

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

ISSN - 1692 - 4029



II SEM./
2025



II semestre de 2025

REPORTE DE **ESTABILIDAD FINANCIERA**

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





REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

En virtud del mandato otorgado por la Constitución Política de Colombia y de acuerdo con lo reglamentado por la Ley 31 de 1992, el Banco de la República tiene la responsabilidad de velar por la estabilidad de los precios. El adecuado cumplimiento de esta tarea depende crucialmente del mantenimiento de la estabilidad financiera.

La estabilidad financiera se entiende como una condición general en la cual el sistema financiero (establecimientos, mercados e infraestructuras):

1. Evalúa y administra los riesgos financieros de una manera que facilita el desempeño de la economía y la asignación eficiente de los recursos;
2. está en capacidad de absorber, disipar y mitigar de manera autónoma la materialización de los riesgos que pueda surgir como resultado de eventos adversos.

Este *Reporte de Estabilidad Financiera* cumple el objetivo de presentar la apreciación del Banco de la República sobre el desempeño reciente de los establecimientos de crédito y sus deudores, así como sobre los principales riesgos y vulnerabilidades que podrían tener algún efecto sobre la estabilidad financiera de la economía colombiana. Con este objetivo se pretende informar a los participantes en los mercados financieros y al público, además de promover el debate público sobre las tendencias y los riesgos que atañen al sistema financiero. Los resultados aquí presentados sirven también a la autoridad monetaria como base para la toma de decisiones que permitan promover la estabilidad financiera en el contexto general de los objetivos de estabilidad de precios y estabilidad macroeconómica.

Este *Reporte* se complementa con el *Reporte de Sistemas de Pago* publicado anualmente por el Banco de la República, en el cual se divulga la labor de seguimiento a las infraestructuras financieras de la economía colombiana.



Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Andrés Murcia
Subgerente

Departamento de Estabilidad Financiera

Carlos Quicazán
Director

Sección de Apoyos de Liquidez y Control de Riesgo

Lina Patiño
Jefa

Sección de Seguimiento de Riesgos Sistémicos

Juan Sebastián Mariño
Jefe

Juan Pablo Bermúdez Céspedes
Andrés Esteban Casas Fajardo
Jorge Humberto Cely Fernández
Diego Fernando Cuesta Mora
Liseth Mariana Escobar Villarraga
Daniela Ximena Gualtero Briceño
David Hernández Salazar
Karen Natalia Laguna Ballesteros
Bernardo Ortega Guzmán
Juan David Roa Ramírez
Daniela Rodríguez Novoa
Néstor Miguel Sarmiento Paipilla
María José Vélez

En la elaboración de este Reporte participaron Valentina Clavijo Cabrera, Shara Durán Ramirez y Juan Esteban Toro Montes, estudiantes en práctica del Departamento de Estabilidad Financiera. Se agradecen los comentarios de la Dirección de Investigación, Innovación y Desarrollo de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Sugerencias y comentarios:
+57 (1) 343 1011
atencionalciudadano@banrep.gov.co

Contenido

Resumen ejecutivo **11**

Análisis de vulnerabilidades **13**

Sombreado 1: Mapa de calor **15**

1. Contexto macrofinanciero **19**

 1.1 Entorno macroeconómico **19**

 1.2 Situación actual del sistema financiero **22**

 1.3 Evolución del endeudamiento y riesgo de crédito del sector corporativo **27**

 1.4 Evolución del endeudamiento y riesgo de crédito de los hogares **34**

 1.5 Riesgo de mercado **38**

 1.6 Riesgo de liquidez **42**

Sombreado 2: Cooperativas de ahorro y crédito **45**

Sombreado 3: Establecimientos de crédito: balances consolidados **47**

Recuadro 1: Caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2024 **51**

Recuadro 2: Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN): la importancia de un requerimiento de liquidez estructural en Colombia **57**

Recuadro 3: Stablecoins: promesa digital con potenciales efectos sobre la estabilidad financiera **63**

2. Ejercicio de estrés de los establecimientos de crédito **69**

 2.1 2.1. Escenario macroeconómico hipotético y materialización de riesgos **70**

 2.2 Resultados **72**

 2.3 Ejercicio de sensibilidad sobre las inversiones en subordinadas de Centroamérica **74**

3. Instituciones financieras no bancarias: situación reciente y el caso de los fondos de inversión colectiva **77**

 3.1 Análisis de las vulnerabilidades en los Ficaspp **86**

 3.2 Revisión de medidas regulatorias para abordar los riesgos de los Ficaspp **87**

Recuadro 4: La demanda por CDT en el mercado de fondos de inversión colectiva **89**

Índice de gráficos

Gráfico S1.1 Mapa de riesgos del sistema financiero colombiano **16**

Gráfico 1.1 **19**

Gráfico 1.2 Crecimiento real anual del activo y sus principales componentes **22**

Gráfico 1.3 Crecimiento real anual de la cartera total y por modalidades **23**

Gráfico 1.4 Indicador de calidad por mora e indicador de calidad por mora + castigos de los establecimientos de crédito **24**

Gráfico 1.5 Crecimiento real anual del fondeo y contribución al crecimiento de sus componentes **25**

Gráfico 1.6 Rentabilidad del activo agregada **25**

Gráfico 1.7 Descomposición del ROA **26**

Gráfico 1.8 Indicadores de solvencia a nivel agregado **26**

Gráfico 1.9 Distribución de la relación de solvencia total **27**

Gráfico 1.10 **27**

Gráfico 1.11 Deuda financiera del sector corporativo privado como proporción del PIB y desagregación de la deuda en moneda extranjera por mecanismo de cobertura **28**

Gráfico 1.12 **29**

Gráfico 1.13 **30**

Gráfico 1.14 Exposición a firmas frágiles con información contable de las superintendencias de sociedades y financiera **31**

Gráfico 1.15 Porcentaje de firmas y cartera de cada sector que pasarían a ser vulnerables ante un escenario macroeconómico extremo, medido sobre el total de las firmas y cartera de la muestra **31**

Gráfico 1.16 Caracterización financiera de las firmas vulnerables (ejercicio de sensibilidad) **32**

Gráfico 1.17 Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares **34**

Gráfico 1.18 Ahorro bruto de los hogares como porcentaje del ingreso disponible **34**

Gráfico 1.19 Indicador de calidad por mora (ICM) por segmento **36**

Gráfico 1.20 Participación de nuevos créditos de consumo otorgados a deudores de alto nivel de riesgo **37**

Gráfico 1.21 Tenedores del mercado de TES **39**

Gráfico 1.22 Indicadores de riesgo de mercado **40**

Gráfico 1.23 Indicadores de riesgo de mercado **41**

Gráfico 1.24 Indicadores de riesgo de liquidez, fondeo estructural y tasas de mercado **43**

Gráfico S2.1 Indicador de calidad por mora a 30 días (ICM) para el sector cooperativo **45**

Gráfico S2.2 Indicadores de liquidez agregada de las CAC **46**

Gráfico S2.3 Crecimiento real anual de los CDAT emitidos por las CAC **46**

Gráfico R1.1 Desagregación del descalce cambiario negativo **52**

Gráfico R1.2 Indicadores de riesgo **53**

Gráfico R1.3 Exposición de los EC a las firmas con descalces cambiarios negativos (diciembre de 2024) **55**

Mapa R2.1 Implementación del NSFR a nivel mundial **58**

Gráfico R3.1 Capitalización de mercado de las principales stablecoins **63**

Diagrama R3.1 Mapa de decisión para el diseño del marco regulatorio de activos digitales **66**

Gráfico 2.1 Curva de TES en pesos en el escenario hipotético adverso **70**

Gráfico 2.2 Indicador de calidad por riesgo agregado (ICR) **72**

Gráfico 2.3 Rentabilidad sobre activo (ROA) **72**

Gráfico 2.4 Descomposición del ROA **73**

Gráfico 2.5 Relaciones de solvencia a nivel agregado **73**

Gráfico 2.6 Distribución de la solvencia individual por participación de cartera **74**

Gráfico 2.7 Distribución de la solvencia total inicial de los establecimientos de crédito **74**

Gráfico 2.8 Relación de solvencia total consolidada **75**

Gráfico 3.1 Activos administrados, en posición propia de las IFNB y activos de los EC **77**

Gráfico 3.2 Peso de las tenencias comunes entre EC e IFNB en el portafolio de inversión de los EC **78**

Gráfico 3.3 Activo total por tipo de FIC **79**

Gráfico 3.4 Interconexiones en el sistema financiero colombiano **80**

Gráfico 3.5 Composición activo total de los Ficaspp **81**

Gráfico 3.6 Emisores de los CDT en los Ficaspp **81**

Gráfico 3.7 Participación de los Ficaspp en el fondeo de los EC **81**

Gráfico 3.8 Activo total de los Ficaspp **82**

Gráfico 3.9 Aportes netos acumulados de los Ficaspp **82**

Gráfico 3.10 Índice de precios de los CDT **82**

Gráfico 3.11 Composición del activo **83**

Gráfico 3.12 Aportes netos acumulados por tipo de Ficaspp **83**

Gráfico 3.13 Activo total por tipo de Ficaspp **84**

Gráfico 3.14 Indicadores de liquidez **84**

Gráfico 3.15 Número de Ficaspp con incumplimientos de liquidez durante marzo de 2020 **85**

Gráfico 3.16 Aportes netos acumulados por año Ficaspp **85**

Gráfico 3.17 Resultados del ejercicio de estrés sobre Ficaspp **87**

Gráfico R4.1 Portafolio de inversiones Ficaspp por tipo de instrumento **89**

Gráfico R4.2 Evolución de los precios de los CDT y las inversiones en CDT de los Ficaspp **90**

Gráfico R4.3 Aportes netos de los Ficaspp, depósitos de la DTN y el IBR **90**

Gráfico R4.4 Sensibilidad precio-demanda de CDT en los Ficaspp **93**

Índice de cuadros

Cuadro A Matriz de vulnerabilidades para la estabilidad financiera **13**

Cuadro S3.1 Principales indicadores financieros de los EC a nivel consolidado e individual **47**

Cuadro R3.1 Participación de países de América Latina en el volumen de transacciones minoristas por tipo de activo frente al promedio global (jul-23 a jun-24) **64**

Cuadro R4.1 Demanda por CDT en los Ficaspp y las condiciones del mercado **92**

Glosario

- ACO:** agente colocador de OMA
- AFP:** administradoras de fondos de pensiones
- ALAC:** Activos líquidos de alta calidad
- ALM:** Activos líquidos ajustados por riesgo cambiario y de mercado
- ATL:** Apoyo transitorio de liquidez
- BAAAFS:** curva de referencia del sector bancario para los títulos con tasa fija simple y calificación AAA
- BAS:** Bid-ask spread
- BOE:** Banco de Inglaterra (Bank of England)
- BIS:** Bank of International Settlements
- BVC:** Bolsa de Valores de Colombia
- CC:** Carteras colectivas
- CAC:** Cooperativas de ahorro y crédito
- CDT:** certificado de depósito a término
- CDS:** credit default swap
- CF:** Corporación financiera
- CFC:** Compañía de financiamiento
- CFEN:** Coeficiente de fondeo estable neto
- COP:** pesos colombianos
- CRCC:** Cámara de Riesgo Central de Contraparte
- CUD:** Sistema de cuentas de depósito administradas por el Banco de la República
- DCV:** Depósito Central de Valores
- DSGE:** equilibrio general dinámico estocástico (dynamic stochastic general equilibrium)
- DTF:** tasa para depósitos a término fijo
- EC:** establecimientos de crédito
- ECB:** Banco Central Europeo (European Central Bank)
- EUR:** euros
- Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos
- FED:** Fondeo estable disponible
- FER:** Fondeo estable requerido
- FIC:** fondos de inversión colectiva
- FMI:** Fondo monetario internacional
- FNA:** Fondo Nacional del Ahorro
- Frech:** Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera
- Hipotecaria
- FSB:** Financial Stability Board
- GAL:** Gastos administrativos y laborales
- GBP:** libras esterlinas
- GN:** gobierno nacional
- GNC:** Gobierno Nacional Central
- IBR:** indicador bancario de referencia
- ICM:** indicador de calidad por mora
- ICR:** indicador de calidad por riesgo
- IEC:** indicador de exposición de corto plazo consolidado
- IED:** inversión extranjera directa
- IEI:** indicador de exposición de corto plazo individual
- IFNB:** instituciones financieras no bancarias
- IMC:** intermediario del mercado cambiario

IPSA: índice bursátil de Chile
IRL: indicador de riesgo de liquidez
IPC: índice de precios al consumidor
IPRC: indicador de percepción de riesgo por calificación
IRC: indicadores de riesgo cambiario
IRL: indicador de riesgo de liquidez
JDBR: Junta Directiva del Banco de la República
LIBOR: London Interbank Offered Rate
MADR: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural
MEXBOL: Índice bursátil de la Bolsa Mexicana de Valores
MFB: margen financiero bruto
MHCP: Ministerio de Hacienda y Crédito Público
MSCI COLCAP: Índice bursátil de la bolsa de valores de Colombia
NIIF: normas internacionales de información financiera
OIS: *overnight index swap*
OMA: Operaciones de mercado abierto
OPEP+: Organización de Países Exportadores de Petróleo y aliados
OPA: Oferta pública de adquisición
PAD: Plan de acompañamiento a deudores
PCMVR: Plan Nacional de Construcción y Mejoramiento de Vivienda Social Rural
PIB: producto interno bruto
PNL: posición neta de liquidez
PPC: posición propia de contado
PSE: pasivos sujetos a encaje
PT: patrimonio técnico
PUC: Plan Único de Cuentas
REF: Reporte de Estabilidad Financiera
RNL: Requerimientos netos de liquidez
ROA: retorno sobre activos (return on assets)
ROE: retorno sobre patrimonio (return on equity)
SAI: sociedades administradoras de inversión
SARC: sistema de administración del riesgo de crédito
SARO: sistema de administración del riesgo operativo
SCB: sociedades comisionistas de bolsa
SFC: Superintendencia Financiera de Colombia
SFD: sociedades fiduciarias
SMMLV: salario mínimo mensual legal vigente
SPBLPGPT: Índice burátil de la bolsa de valores de Lima
SPBV: Sistema de pagos de bajo valor
SS: Superintendencia de Sociedades
ST: pruebas de estrés
Sysmo: systemic stress model
TES: títulos de deuda pública emitidos por la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional
TIB: tasa interbancaria
TPM: Tasa de política monetaria
TRM: tasa representativa del mercado
USD: dólares estadounidenses
UVR: unidad de valor real
VAR: vectores autoregresivos
VeR: valor en riesgo
VIP: vivienda de interés prioritario
VIS: vivienda de interés social
WATM: weighted average term to maturity
WEO: World economic outlook

Resumen ejecutivo

Entre marzo y septiembre de 2025, periodo cubierto en esta edición del Reporte de Estabilidad Financiera, los mercados financieros globales mostraron señales de recuperación. Sin embargo, persiste una elevada incertidumbre asociada al incremento del endeudamiento global, los efectos de la política comercial de Estados Unidos y la persistencia de conflictos geopolíticos, factores que aumentan el riesgo de desvalorizaciones y mayor volatilidad en los mercados. La recuperación estuvo impulsada por la valorización de los activos financieros a nivel global y el debilitamiento del dólar, elementos que han contribuido a relajar las condiciones financieras internacionales. El contexto de mayores presiones fiscales a nivel global y el complejo ambiente comercial y geopolítico conlleva la posibilidad de choques adversos, ampliando los riesgos para la economía y el sistema financiero global.

La economía colombiana ha mantenido una senda de crecimiento positivo, en un entorno en el que se mantienen riesgos en el frente fiscal y la convergencia de la inflación hacia la meta definida por la Junta Directiva del Banco de la República avanza más lentamente de lo previsto. El producto interno bruto (PIB) mantiene una trayectoria de expansión, con un crecimiento del 2,9% en lo corrido de 2025 y una proyección del equipo técnico del Banco de la República del 2,6% para el cierre del año, con una probabilidad alta de que sea mayor, pero con comportamientos heterogéneos entre sectores. Se destaca la dinámica del consumo de los hogares, favorecida por la fortaleza del mercado laboral, la recuperación del crédito y el crecimiento de las remesas y los ingresos cafeteros. Por su parte, la inflación anual ha registrado incrementos en los últimos cuatro meses, alcanzando el 5,5% en octubre de 2025. El equipo técnico del Banco de la República anticipa que el proceso de convergencia de la inflación a su nivel objetivo será más lento de lo previsto.

