alta que el índice de referencia⁴. A diciembre de 2020 el valor del tramo de mediano plazo ascendía a USD 18.241,0 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 plazos. A diciembre

de 2020 el valor de mercado del oro en las reservas ascendía a USD 252,2 m.

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

3. Índices de referencia

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

Para construir el índice del tramo de corto plazo⁷ se determina, en primer lugar, una composición cambiaria objetivo. Una vez definida la composición cambiaria, se busca el portafolio que maximiza la rentabilidad ajustada por riesgo⁸ y que cumple con las restricciones de pérdida definidas para este tramo. La composición cambiaria de este índice busca replicar el comportamiento de los egresos de la balanza de pagos del país⁹. Se busca que las monedas diferentes al dólar se aprecien en períodos en los que aumenta el valor en dólares de los pagos externos del país, lo cual implica que el valor de estas monedas puede reducirse frente al dólar en períodos en que el valor en dólares de los pagos externos disminuye. A diciembre de 2020 la composición cambiaria del índice del tramo de corto plazo era: 82% dólares de los Estados Unidos, 9% dólares australianos, 5% dólares canadienses, 1% dólares neozelandeses, 2% coronas noruegas y 1% won coreano¹⁰. Las

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.

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

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

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

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

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

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

restricciones de pérdida definidas para el tramo de corto plazo son: 1) tener retornos positivos en un horizonte de doce meses con un 95% de confianza, excluyendo el efecto cambiario, y 2) que el valor esperado de una posible pérdida en un horizonte de doce meses no supere el 1% del valor del tramo.

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

A diciembre de 2020 los índices de referencia definidos para ambos tramos tienen un nivel de riesgo de mercado bajo, con una duración efectiva del índice del tramo de corto plazo de 0,81 y del tramo de mediano plazo de 1,78¹¹. El Gráfico A1.1 muestra los índices de referencia aprobados para los tramos de corto y mediano plazos¹².

4. Programa de administración externa

El Banco de la República gestiona directamente el tramo de corto plazo, una porción del tramo de mediano plazo y el tramo del oro. El resto de los recursos del tramo de mediano plazo es gestionado por administradores externos de portafolios. Al finalizar diciembre de 2020 la porción del portafolio de inversión administrada internamente corresponde a USD 40.848,9 m (72,0% del portafolio de inversión), mientras que el programa de administración externa ascendía a USD 15.882,1 m (28,0% del portafolio de inversión).

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

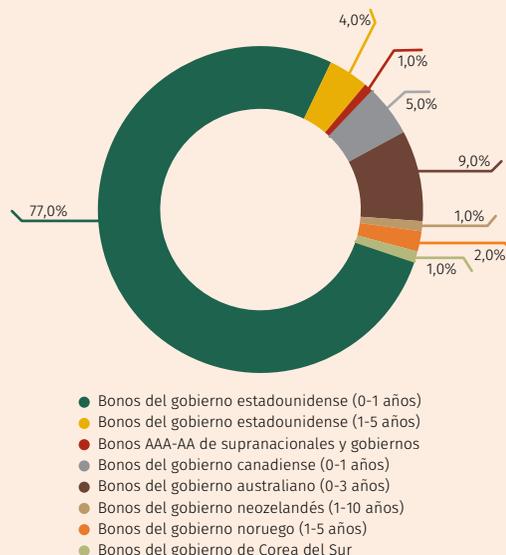
Las firmas privadas que participan en el programa son escogidas mediante procesos competitivos y son evaluadas permanentemente. De acuerdo con los resultados obtenidos por cada administrador desde su contratación, se modifica

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

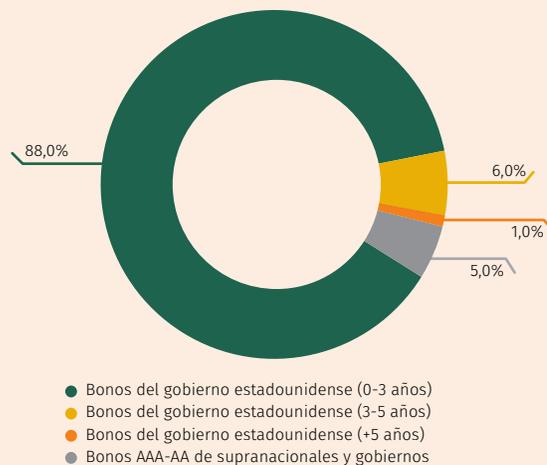
12 Para los diferentes sectores que componen el índice de referencia se utilizan los índices publicados por ICE Data Indices.

Gráfico A1.1
Composición del índice de referencia
(información al 31 de junio de 2020)

1. Tramo de corto plazo



2. Tramo de mediano plazo

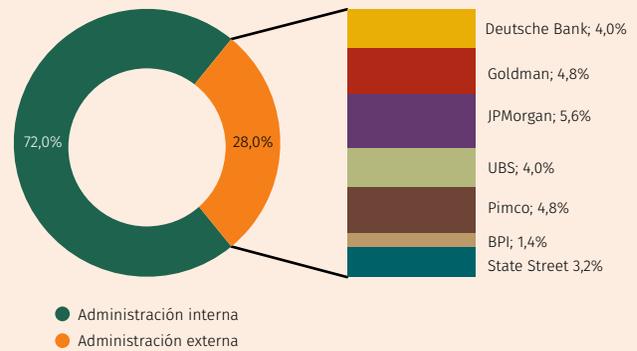


Nota: Merrill Lynch, entre otros, construyen índices que permiten medir el desempeño de diferentes sectores del mercado de renta fija. Los índices de bonos de gobierno incluyen todos los instrumentos que cumplen con condiciones mínimas de tamaño y liquidez. Sus reglas son de conocimiento público.
Fuente: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

el monto administrado y se revisa su continuidad en el programa. En la actualidad, las firmas privadas que participan en el programa de administración externa son: DWS International GmbH, Goldman Sachs Asset Management, L.P., J.P. Morgan Asset Management (UK) Limited, Pacific Investment Management Company LLC, State Street Global Advisors Trust Company y UBS Asset Management (Americas) Inc. (Gráfico A1.2). 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. Las inversiones en los fondos administrados por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) también se consideran parte del programa de administración

externa. A estos fondos solamente tienen acceso los bancos centrales y entidades multilaterales, y tienen como propósito hacer inversiones en activos apropiados para las reservas internacionales mundiales, en un esfuerzo cooperativo entre diferentes países¹³.

Gráfico A1.2
Composición del portafolio de inversión
(información al 31 de diciembre de 2020)



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 126,2 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de China (USD 285,1 m), un fondo de títulos emitidos por el gobierno de Corea (USD 115,1 m) y un fondo de títulos emitidos por corporaciones no financieras (USD 280,8 m).