Durante el periodo de análisis, el sistema financiero colombiano continuó mostrando señales de recuperación en un entorno de mayor dinamismo económico. Desde mediados del segundo trimestre de 2025, el activo agregado de los establecimientos de crédito (EC) registró tasas de crecimiento reales positivas, tras dos años de contracción. La cartera se ha recuperado de manera generalizada y presentó una menor morosidad. Los indicadores de capital y liquidez se mantuvieron por encima de los mínimos regulatorios, lo que refleja la capacidad de las entidades para enfrentar eventuales choques negativos. La rentabilidad continuó recuperándose de forma gradual, conforme a la tendencia observada desde mediados de 2024 y que se espera persista en los próximos meses, impulsada por un mayor crecimiento y un menor deterioro en la cartera.

Esta edición del Reporte incluye un capítulo sobre los fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia (FICS) y sus administradores. Estos últimos hacen parte de las instituciones financieras no bancarias (IFNB), entidades que han adquirido una mayor relevancia dentro del sistema financiero colombiano por su papel en la inversión y la cobertura de riesgos. Los FICS se han consolidado como mecanismos importantes de canalización del ahorro y representan una fuente relevante de fondeo para los EC, por lo que resulta importante analizar en mayor detalle su situación y los riesgos financieros inherentes a su actividad. Una misión de asistencia técnica del FMI realizó una evaluación exhaustiva de la regulación de estas entidades en Colombia y propuso recomendaciones para el fortalecimiento

su monitoreo y regulación, las cuales están siendo evaluadas en el Comité de Coordinación para el Seguimiento al Sistema Financiero.

A pesar de la alta resiliencia del sistema financiero colombiano, esta edición del Reporte destaca algunos riesgos relevantes. En un contexto de alta incertidumbre global y serios desafíos fiscales a nivel local, un cambio abrupto de las condiciones financieras externas podría tener un efecto desfavorable sobre el desempeño de los intermediarios y la tendencia de recuperación de los indicadores y el crecimiento de la cartera. La mayor exposición del sistema financiero a la deuda pública lo hace más sensible a movimientos adversos en dicho mercado. Las pruebas de tensión presentadas en este Reporte muestran que los amplios niveles de liquidez y capital de los intermediarios financieros permitirían absorber choques significativos en este frente. No obstante, conviene mantener un seguimiento cercano de esta exposición del sector financiero.

El Banco de la República, en cumplimiento de sus responsabilidades constitucionales, continuará monitoreando la estabilidad financiera en coordinación con la Red de Seguridad del Sistema Financiero. En este contexto de alta incertidumbre global y de volatilidad en los mercados, se adoptarán las medidas necesarias para preservar la estabilidad y el adecuado desempeño de la economía, asegurar una adecuada disponibilidad de crédito y liquidez, y garantizar el buen funcionamiento del sistema de pagos.

Leonardo Villar Gómez
Gerente General

Análisis de vulnerabilidades

Matriz de vulnerabilidades

La identificación y el análisis de las principales fragilidades del sistema financiero colombiano se complementan con una matriz de vulnerabilidades, en la que se detallan el estado actual, los mecanismos de mitigación y la evolución de cada vulnerabilidad durante los últimos seis meses (Cuadro A).

Cuadro A
Matriz de vulnerabilidades para la estabilidad financiera

Vulnerabilidad	Estado	Mitigantes	Evolución
Incremento en la exposición al riesgo de mercado.	<ul style="list-style-type: none"> Aumento en las tenencias de títulos de Tesorería (TES) por parte de las entidades financieras locales. En particular, presencia significativa de bancos en este mercado. Contexto de incertidumbre fiscal a nivel local que podría incidir negativamente en la valoración del portafolio de inversión de las entidades financieras locales. Liquidaciones por parte de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES. 	<ul style="list-style-type: none"> Amplios márgenes de solvencia de los intermediarios financieros. Monitoreo y regulación prudencial del riesgo de mercado por parte de las autoridades financieras. Posición cubierta de los bancos en el mercado de TES a futuro. Estabilidad en la duración de los portafolios de deuda pública de los establecimientos de crédito e instituciones financieras no bancarias. 	Aumentó
Exposición a los conflictos comerciales y geopolíticos.	<ul style="list-style-type: none"> Alguna afectación arancelaria de las exportaciones colombianas. Persistencia de conflictos bélicos a nivel internacional. Descertificación en la lucha contra las drogas y desmonte de parte de la ayuda internacional. 	<ul style="list-style-type: none"> Baja tasa arancelaria por parte de los Estados Unidos frente a otras jurisdicciones. Bajo peso de exportaciones en PIB. Bajos niveles de descalces cambiarios. Alta disponibilidad de contrapartes en el extranjero para prestar recursos en moneda extranjera a bancos locales. Niveles adecuados de reservas internacionales. 	Estable
Exposición a correcciones abruptas de la tendencia de apreciación del dólar.	<ul style="list-style-type: none"> Incentivos al endeudamiento en dólares para firmas locales bajo entorno de apreciación. Liquidación de inversiones en el mercado de TES por parte de inversionistas extranjeros. Incremento del endeudamiento en moneda extranjera del Gobierno Nacional. 	<ul style="list-style-type: none"> Bajos niveles de descalces cambiarios. Niveles adecuados de reservas internacionales. Bajo nivel de cartera local denominada en dólares. 	Aumentó

Fuente: Banco de la República.

En esta edición del *Reporte*, se identifican las siguientes vulnerabilidades: 1) incremento en la exposición al riesgo de mercado, relacionado con la mayor participación de los intermediarios en inversiones como los TES, que en un contexto fiscal altamente retador los hace más vulnerables a choques negativos que puedan generar desvalorizaciones en ese mercado; 2) estabilidad en la exposición local a choques comerciales y geopolíticos, relacionados con las restricciones al comercio

internacional, la descertificación de Colombia en la lucha contra las drogas y la persistencia de enfrentamientos bélicos que podrían transmitir choques negativos a los intermediarios locales; y 3) una posible corrección abrupta de la tendencia de apreciación del dólar, con posibles impactos en los flujos de capitales que podrían incrementar los costos del endeudamiento externo y del uso de coberturas cambiarias, así como aumentar el valor en pesos de la deuda denominada en dólares.

Sombreado 1: Mapa de calor

El **mapa de calor** es una herramienta visual que permite observar la evolución temporal de diversas variables agrupadas por categorías, relacionadas con el desempeño de las instituciones financieras, y los riesgos financieros y macroeconómicos. Cada variable se representa con una **escala de colores** basada en su comportamiento histórico y criterios de experto. Las tonalidades rojizas indican períodos en los que una variable se encuentra en niveles riesgosos, las verdes señalan períodos de menor riesgo y las amarillas reflejan un punto intermedio. En el caso de algunas variables, como los índices de precios de activos o los indicadores del ciclo de crédito, que reflejan riesgos cuando exhiben tanto valores altos como valores bajos, se utilizan tonalidades azules para señalar el riesgo de baja actividad en los respectivos mercados¹ (Gráfico S1.1). El objetivo del mapa es ofrecer una visión integral y gráfica de indicadores clave para evaluar y caracterizar riesgos de forma transversal y a lo largo del tiempo.

La información más reciente (agosto del 2025) evidencia una mejora gradual en la dinámica de la actividad macroeconómica, reflejada en la aparición de tonalidades naranjas, en contraste con los tonos rojos predominantes en trimestres anteriores. Este cambio está asociado a la recuperación de los principales componentes del producto desde el lado de la demanda, específicamente el consumo de los hogares y la formación bruta de capital. El repunte del ingreso disponible de los hogares, impulsado por el aumento de las remesas hacia Colombia y un mercado laboral sólido, con niveles del desempleo históricamente bajos, ha contribuido positivamente al desempeño observado². Sin embargo, persisten riesgos relevantes: el déficit fiscal continúa mostrando tonalidades rojas, principalmente por el aumento del gasto en intereses y funcionamiento. Además, la inflación registró un repunte en el tercer trimestre de 2025, lo que sugiere una convergencia más lenta hacia la meta establecida por el Banco de la República³.

La dinámica de las variables macroeconómicas impulsó una recuperación moderada en los indicadores del ciclo y de riesgo de crédito. En particular, las tonalidades del crecimiento de la cartera y del auge del crédito⁴ reflejan una expansión real en los saldos de cartera de los establecimientos de crédito (EC) a partir de mayo del 2025. Esta tendencia ha sido favorecida por la mejora en el ingreso de los hogares y el mayor dinamismo económico, lo que ha contribuido a la reducción de la cartera vencida⁵ y riesgosa⁶, que se ha traducido en una recuperación en la calidad de la cartera. En este contexto, el indicador de calidad por mora (ICM)⁷ y el indicador de calidad por riesgo (ICR)⁸ presentan niveles inferiores a los observados en 2023 y 2024.

¹ Los detalles técnicos sobre la interpretación, la construcción y las variables empleadas en el mapa se presentan en el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2017.

² Véase el *Reportes del Mercado Laboral - Mejor desempeño del empleo asalariado y análisis del mercado laboral colombiano en el contexto latinoamericano*.

³ Véase el *Informe de Política Monetaria* de octubre de 2025.

⁴ El indicador de auge de crédito permite medir las fases expansivas y contractivas del ciclo crediticio. Se define como la suma entre el crecimiento real anual de la cartera per cápita y su componente cíclico. Registros altos del indicador implican fases expansivas, mientras que registros bajos reflejan fases contractivas.

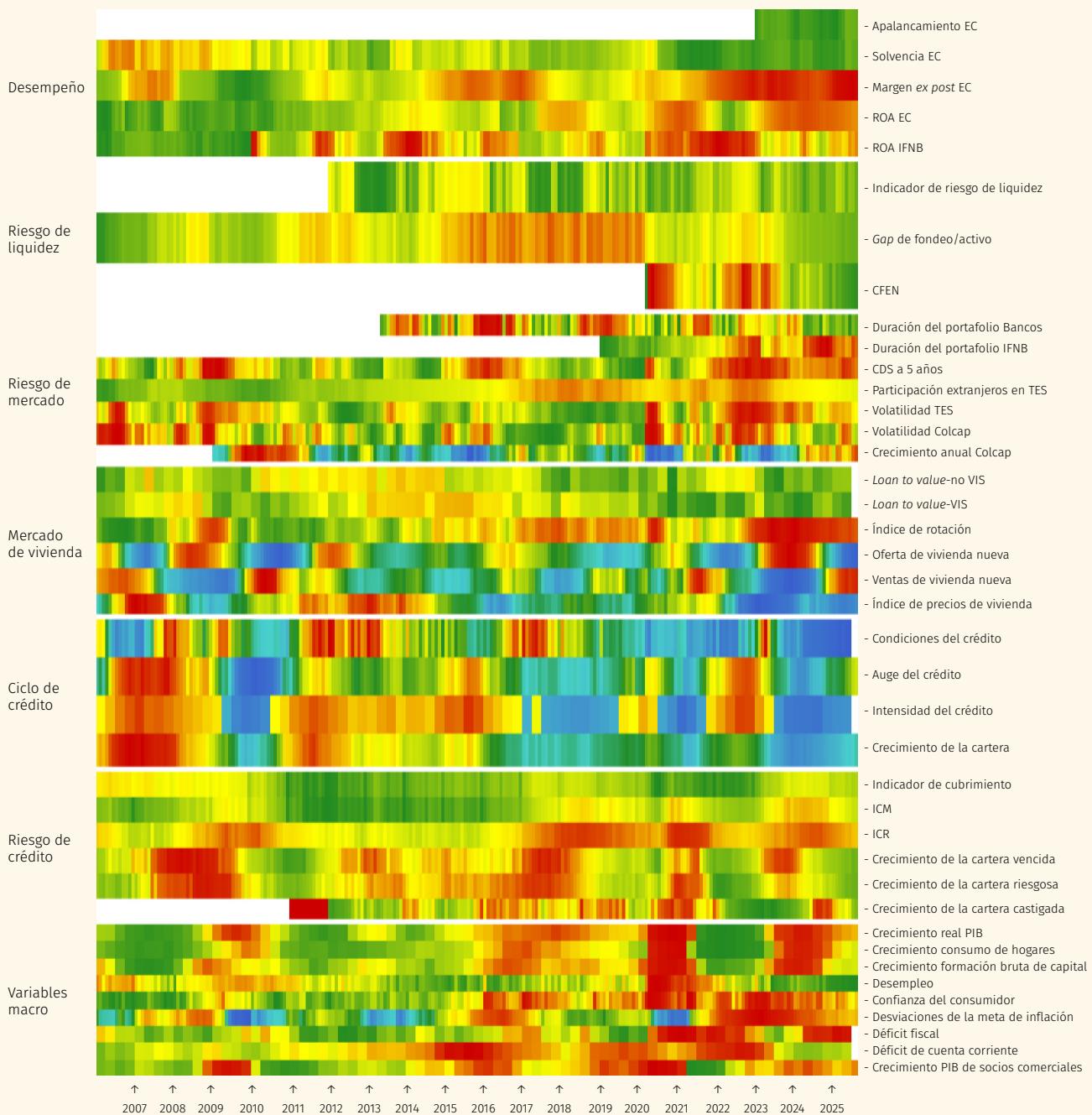
⁵ Definida como la cartera con mora superior a 30 días.

⁶ Definida como la cartera con una calificación diferente de A.

⁷ Definido como la razón de la cartera con mora superior a 30 días y la cartera total.

⁸ Definido como la razón de la cartera con una calificación diferente de A y la cartera total. La calificación cuenta con cinco categorías que van de la A a la E, siendo A la de mejor calidad.

Gráfico S1.1
Mapa de riesgos del sistema financiero colombiano



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, DANE, Fedesarrollo, Bloomberg, La Galería Inmobiliaria y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

El menor deterioro de la cartera ha permitido una reducción en los gastos por provisiones, lo que ha fortalecido los indicadores de desempeño de los EC. En particular, el ROA⁹ se acerca a niveles cercanos a su promedio histórico. Sin embargo, la tasa activa implícita continúa disminuyendo, por lo que el margen ex post mantiene una tendencia decreciente con tonalidades rojas. Adicionalmente, los EC presentan niveles de solvencia holgados respecto al mínimo regulatorio.

9 El ROA se calcula como la razón entre la utilidad acumulada de los últimos doce meses de los EC y el valor de su activo total.

Respecto al riesgo de mercado, si bien algunas variables han mostrado señales de recuperación asociadas a condiciones financieras externas más laxas y a un mayor apetito por riesgo hacia economías emergentes¹⁰, varios indicadores siguen reflejando vulnerabilidades. En particular, aunque se observa una reducción de los CDS a 5 años, estos últimos permanecen en niveles relativamente altos frente a otros países de la región (excluyendo Brasil) y siguen expuestos a presiones al alza derivadas, principalmente, de la evolución del déficit fiscal y de las condiciones de financiamiento externo. Además, persisten vulnerabilidades asociadas a la composición de la demanda por TES: la menor participación de inversionistas extranjeros ha sido compensada por un aumento en las tenencias de agentes locales. Este cambio incrementa los vínculos y exposiciones comunes entre los EC y las instituciones financieras no bancarias (IFNB), fortaleciendo los canales de transmisión de choques entre ambos segmentos y configurando una posible fuente de fragilidad¹¹. Por último, los bancos presentan una duración baja y estable en su portafolio¹², con menor sensibilidad a cambios en las tasas de interés, mientras que las IFNB presentan una duración más alta, acorde con su estrategia de inversión de largo plazo.

En el mercado de vivienda se evidencia un desbalance entre la oferta y la demanda de vivienda nueva¹³. Las ventas de vivienda han presentado un crecimiento acelerado en lo corrido del año, sin embargo, aún se mantienen por debajo de los niveles observados antes de la pandemia. Este comportamiento contrasta con una disminución en la oferta disponible, asociada a una reducción en los inventarios, que alcanzaron máximos históricos el año anterior. En el mediano plazo, esta dinámica podría favorecer la recuperación de los precios de vivienda y del índice de rotación¹⁴. Cabe destacar que la rápida disminución en la oferta responde al bajo nivel de iniciaciones y lanzamientos, lo cual debe seguir siendo monitoreado.

Por último, los indicadores de riesgo de liquidez de los EC se mantienen niveles robustos, reflejados en las tonalidades verdes. Tanto el indicador de riesgo de liquidez (IRL) como el coeficiente de fondeo estable neto (CFEN) evidencian colchones adecuados para la intermediación en los horizontes de corto y mediano plazo.

En conjunto, la evolución del mapa de calor durante 2025 refleja un fortalecimiento gradual de la actividad económica y del sistema financiero, con mejoras visibles en los indicadores de crecimiento, calidad de la cartera, rentabilidad y solvencia. No obstante, el entorno macroeconómico continúa enfrentando riesgos derivados tanto por el contexto interno como por el externo, que podrían afectar los mercados financieros locales en caso de materializarse. En ese sentido, con el fin de preservar la estabilidad financiera, resulta esencial mantener un monitoreo cercano de los riesgos, en particular aquellos relacionados con el riesgo de mercado, principalmente la interconexión entre los EC e IFNB dada la mayor participación de estos agentes locales en el mercado de deuda pública.

10 Véase el *Reporte de Mercados Financieros* del tercer trimestre de 2025.

11 Se profundizará en el capítulo 1 del presente *Reporte*.

12 La serie se encuentra ajustada por la posición de los bancos en el mercado de *non-delivery forwards* (NDF).

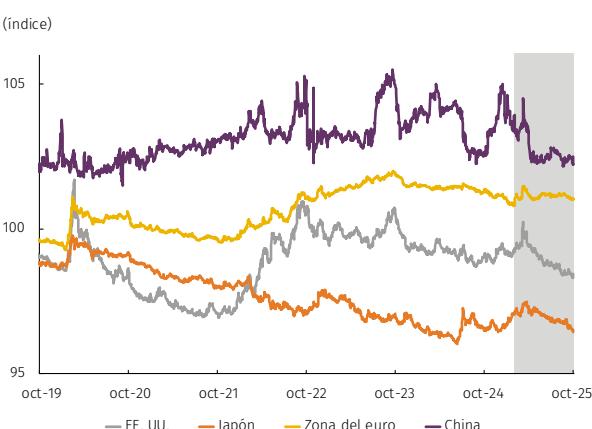
13 Véase el *Informe especial de estabilidad financiera. Análisis de la cartera y del mercado inmobiliario en Colombia* de septiembre de 2025.

14 Definido como la razón entre la oferta disponible mensual y el promedio trimestral de las ventas.

1. Entorno macrofinanciero

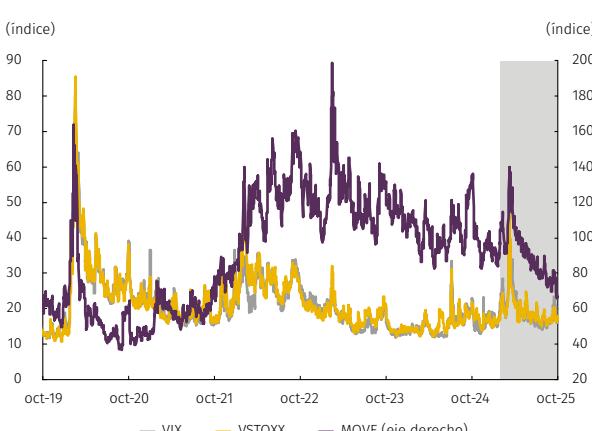
Gráfico 1.1

A. Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs



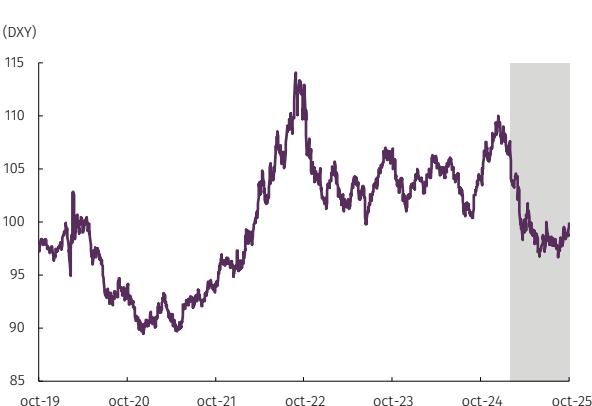
Nota: los valores más altos de este índice indican condiciones financieras más restrictivas, mientras que los valores más bajos indican condiciones financieras más laxas.
Fuente: Bloomberg.

B. Volatilidad de los mercados



Nota: las series VIX y VSTOXX se definen como la volatilidad esperada a 30 días del S&P500 y del EURO STOXX 50, respectivamente. La serie MOVE indica la volatilidad implícita de los bonos del Tesoro de EE. UU. a corto plazo.
Fuente: Bloomberg.

C. Índice del dólar (DXY)



Nota: la serie DXY es un indicador que mide el valor del dólar estadounidense frente a una cesta ponderada de seis divisas. Un nivel más bajo del índice refleja una mayor debilidad del dólar frente a esta canasta de divisas, mientras que un nivel más alto indica una mayor fortaleza del dólar en comparación con dichas monedas.
Fuente: Bloomberg.

Entorno macroeconómico.

Los mercados y las condiciones financieras globales han mostrado señales de recuperación frente a los niveles observados durante el primer semestre de 2025. Sin embargo, la incertidumbre en torno a los impactos de la política arancelaria estadounidense, sumada a la persistencia de conflictos geopolíticos y a las presiones fiscales, podrían intensificar el riesgo de mercado. La recuperación de los precios de los activos a nivel global, junto con la tendencia de depreciación del dólar, han contribuido a relajar las condiciones financieras globales y a disminuir la volatilidad (Gráfico 1.1, paneles A y B). No obstante, el contexto de mayor incertidumbre fiscal, comercial y geopolítica incrementa la probabilidad de ocurrencia de movimientos adversos en los mercados y en los precios de ciertos bienes y activos, lo que amplía los riesgos para la economía y el sistema financiero global. En particular, medidas que afecten el comercio de bienes y servicios desde y hacia Colombia, así como mayores restricciones financieras que profundicen las presiones fiscales, podrían impactar negativamente el crecimiento económico, la inflación y la percepción de riesgo país. Esto, a su vez, podría deteriorar el desempeño de los activos locales, generando pérdidas para las entidades financieras con exposición a los activos afectados.

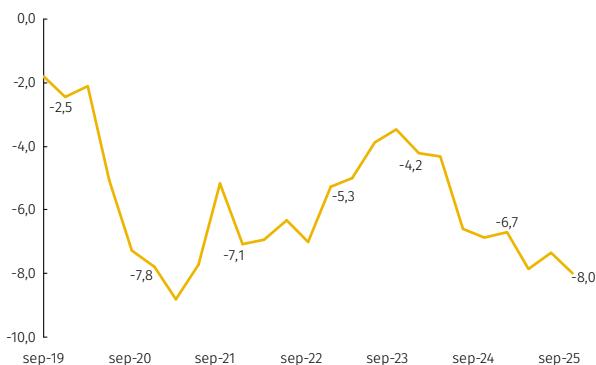
Durante 2025, el dólar ha mostrado una tendencia de depreciación, lo que podría tener efectos relevantes sobre las condiciones financieras locales. Este comportamiento (Gráfico 1.1, panel C) se ha dado en medio de crecientes preocupaciones por la incertidumbre en la política fiscal y arancelaria estadounidense, mientras los inversionistas internacionales reconsideran sus posiciones en dólares ante posibles ajustes en el entorno global. Por su parte, el incremento en los diferenciales de tasas de interés local y externa ha aumentado el atractivo de los mercados emergentes, favoreciendo el ingreso de capitales de corto plazo, mientras que algunos inversionistas de largo plazo han comenzado a reducir su exposición. No obstante, una reversión abrupta en esta tendencia del dólar podría representar un riesgo para los mercados financieros, con posibles efectos en los flujos de capital y en las condiciones del mercado cambiario local. Estos factores también podrían generar presiones sobre la liquidez, el acceso a financiamiento externo y el costo de cobertura cambiaria. En este contexto, resulta fundamental monitorear la exposición cambiaria tanto del sistema financiero como de sus deudores, quienes podrían enfrentar vulnerabilidades ante movimientos adversos en el tipo de cambio.

Por su parte, las políticas comerciales restrictivas adoptadas por Estados Unidos (EE. UU.) han deteriorado las expectativas económicas globales. Aunque Colombia enfrenta aranceles relativamente bajos en comparación con otras jurisdicciones, su impacto sobre las empresas vinculadas al comercio internacional aún es incierto. Tal como se anticipaba en el Reporte de

Gráfico 1.1

D. Balance fiscal anualizado de Colombia

(porcentaje del PIB)

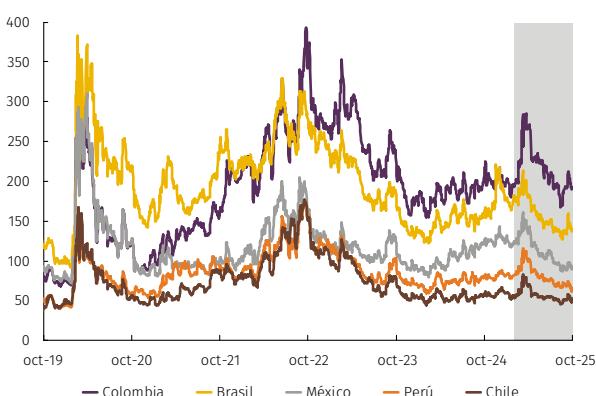


Nota: la serie corresponde al balance fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) anualizado.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

E. CDS a cinco años en Latinoamérica

(puntos básicos)



Nota: la prima de riesgo se mide con los Credit Default Swaps (CDS) a cinco años de Colombia y sus economías pares. Estos títulos son derivados financieros diseñados para transferir la exposición al riesgo crediticio de un título de deuda a la contraparte, a cambio del pago de una prima. Una mayor prima refleja un mayor riesgo de crédito del país emisor.

Fuente: Bloomberg.

Estabilidad Financiera del primer semestre de 2025, el anuncio de políticas comerciales restrictivas por parte de EE. UU. generó efectos negativos en las expectativas y el desempeño de la actividad económica e inflación en la mayoría de los países afectados. En respuesta, la economía global ha comenzado a ajustarse a un entorno marcado por un mayor proteccionismo y fragmentación, con perspectivas de crecimiento moderadas en el mediano plazo, lo que ha exigido una recalibración de las políticas macroeconómicas en diversas jurisdicciones. A pesar de que se concretaron acuerdos entre EE. UU. y varios de sus socios comerciales, los aranceles continúan siendo elevados respecto a los de años anteriores. Si bien las exportaciones colombianas fueron gravadas con el menor porcentaje de arancel impuesto por EE. UU. (10%), el efecto sobre las firmas aún es incierto. Un escenario adverso de mayores aranceles específicos para el país podría traducirse en menores ingresos para las empresas que participan en mercados internacionales, con posibles repercusiones en su capacidad de pago y en el aumento de la morosidad de sus créditos con el sistema financiero local¹. No obstante, las firmas podrían implementar acciones estratégicas orientadas a sustituir exportaciones entre destinos, lo que contribuiría a una mayor diversificación.

El elevado endeudamiento y los persistentes déficits fiscales continúan presionando al alza los costos de financiamiento para los gobiernos a nivel global². En respuesta, muchos países³, incluido Colombia, han recurrido a una mayor emisión de bonos soberanos, lo que ha mantenido elevados los niveles de deuda pública. En el contexto local, el deterioro en las expectativas fiscales ha incrementado la percepción de riesgo. En Colombia, el déficit fiscal acumulado en los últimos 12 meses alcanzó en septiembre el 8% del PIB (Gráfico 1.1, panel D), lo cual podría representar el nivel más alto desde el inicio de la pandemia en 2020. Además, la proyección para 2025 fue revisada al alza en el Marco Fiscal de Mediano Plazo y confirmada en el Plan Financiero del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), al pasar de 5,1% al 7,1% del PIB. Adicionalmente, en junio de 2025 se activó la “cláusula de escape” de la regla fiscal por un período de tres años⁴. Estos factores han contribuido al aumento de la prima de riesgo frente a economías pares (Gráfico 1.1, panel E), y derivaron en la rebaja de la calificación crediticia de Colombia, lo que a su vez provocó la pérdida del grado de inversión para los títulos de deuda pública local, al contar con dos de tres calificadoras por debajo de este umbral⁵. Además, la evaluación del Artículo IV

-
- 1 Para mayor detalle véase el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025.
 - 2 Según el *Fiscal Monitor* publicado por el FMI en abril, se proyecta un déficit fiscal global equivalente al 5,1 % del PIB mundial. Esto representa un incremento de 10 puntos básicos (pb) con respecto a la cifra de 2024.
 - 3 Para mayor detalle véase el *Global Financial Stability Report* de octubre de 2025 publicado por el FMI en octubre.
 - 4 La “cláusula de escape” está prevista en el Título V, artículo 5 de la Ley 2155 de 2021, que permite un desvío temporal de las metas fiscales en situaciones extraordinarias.
 - 5 El 26 de junio de 2025, las agencias Moody's y S&P rebajaron la calificación soberana de Colombia. Además, la decisión de S&P implicó la pérdida del grado de inversión en moneda local (Fitch ya había retirado el

del FMI para Colombia señaló que la política y marco fiscal se han debilitado considerablemente, lo que llevó a la suspensión de la Línea de Crédito Flexible (LCF) por parte del FMI⁶. Si bien gran parte de la deuda ha sido financiada mediante inversionistas locales, lo que, junto con el nivel adecuado de reservas internacionales y los moderados desequilibrios externos, reduce la vulnerabilidad ante choques externos⁷, esta dinámica también genera riesgos, como una creciente interdependencia entre el sector financiero y el soberano. Ante el deterioro fiscal, el Gobierno Nacional adoptó medidas para atender sus necesidades de financiamiento y liquidez, tales como mayores emisiones, operaciones de canje y acuerdos con bancos extranjeros. Aunque estas estrategias buscan aliviar las presiones en el corto plazo, también podrían intensificar los riesgos en el mercado de deuda pública y generar distorsiones en los precios de algunos mercados, aspectos que, en conjunto, podrían afectar la estabilidad financiera, dada la alta exposición del sistema a estos instrumentos.

En los últimos meses, la economía colombiana ha mantenido una senda de crecimiento positivo, impulsada por un mayor dinamismo del consumo y una recuperación parcial de la inversión. La inflación venía ajustándose en línea con la postura de política monetaria del Banco de la República. No obstante, en los últimos meses se ha observado una inflación particularmente persistente. Los riesgos asociados a la incertidumbre tanto local como global pueden incidir en la dinámica del crecimiento, la inflación y la tasa de interés de política monetaria. El producto interno bruto (PIB) mantiene una trayectoria de expansión, con un crecimiento real desestacionalizado del 2,9% en lo corrido de 2025 y una proyección del 2,6% para el cierre del año⁸. Sin embargo, persisten comportamientos heterogéneos a nivel sectorial. En particular, el sector de explotación de minas y canteras, así como el de construcción, registraron contracciones reales. Por el lado del gasto, se destaca la aceleración de la inversión, que creció un 5,6 % en lo corrido de 2025, lo cual representa una recuperación parcial frente a las contracciones observadas en 2023 y comienzos de 2024. Asimismo, el consumo de los hogares aumentó 3,9%, impulsado por una mayor disposición de los hogares por consumir, favorecida por la resilencia del mercado laboral⁹, una mayor oferta de crédito y el crecimiento histórico de las remesas¹⁰. Por su parte, en el tercer trimestre la inflación subió y fue mayor a la esperada. En octubre de 2025 se ubicó en 5,5%, por encima de la meta del 3,0 % establecida por la Junta Directiva. El equipo técnico del Emisor proyecta que la inflación total cerrará en 5,1 % este año y convergerá gradualmente hacia 3,6% en 2026. Este ritmo más lento de reducción de la inflación podría llevar a que las tasas de interés se mantengan en niveles elevados por un periodo más prolongado. La dinámica de la actividad económica, la trayectoria de la inflación y de la tasa

grado de inversión en moneda local y externa en 2021). Para mayor detalle véase el *Reporte de Mercados Financieros del II trimestre de 2025*.

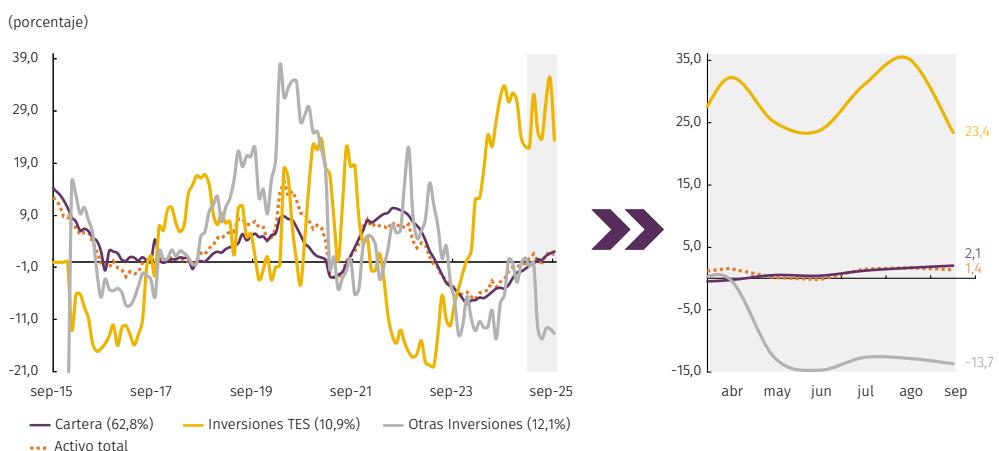
- 6 El 26 de abril de 2025, el FMI decidió suspender la LCF que había sido aprobada en abril de 2024 por un período de dos años. En consecuencia, el 30 de septiembre de 2025, las autoridades colombianas anunciaron la cancelación del acuerdo correspondiente. Esta decisión se adoptó en un contexto de adecuada liquidez internacional para el país y no afecta el último desembolso pendiente, previsto para diciembre de 2025, el cual se ejecutará conforme a lo establecido.
- 7 En el segundo trimestre de 2025, el déficit en cuenta corriente fue de 2,5% del PIB, un nivel que se encuentra por debajo de los observados incluso en el período prepandemia. Por su parte, a septiembre de 2025, las reservas internacionales netas alcanzaron USD 65.823 millones (m), con un crecimiento anual de 3,5 %.
- 8 La proyección de crecimiento de 2,6% es anticipada por el equipo técnico del Banco de la República en el *Informe de Política Monetaria de octubre de 2025*.
- 9 Con corte a agosto de 2025, la tasa de desempleo nacional desestacionalizada continuó mostrando una tendencia decreciente, alcanzando el 8,8 %. El equipo técnico del Banco de la República proyecta una tasa de desempleo de 9,0% como valor más probable para diciembre de 2025.
- 10 Entre enero y septiembre, los giros de trabajadores en el exterior sumaron US 9.762 m, lo que representó un incremento del 12,5% frente al mismo período del año anterior. Este dinamismo ha contribuido a la apreciación del tipo de cambio, al tiempo que ha intensificado las presiones de demanda interna.

de política monetaria del Banco de la República continúan enfrentando una incertidumbre asociada, principalmente, a la política comercial global, los conflictos geopolíticos, la evolución de la tasa de cambio y una eventual materialización del deterioro fiscal.

Situación actual del sistema financiero

En un entorno caracterizado por un mayor dinamismo económico y una inflación persistente, desde mediados del segundo trimestre de 2025 el activo agregado de los establecimientos de crédito (EC)¹¹ registra un crecimiento real anual positivo, tras dos años consecutivos de contracciones. Este repunte se explica principalmente por la recuperación de la cartera crediticia y el incremento de las inversiones en títulos de deuda pública (TES). Desde mayo de 2025, la cartera de los EC registra un crecimiento real anual positivo en un entorno de menores tasas de interés para los créditos y de mayor dinamismo de la actividad económica, asociado al fortalecimiento del consumo y la recuperación gradual de la inversión. Por su parte, las inversiones en TES mantuvieron su dinámica de crecimiento sostenido, reflejo de la preferencia de los EC por estos activos, especialmente por parte de los bancos. La posición compradora de estas entidades ha estado impulsada por las expectativas de valorización de los TES, en un contexto de diversas operaciones de manejo de deuda, así como por las tasas de interés elevadas de estos títulos, que ofrecen retornos atractivos. A esto se suma la mayor demanda de contratos *non-delivery forward* (NDF) de TES por parte de inversionistas extranjeros, que ha llevado a los bancos, principales contrapartes en estas operaciones, a aumentar sus tenencias de TES en el mercado de contado como una estrategia de cobertura¹². En conjunto, estos factores explicaron el crecimiento del activo total, que ascendió a COP 1.093,8 billones (b) (64,1% del PIB de 2024) en septiembre de 2025 (Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2
Crecimiento real anual del activo y sus principales componentes

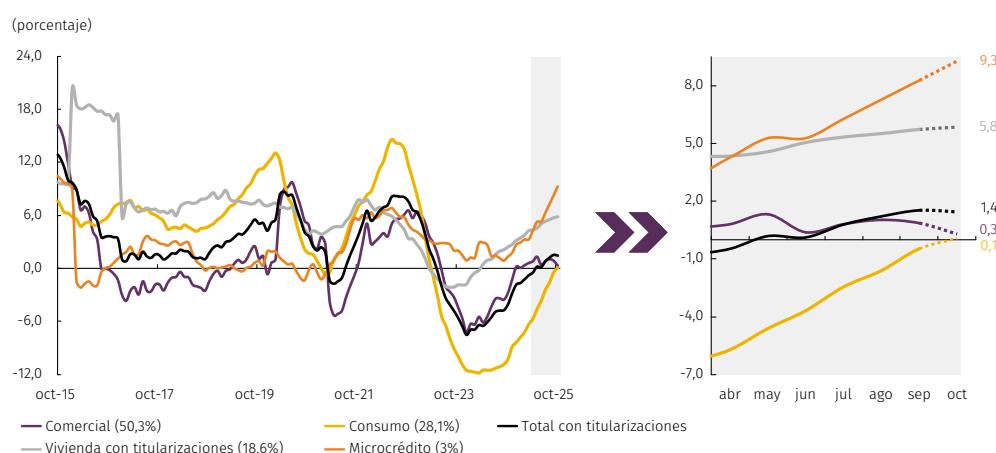


11 De acuerdo con la SFC, se consideran EC aquellas instituciones financieras cuya función principal consiste en la captación en moneda legal de recursos del público en forma de depósitos a la vista o a término para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos, inversiones u otras operaciones activas. Dentro de este grupo se encuentran los bancos, las compañías de financiamiento (CFC), las corporaciones financieras (CF) y las cooperativas financieras.

12 Esto se desarrolla con mayor detalle más adelante en el capítulo. Para más información, véase el *Reporte de Mercados Financieros (II trimestre de 2025)*.

La cartera mostró una recuperación generalizada, aunque con diferentes velocidades entre modalidades, en un entorno de menor morosidad. Mientras que las carteras de vivienda y microcrédito continuaron acelerándose, la comercial comenzó a registrar tasas de crecimiento reales anuales positivas desde diciembre de 2024, aunque aún se mantienen en niveles cercanos a cero (Gráfico 1.3). Esto se relaciona con la persistencia de bajos niveles de inversión en algunos sectores económicos. Por su parte, la modalidad de consumo sigue presentando tasas de crecimiento negativas, aunque mantiene una trayectoria de recuperación que la acerca al terreno positivo. Estas dinámicas impulsaron la recuperación de la cartera total, que ascendió a COP 743,9 b (43,6 % del PIB de 2024)¹³. En paralelo, el indicador de calidad por mora (ICM)¹⁴ disminuyó en todas las modalidades, especialmente en microcrédito y consumo (Gráfico 1.4). Los ICM de las carteras comercial y de vivienda mostraron reducciones más moderadas, debido a que el saldo de la cartera vencida en estas modalidades aún no disminuye con la misma velocidad observada en las demás.

Gráfico 1.3
Crecimiento real anual de la cartera total y por modalidades



Nota 1: Las series de cartera corresponden a la cartera bruta, que incluye provisiones.

Nota 2: las líneas punteadas se elaboraron con información semanal del formato 281 de la Superintendencia Financiera de Colombia (septiembre de 2025), que reporta las principales cuentas de balance de los establecimientos de crédito. Por ello, los valores pueden diferir ligeramente de los registrados en los balances oficiales.

Nota 3: el saldo de la cartera de vivienda incluye al Fondo Nacional del Ahorro, que representa el 10,3%.

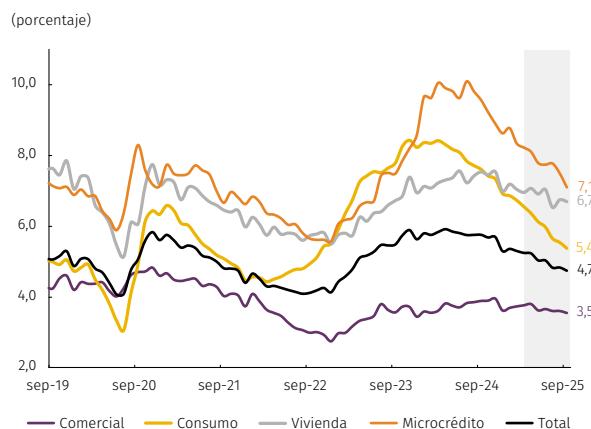
Nota 4: los crecimientos reales se calcularon utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Nota 5: en paréntesis se presenta la participación de las modalidades de crédito en la cartera total.

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

-
- 13 Del total de COP 739,6 b, el 4 % se encuentra en moneda extranjera y el restante en moneda local. La participación de la cartera en moneda extranjera sobre la total se ha mantenido relativamente estable desde 2023. A agosto de 2025, la cartera en moneda extranjera, que se concentra principalmente en la modalidad comercial, creció 0,6 % en términos reales. Este crecimiento se financia principalmente con recursos obtenidos por los EC locales de entidades en el extranjero. Para mayor detalle sobre la evolución reciente de las líneas de crédito en moneda extranjera del sistema bancario colombiano, véase el informe *Evolución reciente del endeudamiento externo de los bancos colombianos*.
- 14 El indicador de calidad por mora se calcula como la razón entre la cartera vencida (créditos con más de 30 días de atraso) y la cartera bruta total.

Gráfico 1.4
Indicador de calidad por mora e indicador de calidad por mora + castigos de los establecimientos de crédito



Nota 1: el indicador de calidad por mora se calcula como la razón entre la cartera vencida (créditos con más de 30 días de atraso) y la cartera bruta total.

Nota 2: el indicador de calidad por mora de vivienda difiere del reportado por la Superintendencia Financiera de Colombia, ya que esta solo considera las cuotas vencidas entre uno y cuatro meses, mientras aquí se incluye todo el capital del crédito. Además, se incorpora el Fondo Nacional del Ahorro.

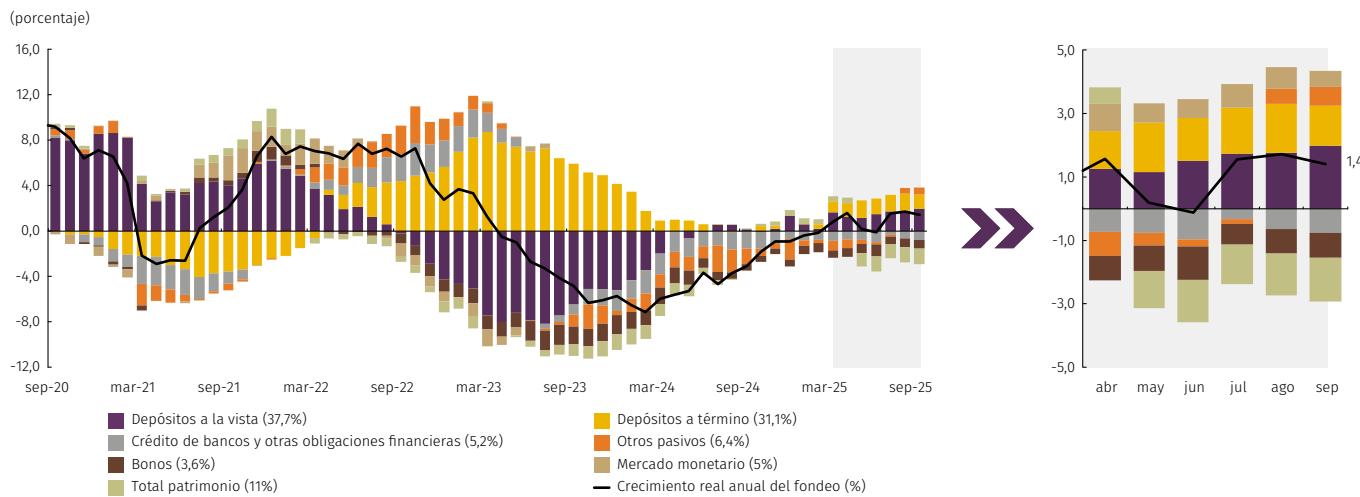
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Se espera que la cartera continúe su senda de recuperación para lo que resta de 2025 y a lo largo de 2026, contribuyendo al crecimiento del activo total. Según los resultados del *Reporte de la situación del crédito en Colombia* del Banco de la República de septiembre de 2025, los EC percibieron un aumento en los indicadores agregados de demanda y oferta de crédito durante el tercer trimestre de 2025, y anticipan que esta tendencia se mantendrá en el siguiente trimestre. Asimismo, se observó una postura menos restrictiva por parte de los EC para el otorgamiento de nuevos préstamos. Por su parte, la percepción de acceso al crédito por parte del sector productivo se mantuvo en terreno positivo, lo que refleja una valoración favorable sobre la disponibilidad de financiamiento. Estos factores, junto con el crecimiento positivo de los desembolsos de crédito, que se observa desde finales de 2024, sugieren que la recuperación de la cartera continuará en los próximos meses. En particular, las proyecciones indican que la cartera seguirá registrando crecimientos reales anuales positivos durante lo que resta de 2025 y a lo largo de 2026, pese a una menor velocidad en la reducción de las tasas de interés de los desembolsos, acorde con la dinámica de la tasa de interés de política. Esta evolución contribuiría a que el activo total mantenga su trayectoria de crecimiento.

El crecimiento de la cartera fue financiado principalmente mediante depósitos a término y a la vista. Ante la expectativa de que esta expansión continúe, es importante que los EC cuenten con fuentes de recursos suficientes para financiarla y mantener niveles adecuados de liquidez. Desde enero de 2025, los depósitos a término han contribuido significativamente al crecimiento del fondeo (pasivo y patrimonio) de los EC, luego de que su variación pasara del -0,2% en diciembre de 2024 al 4,1% en septiembre de 2025 (Gráfico 1.5). Este comportamiento es similar, aunque en menor magnitud, al observado en los depósitos a la vista. Se espera que los EC sigan contando con fuentes de fondeo estables que les permitan sostener la expansión de la cartera y mantener niveles adecuados de liquidez¹⁵.

15 Véase el Recuadro 2 de este Reporte.

Gráfico 1.5
Crecimiento real anual del fondeo y contribución al crecimiento de sus componentes



Nota 1: en paréntesis se encuentra la participación de cada rubro en el fondeo (pasivo + patrimonio).

Nota 2: los depósitos a término incluyen CDT y CDAT.

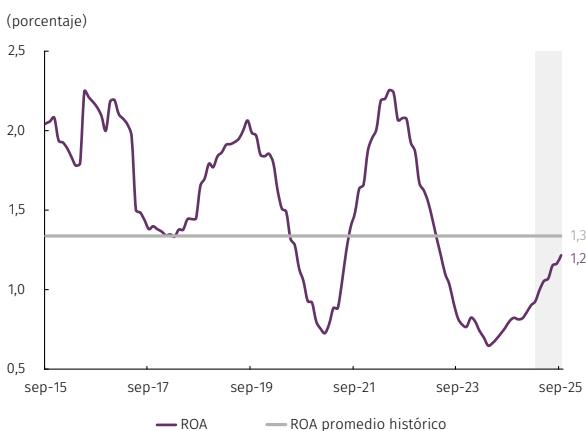
Nota 3: el rubro de otros pasivos incluye cuentas por pagar y bonos convertibles en acciones.

Nota 4: el crecimiento real anual del fondeo se calcula utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Nota 5: la caída en la contribución del patrimonio al crecimiento del fondeo se explica por la transferencia de reservas y otros elementos patrimoniales de Bancolombia al Grupo Cibest.

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

Gráfico 1.6
Rentabilidad del activo agregada

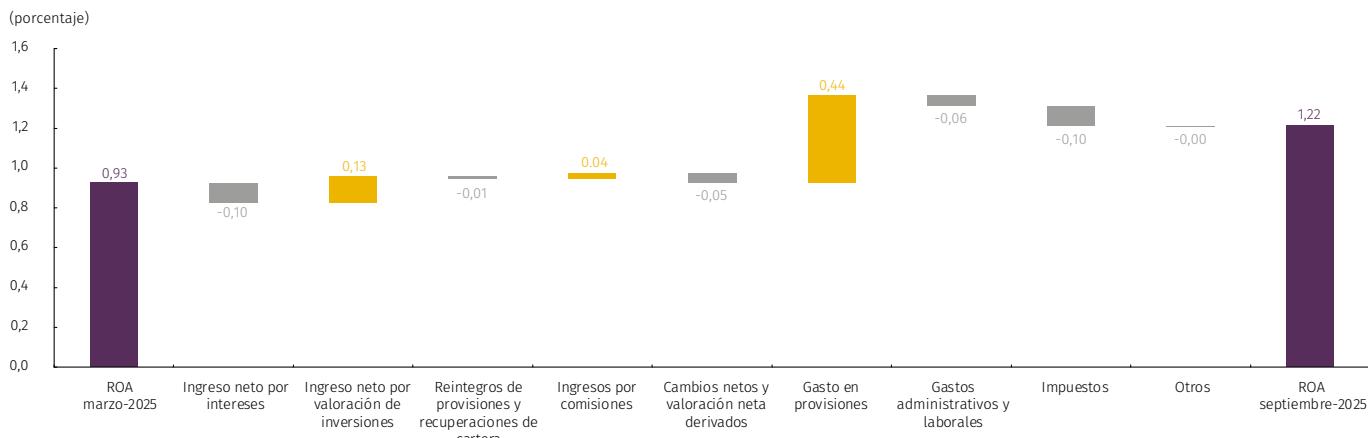


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República

La rentabilidad agregada de los EC aumentó, impulsada por el mayor crecimiento de la cartera, la reducción en su deterioro y las valorizaciones de los TES, aunque se observaron diferencias entre entidades. Entre marzo y septiembre de 2025, la rentabilidad del activo (ROA)¹⁶ de los EC continuó su tendencia de recuperación al aumentar 29 pb, acercándose cada vez más a niveles similares al promedio histórico (Gráfico 1.6). La mejora en la calidad de la cartera, acorde con la reducción de la morosidad, permitió a las entidades reducir su gasto en provisiones por cartera deteriorada, lo que contribuyó significativamente al aumento del ROA (Gráfico 1.7). Asimismo, los ingresos por valoración de inversiones, principalmente de TES, impactaron positivamente esta dinámica, aunque en menor magnitud. A nivel individual, el número de EC con pérdidas anualizadas se redujo entre septiembre de 2024 y 2025, al pasar de 28 entidades a 18, las cuales representan el 11,3 % de la cartera total. En la medida en que se mantenga la recuperación de la cartera, en un entorno de menor riesgo de crédito, se espera que la rentabilidad continúe aumentando.

16 El ROA se calcula como la razón entre la utilidad acumulada de los últimos doce meses de los EC y el valor de su activo total.

Gráfico 1.7
Descomposición del ROA

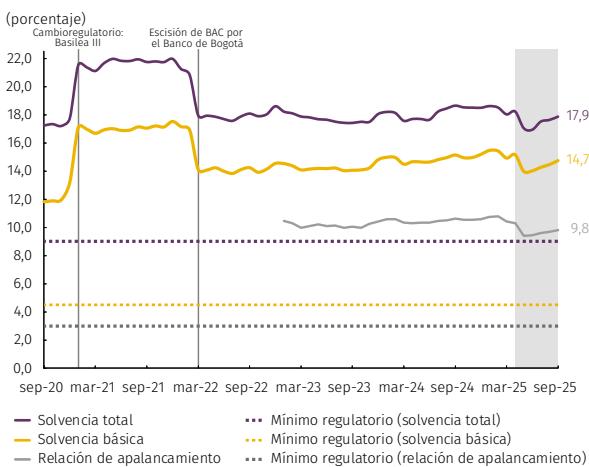


Nota 1: las tonalidades grises (amarillas) indican un aporte negativo (positivo) al ROA.

Nota 2: el rubro "Otros" incluye ingresos netos por operaciones en el mercado monetario y por participaciones de capital.

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

Gráfico 1.8
Indicadores de solvencia a nivel agregado



Nota 1: la solvencia total (básica) se calculan como la razón entre el patrimonio técnico (patrimonio básico ordinario neto de deducciones) calculado y el valor de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio, de mercado y operacional.

Nota 2: Desde 2024, los límites regulatorios, incluyendo el colchón de conservación son de 10,5%, 7,5% y 6,0% para la solvencia total, básica adicional y básica, en su orden. Las entidades sistémicas deben cumplir con un 1% adicional. El incumplimiento de los colchones no implica insolvenza.

Nota 3: La relación de apalancamiento se define como la suma del valor del patrimonio básico ordinario neto de deducciones y el patrimonio básico adicional sobre el valor de apalancamiento.

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

En este contexto de recuperación del balance y de la rentabilidad de los EC, sus niveles de capital se ubicaron ampliamente por encima de los mínimos regulatorios, lo que respalda su capacidad para absorber eventuales choques. Tras la leve reducción de las relaciones de solvencia total¹⁷ y básica¹⁸ en mayo de 2025, estas aumentaron 82,0 pb y 76,7 pb, respectivamente (Gráfico 1.8)¹⁹. Este incremento se explicó por la reducción de los activos ponderados por nivel de riesgo, en un entorno de menor morosidad de la cartera y mayores inversiones en títulos TES. A nivel individual, se observó una mejora generalizada en el indicador de solvencia total: a septiembre de 2025 todas las entidades registraron un nivel superior al 11 % (Gráfico 1.9). Estos resultados reflejan la solidez patrimonial del sistema y su capacidad para enfrentar escenarios de estrés.

Las perspectivas de desempeño favorable presentadas en esta sección están sujetas a incertidumbre debido a algunos factores que podrían afectar la dinámica económica local.

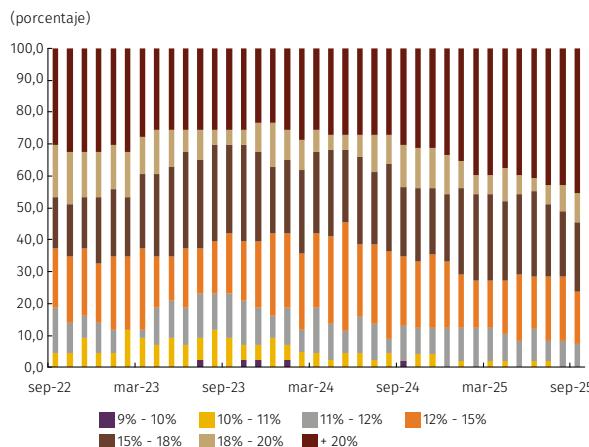
La recuperación prevista de la cartera podría verse afectada por una desaceleración de la inversión o el consumo, la evolución de la inflación y un potencial endurecimiento de las condiciones financieras locales, en un escenario de altas tensiones políticas y comerciales a nivel global, así como de crecientes presiones fiscales. Además, las presiones fiscales a nivel local podrían intensificar los riesgos en el mercado de

17 La solvencia total se define como la razón entre el patrimonio técnico calculado y el valor de los activos ponderados por riesgos crediticio, de mercado y operacional. El límite regulatorio correspondiente es del 9 %.

18 La solvencia básica se define como la razón entre el patrimonio básico ordinario, neto de deducciones, y el valor de los activos ponderados por riesgos crediticio, de mercado y operacional. El límite regulatorio es del 4,5 %. Este indicador refleja la capacidad de las entidades para absorber pérdidas inesperadas, considerando su capital de mayor calidad.

19 La caída en las relaciones de solvencia total y básica se explicó por la transferencia de reservas y otros elementos patrimoniales de Bancolombia al Grupo Cibest.

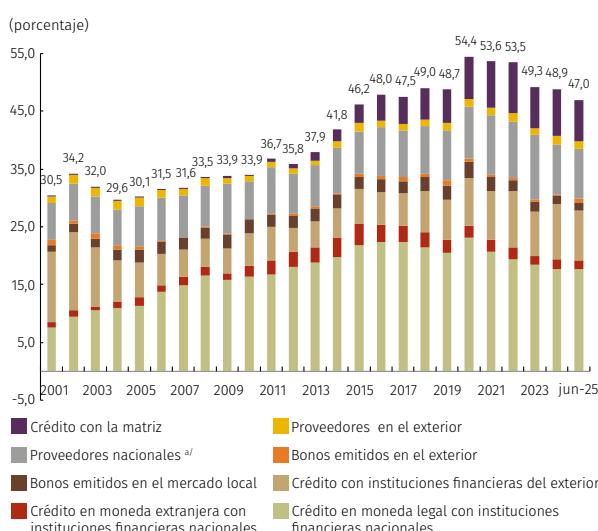
Gráfico 1.9
Distribución de la relación de solvencia total



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

Gráfico 1.10

A. Sector corporativo privado



^{a/} Solo incluye la información de las empresas que reportan estados financieros a la Superintendencia de Sociedades. En el año 2016, todas las empresas registraron sus estados financieros utilizando las NIIF, lo cual no permitió la identificación del saldo de deuda con proveedores nacionales. Por ende, para aproximar el dato de estas empresas se calculó, para las firmas que registraron utilizando el PUC entre 2007 y 2015, el porcentaje promedio en este periodo que los proveedores de corto y largo plazo representaron del pasivo corriente y no corriente, respectivamente, y se supuso un porcentaje igual para las entidades que presentaron estados financieros a partir de 2016. Debido a que aún no se han publicado los estados financieros de 2022, se utiliza el crecimiento anual del PIB para proyectar el valor de diciembre de 2022.

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

deuda pública y generar distorsiones en los precios de algunos activos, lo que impactaría el desempeño de las inversiones de los EC. En este sentido, las perspectivas descritas en la sección están sujetas a riesgos que podrían modificar los resultados y el desempeño esperados. En los siguientes apartes se analizan en detalle los riesgos que enfrentan las distintas modalidades de cartera, así como los riesgos de mercado y de liquidez.

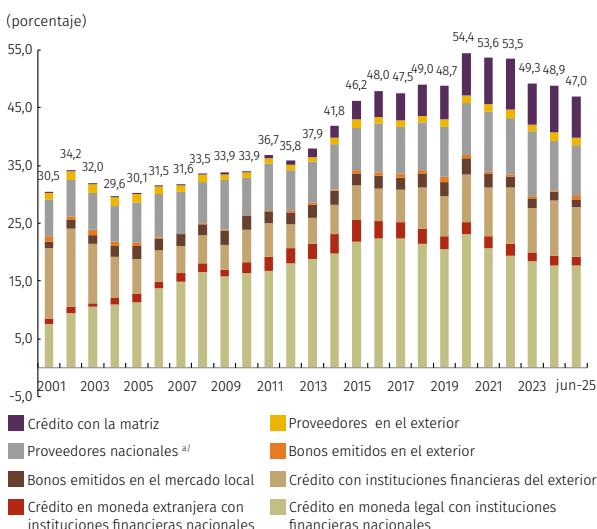
Evolución del endeudamiento y riesgo de crédito del sector corporativo

La deuda del sector corporativo como proporción del PIB disminuyó durante el primer semestre de 2025, en un contexto de apreciación del peso, lo que ha impactado favorablemente la deuda denominada en moneda extranjera. A junio de 2025, el endeudamiento total del sector corporativo representaba el 55,2% del PIB anual, nivel inferior a los registros históricos de la última década²⁰. Del total, el sector privado aportó 47 puntos porcentuales (pp), mientras que el sector público contribuyó con los 8,2 pp restantes. La disminución del indicador de las firmas privadas se explica principalmente por la apreciación del peso frente al dólar, la cual impactó la deuda denominada en moneda extranjera, especialmente los rubros de créditos con la matriz y con instituciones financieras en el exterior²¹. Adicionalmente, se observó una reducción de la deuda con proveedores nacionales, que mantuvo la tendencia decreciente observada desde el año anterior (Gráfico 1.10, panel A). Por su parte, el endeudamiento del sector público también se redujo, aunque en menor medida, debido al menor saldo de bonos en el exterior (revirtiendo la tendencia de 2024) y a la disminución de la deuda con entidades bilaterales y multilaterales (Gráfico 1.10, panel B). Junto con el efecto de la tasa de cambio, el comportamiento en los últimos años del endeudamiento de las empresas ha estado influenciado por otros factores estructurales como la sustitución de las fuentes de fondeo hacia otros instrumentos como las cuentas por pagar y otros pasivos, y no responde a un proceso de desapalancamiento financiero²². Hacia el futuro, un apretamiento en las condiciones financieras locales podría incidir en los costos de financiación externa y afectar negativamente el endeudamiento de las firmas, por ejemplo, a través de una depreciación del tipo de cambio o una menor disponibilidad de financiamiento externo hacia las firmas colombianas.

-
- 20 Entre el 2015 y el 2024, el endeudamiento del sector corporativo osciló entre el 63,9% y el 56,8%.
 - 21 Al estimar un escenario contrafactual en el que la tasa representativa del mercado (TRM) se hubiese mantenido en el valor de cierre de 2024 (COP 4.409 al 31 de diciembre de 2024 frente a COP 4.069 en junio de 2025), se encuentra que el endeudamiento total del sector corporativo privado se habría reducido en cerca de 0,36 pp en junio de 2025, lo que contrasta con la caída observada de 1,85 pp.
 - 22 Para un mayor detalle de los factores estructurales detrás de la caída del endeudamiento, ver Gómez, C.; Meneses-González, M. F.; Murcia, A.; Quicazán-Moreno, C.; Rozada, A.; Vargas-Herrera, H. (2024). "Some trends and patterns of firm financing in Colombia", Borradores de Economía, núm. 1274.

Gráfico 1.10

B. Sector corporativo público



Notas: a partir de junio de 2022 la información de cartera con el sistema financiero nacional proviene del formato 409 de la SFC. Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Sociedades y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

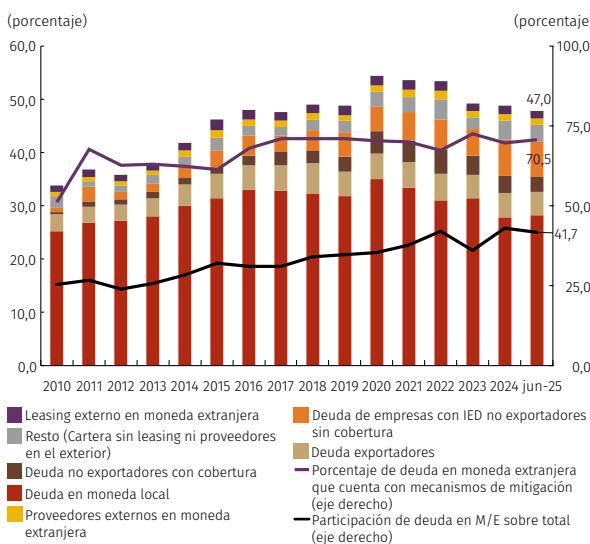
a/ No incluye operaciones de leasing financiero.

b/ Incluye información del saldo de cuentas por pagar de las principales empresas no financieras del sector público.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Contaduría General de la Nación, Ministerio de Hacienda y Crédito Público; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 1.11

Deuda financiera del sector corporativo privado como proporción del PIB y desagregación de la deuda en moneda extranjera por mecanismo de cobertura



Nota: La deuda en moneda extranjera de proveedores y leasing con entidades del exterior no se tiene disponible por NIT y, por tanto, no se puede identificar si esta deuda pertenece a empresas con cobertura.

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

La mayoría de la deuda corporativa denominada en moneda extranjera cuenta con mecanismos de cobertura al riesgo cambiario, lo que reduce la vulnerabilidad asociada a escenarios de mayor incertidumbre, tanto global como local, que puedan generar una corrección abrupta en la cotización del dólar. Para junio de 2025, la deuda en moneda extranjera del sector corporativo privado representa el 41,7 % de su deuda total, equivalente al 19,2 % del PIB (Gráfico 1.11). Por su parte, en el sector corporativo público, el 76,5 % de su deuda está denominada en moneda extranjera, lo que equivale al 6,3 % del PIB. Dada la alta participación de la deuda denominada en moneda extranjera en el sector corporativo, y en un contexto de apreciación sostenida del peso colombiano frente al dólar, una eventual reversión de esta tendencia podría traducirse en una materialización del riesgo cambiario. Esto podría comprometer la capacidad de pago de las empresas y deteriorar la calidad de la cartera del sistema financiero local. A su vez, a pesar de que la exposición directa de los EC a la cartera del sector corporativo en moneda extranjera es baja (cerca del 7,5 %), fluctuaciones de la tasa de cambio tienen efectos indirectos sobre la calidad de la cartera, ya que las firmas se pueden ver afectadas vía ingresos (para aquellas que exportan), o vía costos (para las que importan). Frente a este riesgo, se encuentra que el 70,5 % de la deuda en moneda extranjera del sector corporativo privado cuenta con mecanismos de mitigación al riesgo cambiario, tales como cobertura natural por ingresos en divisas (caso de empresas exportadoras), instrumentos financieros derivados de cobertura o respaldo mediante inversión extranjera directa (IED)²³. Por su parte, la mayoría de la deuda del sector corporativo público se sigue concentrando en dos empresas exportadoras, por lo que cuentan con mecanismos de mitigación naturales de cobertura frente a fluctuaciones de la tasa de cambio.

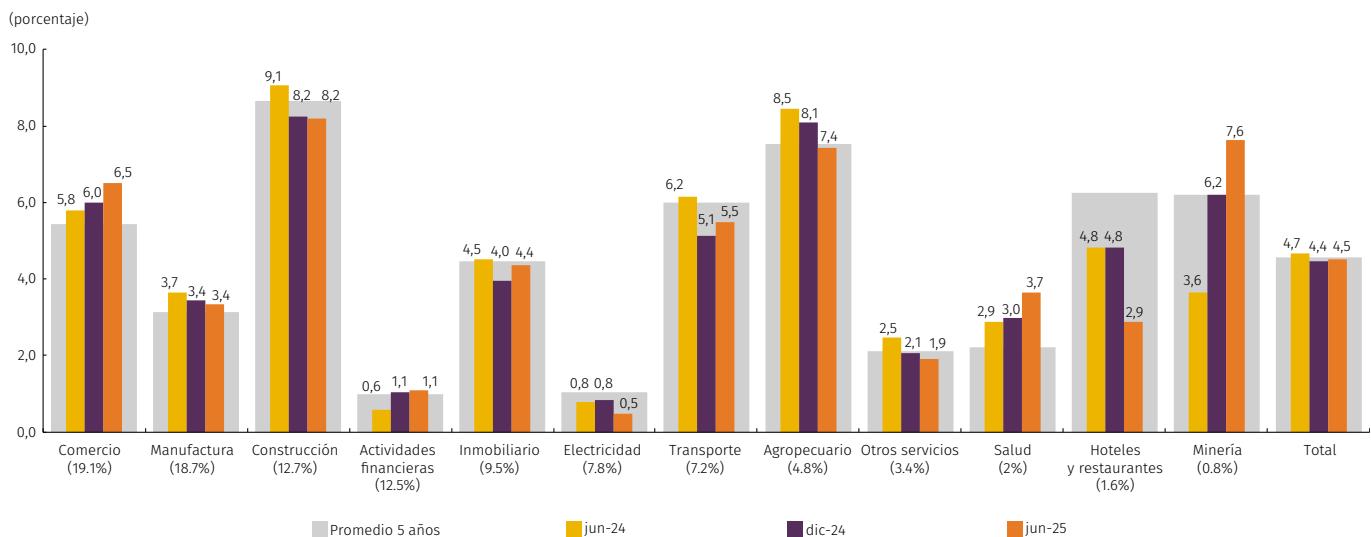
La calidad de la cartera otorgada al sector corporativo se deterioró ligeramente durante el primer semestre del 2025. En línea con el comportamiento heterogéneo del PIB a nivel sectorial, también se observa una morosidad diferenciada entre los distintos sectores. Este leve deterioro estuvo impulsado por los sectores: 1) comercio, principalmente por el comportamiento del comercio al por mayor de bebidas y tabaco, y de productos farmacéuticos y medicinales; 2) inmobiliario, afectado por la caída del PIB real de este sector en lo corrido del año, la reducción de subsidios y la baja confianza de los constructores²⁴; 3) salud, que ha experimentado una fuerte desaceleración en el crecimiento del PIB; y 4) minería, que continúa siendo el sector con las mayores caídas del PIB en términos reales y registra disminuciones en la producción de sus tres principales materias primas (petróleo, carbón y gas). No obstante, el ICR ha mostrado mejorías en la mayoría de los sectores (Gráfico 1.12, paneles A y B), lo que sugiere que el deterioro fue anticipado por los EC. En contraste, los sectores

- 23 Cuando una entidad extranjera tiene IED en una firma local, se mitiga el riesgo cambiario de esta última debido a que se asume que el inversor tiene incentivos a respaldar la firma en caso de una depreciación del peso.
- 24 Véase el Análisis de la cartera y del mercado inmobiliario en Colombia en el Informe especial de estabilidad financiera de septiembre de 2025.

de hoteles y restaurantes y agropecuario mostraron las mayores reducciones en el indicador, lo que se explica principalmente por la recuperación del PIB hotelero y el buen dinamismo económico del sector agrícola en los últimos años.

Gráfico 1.12

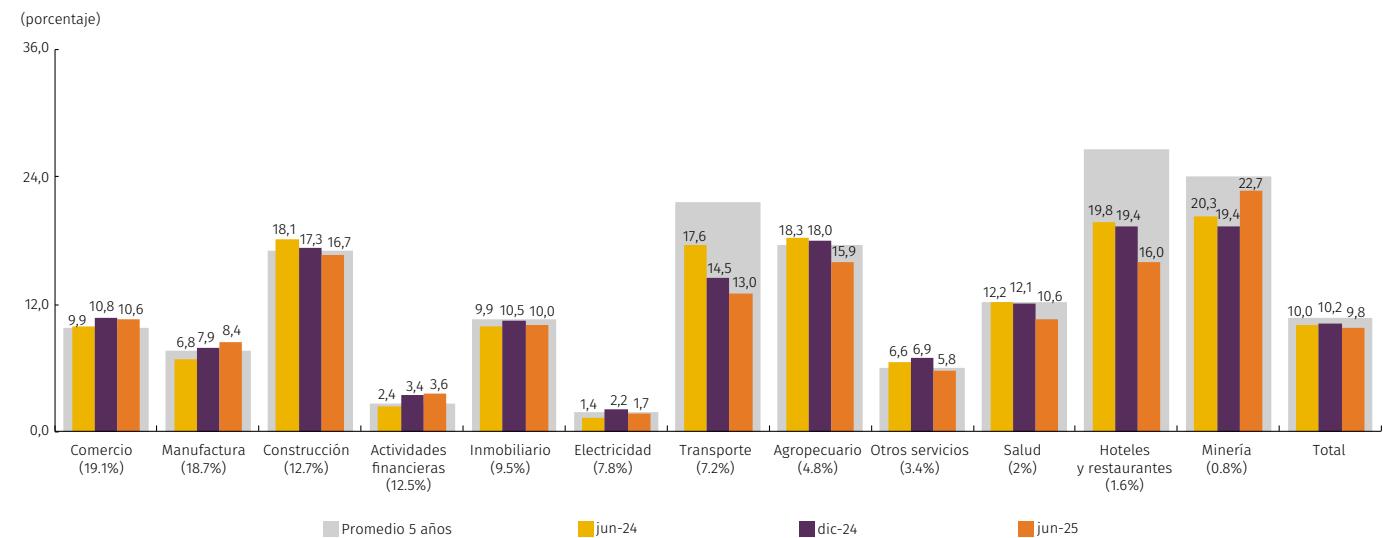
A. Indicador de calidad por mora (ICM) por sector económico



^{1/} En el sector de actividades financieras y de seguros se excluyen las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

^{2/} En 'otros servicios' se agrupan las firmas que pertenecen a los siguientes sectores económicos: administración pública y defensa, educación, servicios sociales y de salud, otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales, hogares privados con servicio doméstico y el de organizaciones y órganos extraterritoriales.

B. Indicador de calidad por riesgo (ICR) por sector económico

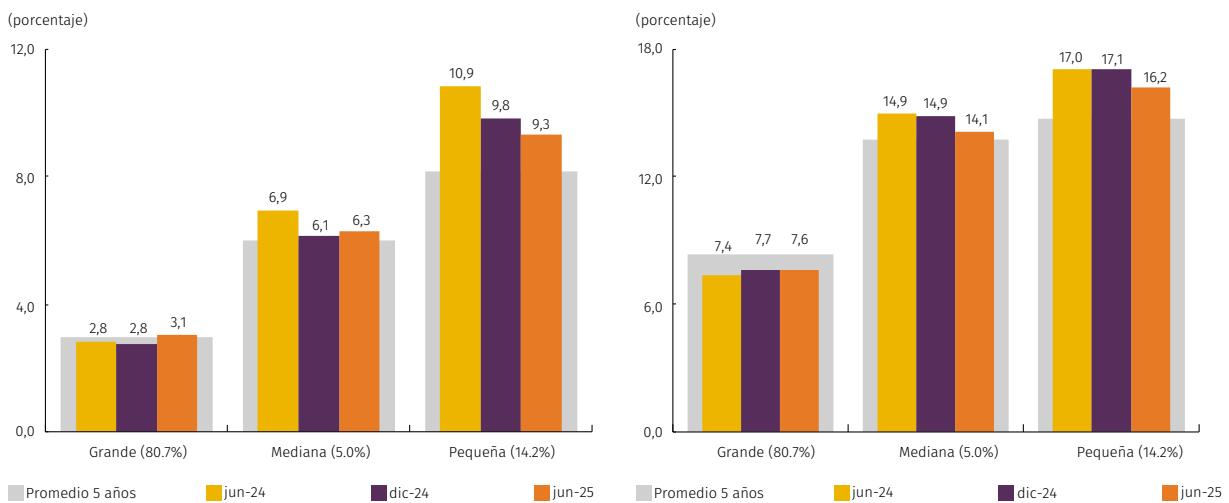


El deterioro del ICM se concentró en las empresas grandes y medianas del sector corporativo privado. En contraste, el ICR presentó mejoras en los tres tipos de empresas. Si bien en el último Reporte se evidenciaba que las empresas pequeñas presentaban el mayor deterioro, la reciente caída en su cartera vencida ha propiciado una mejoría en el ICM durante los últimos trimestres, aunque aún se mantiene por encima del promedio de los últimos cinco años. Por su parte, las firmas medianas y grandes han registrado un aumento en su cartera vencida, lo que ha llevado a un incremento del ICM que los ubica por encima de su promedio histórico. De forma similar a lo observado en el análisis por sector económico, el ICR

para los tres tamaños de empresa ha disminuido en 2025, lo que sugiere que los EC habían anticipado el deterioro de la cartera de las firmas grandes y medianas (Gráfico 1.13, paneles A y B).

Gráfico 1.13

A. Indicador de calidad por mora (ICM) por tamaño de empresa B. Indicador de calidad por riesgo (ICR) por tamaño de empresa



Notas: se presentan en las leyendas las participaciones de cada tamaño de firma en el saldo total del sector corporativo privado entre paréntesis. Se clasifican las empresas por tamaño utilizando los límites estipulados en el Anexo 1 del Capítulo XXXI de la CBF de la SFC, en donde las grandes empresas son aquellas con un nivel de activos mayores a 15.000 SMMVL, las medianas con activos entre 5.000 y 15.000 SMMVL y las pequeñas con activos menores a 5.000 SMMVL. El ICM se calcula como la razón entre la cartera vencida y la cartera bruta total (la cartera vencida incluye el saldo de los créditos que se han dejado de pagar por un período mayor a treinta días). El ICR se calcula como la proporción entre la cartera riesgosa y la cartera bruta total (la cartera riesgosa corresponde al saldo de los créditos con calificación diferente de A, en una escala entre A y E, donde A es la mejor calificación).

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

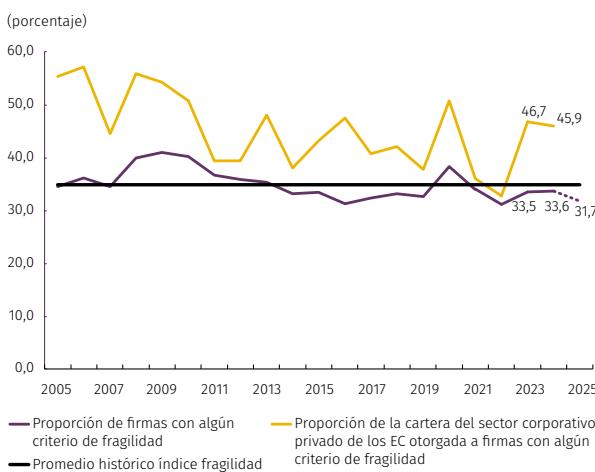
Por otra parte, el porcentaje de firmas clasificadas como “frágiles”²⁵ se mantuvo relativamente estable entre 2023 y 2024, mientras que la proporción de la cartera otorgada a estas firmas disminuyó. La proporción de firmas en mora es el principal factor que explica la dinámica reciente de la fragilidad²⁶. En particular, el porcentaje de empresas morosas o riesgosas aumentó al pasar de 15,4 % en 2023 a 17,1 % en 2024. El aumento en la fragilidad no fue generalizado: se concentró principalmente en los sectores de comercio, minería, transporte e inmobiliario. Por su parte, la proporción de la cartera otorgada por los EC a firmas identificadas como frágiles disminuyó 0,8 pp hasta ubicarse en 45,9%²⁷ en 2024 (Grafico 1.14). A pesar del leve incremento en las firmas clasificadas como frágiles, el nivel de fragilidad se mantiene por debajo de los altos valores observados durante la pandemia y entre 2008 y 2009.

25 Una firma se define como “frágil” si cumple alguno de los siguientes criterios: 1) acogerse a un proceso de insolvencia con la Superintendencia de Sociedades (insolvencia); 2) tener una calificación de crédito diferente de A o presentar 30 o más días de mora (morosidad); 3) registrar un patrimonio negativo (patrimonio negativo); 4) sufrir en quebranto patrimonial (quebranto); 5) presentar un indicador de cobertura de intereses (ICI), calculado como la razón entre utilidades antes de impuestos y gasto por intereses, inferior a 1 en el período de análisis (ICI menor a 1) o por dos años consecutivos (ICI consecutivo).

26 Las proporciones correspondientes a firmas en procesos de insolvencia también se incrementaron entre 2023 y 2024, pero este criterio no es el principal factor que explica la mayor fragilidad.

27 A junio de 2025, la cartera del sector corporativo privado con balances reportados a la Superintendencia de Sociedades representaba el 51,9 % de la cartera comercial total del sector corporativo privado.

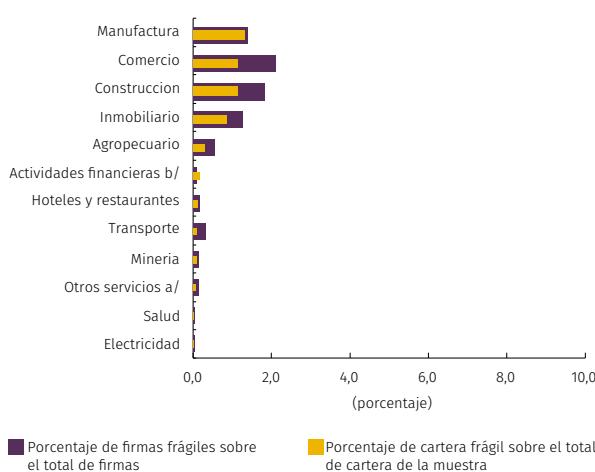
Gráfico 1.14
Exposición a firmas frágiles con información contable de las superintendencias de sociedades y financiera



Notas: las líneas punteadas hacen referencia a datos proyectados para las firmas que no reportan balances trimestrales a la SFC. Específicamente, para el 2025 los criterios ICI menor a 1, ICI consecutivo, quebranto y patrimonio negativo no son observados y se definen con la simulación de los balances financieros de las empresas. La línea amarilla solo considera la cartera del sector corporativo privado otorgada a las empresas que reportan información contable a la Superintendencia de Sociedades o que emiten valores y reportan información contable a la Superintendencia Financiera.

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

Gráfico 1.15
Porcentaje de firmas y cartera de cada sector que pasarían a ser vulnerables ante un escenario macroeconómico extremo, medido sobre el total de las firmas y cartera de la muestra



^{1/} En el sector de actividades financieras y de seguros se excluyen las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

^{2/} En 'otros servicios' se agrupan las firmas que pertenecen a los siguientes sectores económicos: administración pública y defensa, educación, servicios sociales y de salud de afiliación obligatoria, otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales, hogares privados con servicio doméstico y el de organizaciones y órganos extraterritoriales.

Nota: La cartera comercial de la muestra de firmas representa el 52,3% de la cartera comercial total.

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

A partir de los balances proyectados para 2025, se estima que el porcentaje de firmas frágiles disminuiría, principalmente debido a un aumento en las ventas y en la rentabilidad bajo un escenario económico más favorable. Dado que la información contable anual más reciente de las firmas corresponde al cierre de 2024, se realizó un ejercicio de simulación de sus balances financieros a diciembre de 2025. Este ejercicio utilizó el escenario central de proyección del equipo técnico del Banco de la República, presentado en el *Informe de Política Monetaria* de octubre de 2025, junto con métodos estadísticos y supuestos contables²⁸. A partir de esta simulación y considerando la información observada sobre insolvencias hasta agosto de 2025, así como el comportamiento de pago de las firmas a junio, se identificaron las firmas potencialmente frágiles bajo los criterios descritos previamente. De acuerdo con los resultados, este porcentaje de firmas se reduciría en 2025, gracias a una menor materialización de la morosidad y a un aumento en el indicador de cubrimiento de intereses (ICI) (Gráfico 1.14, línea punteada). Esta mejora estaría en línea con un crecimiento de los ingresos y mayores niveles de rentabilidad esperadas, impulsados por un mejor desempeño de la actividad económica y condiciones macrofinancieras menos restrictivas. A nivel sectorial, los sectores de electricidad, agricultura y restaurantes y hoteles serían los experimentarían mayores caídas en el porcentaje de firmas frágiles. Sin embargo, se podrían esperar incrementos en algunos sectores como el de construcción y salud, debido a una disminución del ICI asociada al bajo dinamismo económico previsto para estas actividades.

Aunque el impacto de las políticas comerciales restrictivas adoptadas por Estados Unidos sobre las empresas colombianas vinculadas al comercio internacional aún es incierto, los EC presentan una baja exposición crediticia a estas empresas. En los primeros ocho meses del 2025, las exportaciones a EE. UU. han crecido 0,5% en términos reales respecto al mismo periodo del 2024. Este bajo crecimiento ha estado enmarcado en un contexto de alta incertidumbre del posible impacto del incremento de los aranceles²⁹ sobre el comercio con este país. En cuanto a la exposición del sistema financiero a empresas con ingresos por exportaciones a EE. UU., esta es relativamente baja (8,1% de la cartera total a junio de 2025). Además, el indicador de calidad por mora de esta cartera se mantiene en niveles bajos (1,0% en junio de 2025). Por otro lado, al replicar el ejercicio de sensibilidad del Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2025 que buscaba medir el impacto de un escenario negativo de aranceles sobre el balance de las firmas

28 El punto de partida fueron los balances anuales de 2024 y los balances trimestrales de junio de 2025 para las firmas que reportan a la SFC. Para más detalle, véase Cuesta-Mora, D. F.; Gómez-Molina, A. C. (2025). "Dynamic Balance Sheet Simulation and Credit Default Prediction: A Stress Test Model for Colombian Firms", *Borradores de Economía*, núm. 1325.

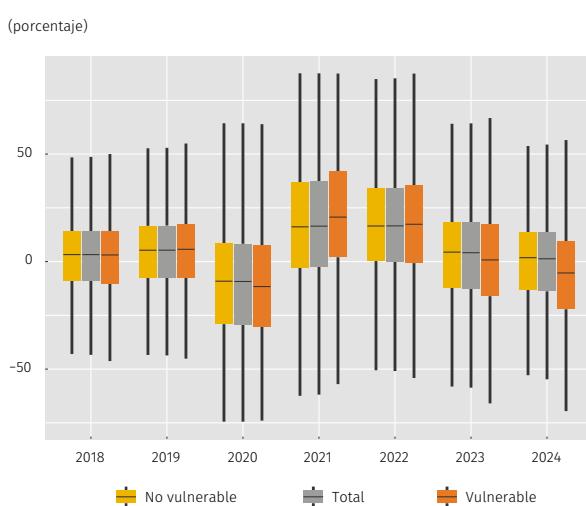
29 El 2 de abril de 2025 la administración Trump anunció el "Día de la Liberación" que, de manera general, consistía en la imposición de aranceles a un amplio grupo de jurisdicciones. Dentro de este esquema, Colombia, al igual que la mayoría de los países de América Latina, enfrentó un arancel del 10%.

y su exposición con los EC³⁰, se encontró que, con información actualizada a 2024, el número de firmas con un ICI inferior a 1 bajo el escenario estresado aumentaría de 347 a 372. Los sectores con mayor concentración de estas firmas seguirían siendo comercio, agricultura y manufactura. En cuanto a la exposición de los EC a estas firmas, esta se ubicó en COP 7,04 b a junio de 2025, cifra ligeramente superior a los COP 6,9 b de diciembre de 2024. Finalmente, los ICM de la cartera comercial y de la cartera total aumentarían del 3,7% al 5,5% y del 5,0% al 6,0%, respectivamente.

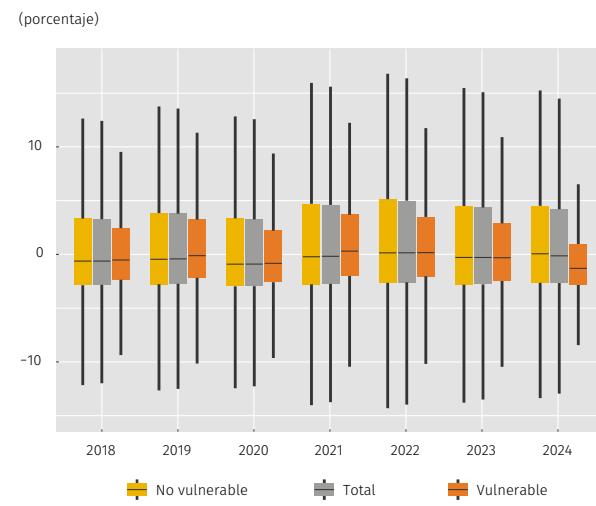
Al proyectar los balances para 2025 y 2026, bajo el escenario macroeconómico estresado planteado en el capítulo 2 de este reporte, se identificó que el mayor porcentaje de firmas vulnerables se concentraría en los sectores de manufactura, comercio y construcción. A partir de los balances anuales observados a 2024, se simuló un horizonte adicional a dos años y se clasificaron las firmas como vulnerables utilizando técnicas estadísticas para predecir el impago de créditos con los EC. Según los resultados, el 11,6% de las firmas³¹ se ubicaría en estado de vulnerabilidad³² en al menos uno de los períodos del horizonte de simulación. Estas firmas representan el 5,3% de la cartera de la muestra y se concentran principalmente en los sectores de manufactura, comercio y construcción (Gráfico 1.15). Adicionalmente, al caracterizar la situación financiera y operativa de las firmas identificadas como vulnerables en el ejercicio de sensibilidad, se observa que presentaron un desempeño más débil en 2024 en comparación con años anteriores. En términos de la variación anual de las ventas y la rentabilidad (ROA), estas firmas evidenciaron deterioros (Gráfico 1.16, panel A y B). Asimismo, se caracterizan por presentar mayores niveles de endeudamiento financiero (obligaciones financieras/activo) y menores coberturas de intereses (Gráfico 1.16, panel C y D). Finalmente, los EC presentan una baja exposición a las firmas clasificadas como frágiles, ya que solamente el 2,8% de la cartera comercial está otorgada a estas. Por entidad, la exposición promedio, medida como la cartera a firmas vulnerables sobre el activo total es de 0,6%, y la entidad con la mayor participación tiene el 2,7%, lo que indica un bajo riesgo ante la materialización de las vulnerabilidades.

Gráfico 1.16
Caracterización financiera de las firmas vulnerables (ejercicio de sensibilidad)

A. Variación anual de las ventas



B. Rentabilidad (ROA)



30 Para conocer los detalles de los supuestos y las limitaciones del ejercicio véase el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* (primer semestre de 2025).

31 Hace referencia a las empresas privadas con balances reportados a las superintendencias de Sociedades a diciembre de 2024 y Financiera a junio de 2025.

32 Los valores de porcentaje de firmas y cartera en riesgo se ajustaron con la métrica de sensibilidad del modelo, definida como el porcentaje de aciertos sobre el total de valores positivos en la muestra de prueba.

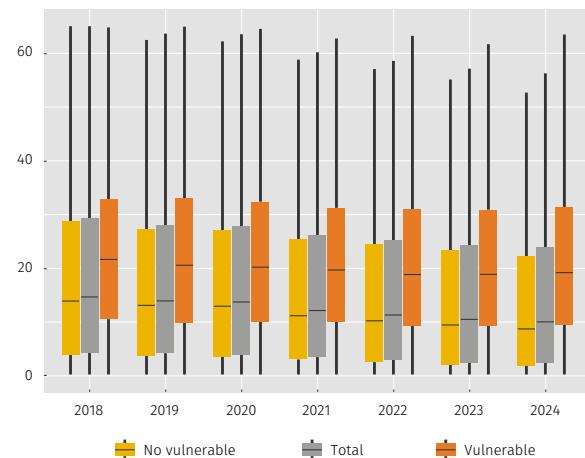
Gráfico 1.16

Caracterización financiera de las firmas vulnerables (ejercicio de sensibilidad)

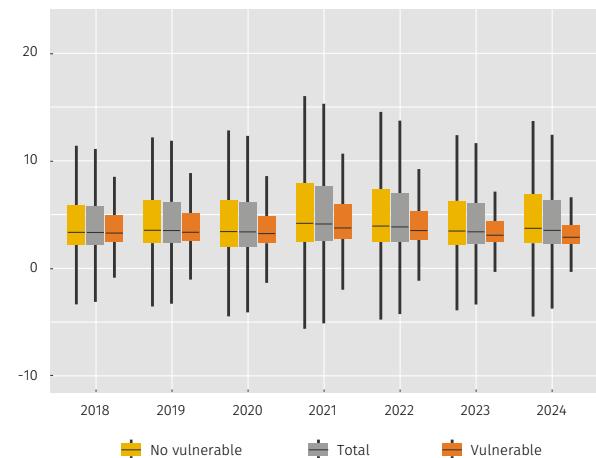
C. Razón de endeudamiento (obligaciones financieras / activo)

D. Indicador de cobertura de intereses (ICI; utilidad operacional / costos financieros)

(porcentaje)



(porcentaje)



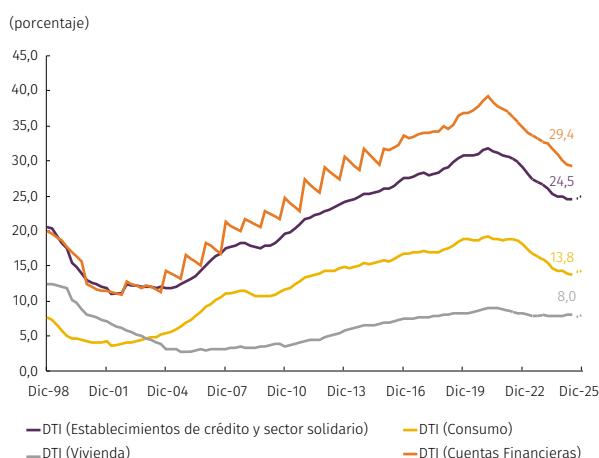
Notas: Los gráficos excluyen las observaciones que presentan datos por fuera de 1,5 veces el rango intercuartílico de la distribución histórica del indicador. El panel C solo incluye empresas que reportan obligaciones financieras. Total se refiere a la muestra completa de firmas.

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

Para lo que resta de 2025 y 2026, se espera que la cartera comercial mantenga un bajo ritmo de crecimiento y que algunos sectores presenten deterioros en un contexto de alta incertidumbre local e internacional. El panorama global continúa siendo incierto, marcado por la volatilidad en los mercados financieros, la posibilidad de un apretamiento de las condiciones financieras locales en medio de conflictos geopolíticos y el riesgo de una política comercial más restrictiva por parte de los Estados Unidos, principal socio comercial de Colombia. Todos estos factores dificultan las decisiones de inversión de las firmas. A nivel local, el mayor riesgo fiscal y la incertidumbre política han llevado a algunas firmas a posponer el desarrollo de proyectos que requieran grandes inversiones³³. No obstante, existen factores atenuantes que podrían favorecer el desempeño de la cartera, como la culminación del Pacto por el Crédito en febrero de 2026, unas condiciones macrofinancieras más laxas a nivel global, una disminución de la inflación local y un crecimiento económico robusto. Considerando este balance de riesgos y oportunidades, se espera un bajo crecimiento de la cartera comercial para lo que resta de 2025 e inicios de 2026, con una posible aceleración hacia finales del próximo año, condicionada a una reducción de los factores de incertidumbre. En cuanto a la calidad de la cartera, sectores con bajas perspectivas de crecimiento económico como salud, construcción y minería, podrían incrementar sus niveles de morosidad.

33 De acuerdo con la *Encuesta de percepción de riesgos sobre el sistema financiero* del primer semestre de 2025, la sostenibilidad fiscal, la incertidumbre política y la calificación soberana fueron los tres principales riesgos identificados por los encuestados.

Gráfico 1.17
Deuda a ingreso disponible (DTI) de los hogares



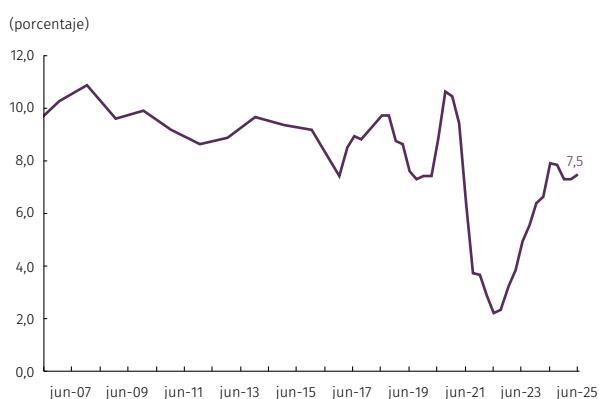
Nota: El gráfico presenta el indicador de deuda a ingreso (DTI por sus siglas en inglés). Para ello se utiliza el ingreso disponible ajustado bruto de los hogares proveniente de las cuentas nacionales por sector institucional. En el gráfico se presentan cuatro medidas de endeudamiento:

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

Los segmentos punteados corresponden a pronósticos del indicador a diciembre de 2025 elaborados por el equipo técnico del Banco de la República. El pronóstico se construye utilizando los datos observados a junio de 2025. Para el DTI de consumo y vivienda se supone que la participación de estos portafolios en el total permanece constante en el horizonte de pronóstico. Por insuficiencia de información, no se estima el pronóstico del DTI usando el endeudamiento de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de la Economía Solidaria, Titularizadora de Colombia, Banco de la República y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 1.18
Ahorro bruto de los hogares como porcentaje del ingreso disponible



Nota: Valores anuales definidos como la suma de los cuatro trimestres. El nivel de ahorro fue ajustado al alza respecto al presentado en reportes anteriores producto de la revisión de las cifras de las cuentas nacionales realizada por el DANE. El ingreso utilizado como denominador en los indicadores de la gráfica incluye un ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en los fondos de pensiones.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Evolución del endeudamiento y riesgo de crédito de los hogares

El ingreso de los hogares ha crecido en línea con el desempeño positivo de la economía, la resiliencia del mercado laboral y la dinámica de las remesas. Esto ha contribuido a que la razón de deuda a ingreso continúe reduciéndose. Como se anticipó en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2025, a junio de este año el endeudamiento de los hogares como porcentaje de su ingreso disponible¹ (DTI, por su sigla en inglés) completó más de cuatro años con una tendencia decreciente (Gráfico 1.17). Este comportamiento ha estado impulsado principalmente por un mayor dinamismo del ingreso que se ha favorecido por un bajo desempleo, un alto crecimiento de las remesas (que alcanzaron máximos históricos al cierre de 2024 y a junio presentaron un crecimiento de 19,3% en términos reales anuales), así como por la lenta recuperación de la cartera de los hogares tras el auge de crédito observado durante 2022. Para el cierre de 2025 se espera que el DTI se ubique en niveles ligeramente superiores a los actuales (Gráfico 1.17, líneas punteadas), debido a la dinámica observada y esperada del endeudamiento de los hogares, que ha presentado crecimientos en términos reales anuales, y una expectativa de crecimiento del ingreso de estos agentes que se estabilizaría en niveles cercanos a su promedio prepandemia.

Ante un mayor dinamismo del consumo de los hogares, a junio de 2025 el ahorro de estos agentes como porcentaje del ingreso disponible dejó de aumentar y exhibe niveles inferiores a los de su promedio histórico. En línea con el buen dinamismo del ingreso disponible, el ahorro de los hogares venía experimentando una importante recuperación desde junio de 2022; sin embargo, el mayor crecimiento del consumo de los hogares, en un entorno de menor inflación y menores tasas de interés que han reducido su costo de endeudamiento, contribuyó a que el ahorro de estos agentes como porcentaje de su ingreso disponible² complete tres trimestres en niveles inferiores a su promedio histórico (Gráfico 1.18). Una eventual reducción del ahorro representaría una vulnerabilidad para la salud financiera de los hogares, pues tendrían una menor reserva de liquidez para cubrir sus obligaciones.

-
- 1 Para esta medida se utiliza como denominador el ingreso disponible ajustado bruto, que hace referencia al ingreso primario bruto incluyendo transferencias sociales corrientes y descontando impuestos, contribuciones sociales y otras transferencias corrientes. Para estos efectos, el ingreso primario bruto corresponde a la remuneración de los hogares por salarios, renta de la propiedad neta, excedentes brutos de capital e ingreso mixto. El valor anual corresponde a la suma de los cuatro trimestres.
 - 2 Esta medida de ingreso corresponde al ingreso disponible ajustado bruto ampliado, el cual incluye un ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en los fondos de pensiones.

La menor recuperación del endeudamiento de los hogares, que contrasta con el mayor crecimiento de su consumo, refleja un potencial desapalancamiento financiero de estos agentes. No obstante, se resalta el crecimiento de la cartera cada vez más acelerado para los segmentos de libre inversión y tarjetas de crédito. A agosto de 2025, el endeudamiento agregado de los hogares creció 1,0% en términos reales anuales, a pesar de que la modalidad de consumo registró una contracción real de 1,6% en el mismo periodo. Este bajo crecimiento contrasta con la dinámica del consumo de los hogares, que ha registrado tasas de crecimiento por encima de las del endeudamiento a lo largo del proceso de recuperación tras el ajuste económico de 2023. Estas dinámicas sugieren que el incremento del consumo ha estado sustentado principalmente por el crecimiento de los ingresos analizado previamente, y no por un mayor apalancamiento de los hogares. No obstante, la cartera a hogares ha venido acelerándose en los últimos meses. En la modalidad de consumo, los segmentos de libre inversión y tarjetas de crédito han sido los que han mostrado la recuperación más rápida tras las fuertes caídas en 2023 y 2024. Por su parte, la cartera de vivienda ha continuado mostrando un alto dinamismo, especialmente en el segmento VIS, que continúa registrando crecimientos anuales en términos reales por encima del 10%. Esta dinámica se explica, en gran medida, por la mayor confianza de los consumidores y una mayor intención de compra de vivienda, apoyadas por menores tasas de interés y una mayor flexibilidad por parte de los constructores para financiar la cuota inicial ante la reducción de subsidios³. De continuar esta tendencia de aceleración de la cartera a hogares, el endeudamiento podría ganar relevancia como medio para soportar el consumo de estos agentes, lo que incrementaría su apalancamiento.

Los estándares más restrictivos de colocación de la cartera de 2023 y 2024, sumados a la evolución positiva de los ingresos de los hogares, han contribuido a mejorar la calidad de la cartera de todos los segmentos de crédito de estos agentes. La mejora en la calidad de la cartera de consumo ha estado liderada por los segmentos de libre inversión, que registró un máximo histórico en su ICM en noviembre de 2023 (13,5%) y que para septiembre de este año se había corregido al 7,6%, y tarjetas de crédito que pasó del 9,5% en su pico más alto (marzo de 2024) a 5,4% en septiembre de este año (Gráfico 1.19, panel A). A pesar de esta mejora, otros segmentos con alta participación en la cartera de consumo, como libranza y vehículo, se mantienen en niveles elevados respecto a su promedio histórico. En cuanto a la cartera de vivienda, los ICM han disminuido tanto en el segmento VIS como en el No VIS (Gráfico 1.19, panel B), ubicándose en niveles similares al promedio de los últimos cinco años (7,2% para VIS y 6,4% para No VIS). Esta reducción en la morosidad ha estado fuertemente influenciada por el incremento en los ingresos de los hogares. Adicionalmente, la postura más restrictiva de los EC en el otorgamiento de créditos de consumo y vivienda entre 2023 y 2024, así como la reducción en las tasas de interés, han contribuido al mejor comportamiento de estas carteras. De manera prospectiva, los indicadores de calidad de cosechas⁴ muestran un mejor desempeño en las colocaciones recientes, lo que sugiere menores niveles de deterioro en el futuro. No obstante, esta dinámica dependerá en gran medida de la evolución de los ingresos de los hogares y variables como el desempleo, la inflación y las tasas de interés.

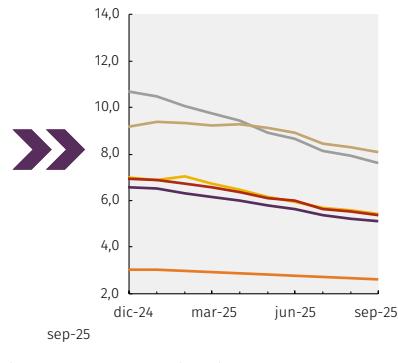
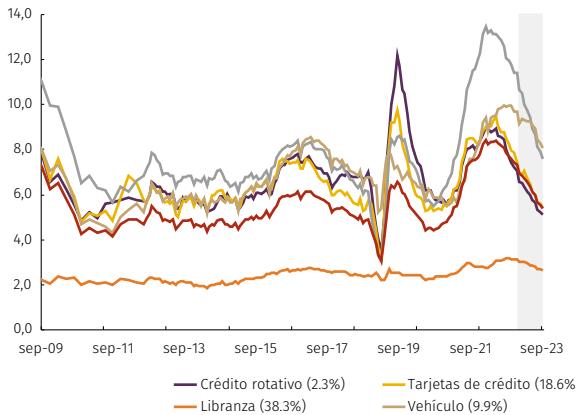
³ Para mayor detalle del comportamiento del mercado de vivienda, véase el *Análisis de la cartera y del mercado inmobiliario en Colombia* en el *Informe especial de estabilidad financiera* de septiembre de 2025.

⁴ Para un mayor detalle del análisis de las cosechas de la cartera de consumo, ver el *Informe Especial de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2025 sobre Riesgo de Crédito.

Gráfico 1.19
Indicador de calidad por mora (ICM) por segmento

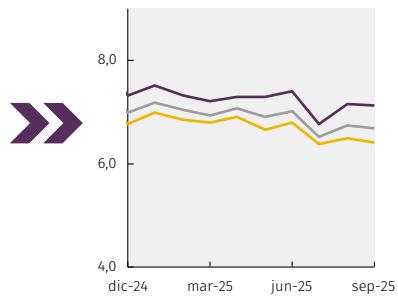
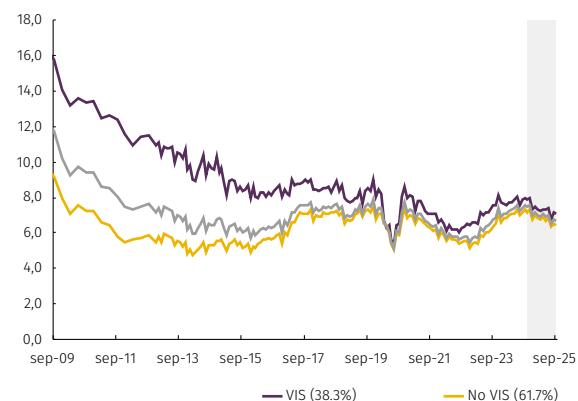
A. Cartera de consumo

(porcentaje)



B. Cartera de vivienda

(porcentaje)

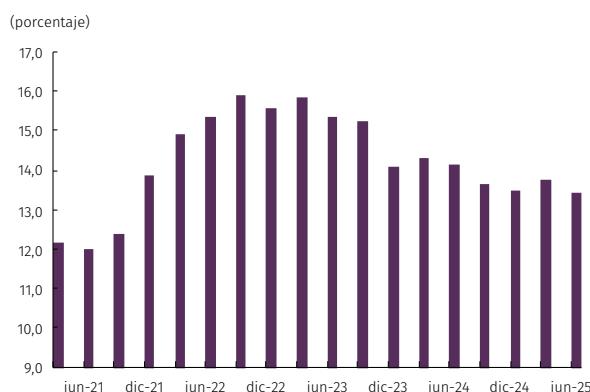


Nota: el ICM se define como la razón entre la cartera con mora mayor a 30 días y el total de la cartera. En paréntesis se encuentra la participación del segmento sobre el total de la cartera correspondiente. Para la modalidad de vivienda, la participación por denominación no suma 100% porque no incluye los préstamos de libranza ni los créditos de empleados destinados a vivienda.

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

Las entidades continúan focalizando su otorgamiento de cartera hacia deudores con bajo nivel de riesgo; no obstante, en los últimos trimestres, han manifestado ser menos exigentes en las nuevas colocaciones. De acuerdo con el *Reporte sobre la situación del crédito en Colombia* del Banco de la República de septiembre de 2025, los bancos manifestaron haber relajado sus estándares para la asignación de nuevos créditos a los hogares, tanto en consumo como en vivienda, desde el primer trimestre del año. No obstante, se observa que las nuevas colocaciones continúan concentradas en deudores antiguos y con un buen historial crediticio (*i. e.*, aquellos que han accedido a crédito en los últimos cuatro años y no han presentado mora de más de 90 días en ninguna de sus obligaciones durante esa ventana de tiempo), y que la proporción de nuevos créditos otorgados a deudores clasificados como riesgosos ha caído respecto a los altos niveles observados en 2023 (Gráfico 1.20). La tendencia decreciente de la tasa de usura aplicable a los créditos de consumo pudo haber influido en esta dinámica negativamente el acceso al crédito. Dado que la tasa de interés que los EC aplican a cada deudor depende de su perfil de riesgo, en ausencia de historial crediticio,

Gráfico 1.20
Participación de nuevos créditos de consumo otorgados a deudores de alto nivel de riesgo



Nota: Cálculos con base en el Formato trimestral 341, "Informe individual por deudor: operaciones activas de crédito" de la SFC. La última información disponible de este formato se encuentra a junio de 2025. Se definió a los deudores con alto nivel de riesgo como aquellos que presentaron mora mayor a 90 días en la cartera de hogares (consumo y vivienda) en una ventana móvil de cuatro años.

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

existe el incentivo de fijar la tasa lo más cercana posible al límite legal. Cuando este límite es muy bajo, únicamente los deudores cuyo perfil de riesgo se ajusta a esa tasa pueden acceder a financiamiento. Así, la reducción sostenida de la tasa de usura ha provocado que, aunque los bancos hayan flexibilizado sus requisitos para otorgar nuevos créditos, deban enfocar la colocación de cartera en deudores antiguos y en aquellos para quienes la tasa remunera adecuadamente el riesgo inherente a la operación crediticia⁵.

El principal riesgo para la continuidad en la recuperación de la cartera de los hogares y la mejora en su calidad proviene de la evolución futura de su ingreso. Tal como se anticipó en la versión anterior de este reporte, el ingreso y la dinámica de las variables que lo afectan continúan siendo las fuentes de incertidumbre que podrían impactar la consolidación del crecimiento de su cartera, con niveles bajos y estables de materialización del riesgo de crédito. Asimismo, la tendencia futura del ahorro, que también depende del comportamiento del ingreso y representa una reserva de liquidez que los hogares podrían utilizar para cumplir con sus obligaciones en escenarios adversos, permitirá anticipar posibles riesgos para la estabilidad financiera de estos. Entre algunos de los factores que podrían afectar el ingreso se destaca un posible deterioro del mercado laboral, así como una eventual disminución de las remesas, en particular ante la implementación de impuestos sobre este rubro por parte de Estados Unidos, el endurecimiento de políticas migratorias y otros factores macroeconómicos que puedan ralentizar la recuperación económica.

La difusión de desinformación que incentiva el endeudamiento irresponsable y cambios normativos que restringen el acceso al historial crediticio de los deudores, podrían limitar la recuperación de la cartera y aumentar la exclusión financiera. En los últimos meses, se ha alertado sobre la propagación en redes sociales de contenido que incentiva la creación irresponsable de deudas y el incumplimiento estratégico en las obligaciones para acogerse a la Ley 2445 de 2025 (conocida como "Ley de insolvencia de personas naturales") bajo la promesa de que esto no tendría repercusiones para el deudor. Sin embargo, ejecutar las acciones para poder declararse insolvente deteriora la reputación del deudor ante el sistema financiero y reduce los incentivos de los EC para otorgar nuevos créditos, debido al mayor riesgo de impago. Adicionalmente, en caso de aprobarse el proyecto de ley "Borrón y cuenta nueva 2.0" se podrían exacerbar los efectos sobre la oferta de crédito al limitar la información sobre el historial crediticio de los deudores a la que los EC tendrían acceso. Ambas cosas podrían resultar en un encarecimiento generalizado del

5 Para mayor información sobre la caída pronunciada de la tasa de usura y sus potenciales efectos sobre el acceso al crédito véase el Recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2024.

crédito y en la exclusión financiera de los deudores que el sistema clasifica como más riesgosos y “mala paga”. Por lo tanto, es fundamental que los hogares solo recurran a la insolvencia cuando su situación financiera lo justifique o que busquen alternativas menos drásticas para renegociar sus obligaciones con los EC bajo condiciones adaptadas a su realidad que les permitan mantenerse dentro del sistema financiero. Esto último es particularmente importante, considerando que la exclusión del sistema financiero formal puede llevar a los hogares a recurrir a fuentes de financiamiento no reguladas, generalmente más costosas.

Riesgo de mercado

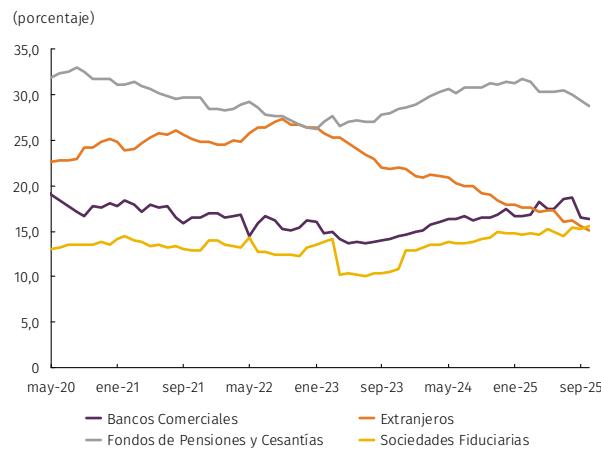
En línea con la tendencia observada en otras economías emergentes y en un contexto de mayores presiones fiscales en Colombia, el Gobierno Nacional ha intensificado la emisión de títulos de deuda pública, principalmente en moneda local. De acuerdo con el *Global Financial Stability Report* (GFSR) del FMI de octubre de 2025, las necesidades de financiamiento públicas de los países emergentes se mantienen por encima de los niveles prepandemia, lo que ha llevado a un aumento generalizado en la emisión de deuda soberana. Esta dinámica coincide con lo observado en Colombia, donde las colocaciones de deuda se han incrementado significativamente, especialmente tras la activación de la “cláusula de escape” de la regla fiscal en junio de este año, y alcanzaron los COP 696,7 billones (b), lo cual representa un crecimiento interanual del 21,6% a octubre de 2025. La Tesorería de la Nación ha realizado estrategias no convencionales de administración de la deuda pública, entre ellas las operaciones de manejo de deuda (OMD)⁶, que han contribuido a modificar el perfil de vencimientos y profundizar las emisiones en moneda extranjera distintas al USD. Particularmente, la Tesorería ha recurrido a un *total return swap* (TRS), una operación financiera mediante la cual el Gobierno Nacional obtiene financiamiento de bancos en el exterior a cambio de una tasa de interés, usando como colateral títulos de deuda pública. Esta operación, realizada con seis bancos internacionales, resultó en la compra de TES por parte de estas entidades con el compromiso de que la Tesorería los recompraría en un plazo máximo de un año. Para cumplir con esta obligación, la estrategia del Gobierno consiste en emitir deuda de corto plazo y destinar los recursos recibidos por estas emisiones a la recompra de los TES subyacentes al TRS. Debido a que el plazo de financiación de esta operación es de un año y a que se colateralizó con títulos de deuda pública de corto plazo, la estrategia expone al Gobierno a una concentración de vencimientos para el próximo año, que se traduce en mayores riesgos de refinanciación y cambiarios (dado que el pago de la operación está denominado en moneda extranjera).

Las mayores emisiones de TES han sido absorbidas principalmente por entidades financieras locales, mientras que los inversionistas extranjeros han mantenido una tendencia vendedora. Aunque en el último semestre las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han desacumulado una parte de sus tenencias de TES, a octubre de 2025 continuaron siendo las principales tenedoras de estos títulos, seguidas por las sociedades fiduciarias (SFD) y los bancos, que se disputan el segundo lugar (Gráfico 1.21, panel A), y los inversionistas extranjeros, ubicados en

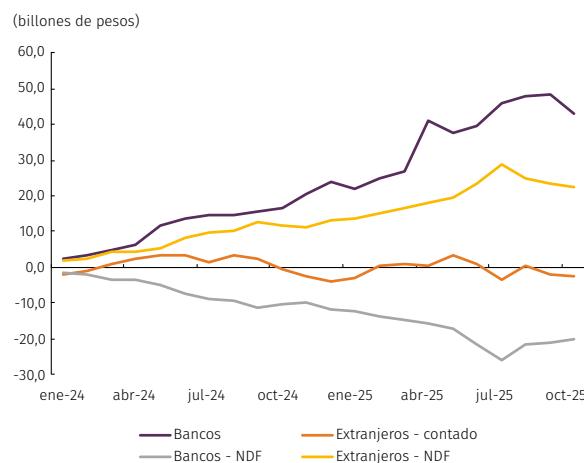
⁶ Para mayor detalle de las OMD véase la sección “Mercado de deuda pública interna y externa” del *Informe trimestral de mercados* del Banco de la República. Las OMD tienen como objetivo mantener la deuda como porcentaje del PIB por debajo del 60%, reducir el pago de intereses, crear una reserva de liquidez y disminuir las tasas de interés de la deuda pública colombiana. Estas operaciones incluyen la compra de títulos de deuda pública con descuento, seguida de un esquema de financiamiento temporal mediante derivados que permite apalancar dichas adquisiciones, y culminan con un proceso de canje y emisión de nuevos títulos para reorganizar el perfil de deuda y cerrar la operación.

Gráfico 1.21
Tenedores del mercado de TES

A. Participación de principales tenedores de TES



B. Flujos acumulados de bancos y extranjeros en el mercado de contado y NDF



Fuente DCV; elaboración del Banco de la República.

cuarto lugar⁷. La mayor participación de entidades financieras locales es reflejo de un menor apetito por deuda colombiana por parte de inversionistas extranjeros, de los cuales se observa que los estructurales o de largo plazo han liderado las salidas en el mercado de contado de TES. En cuanto al mercado de *forwards* de cumplimiento financiero (NDF, por su sigla en inglés) sobre TES, los inversionistas extranjeros, en su mayoría con un perfil de inversión más de corto plazo, se mantuvieron como compradores netos, aunque desde julio han venido reduciendo gradualmente sus posiciones (Gráfico 1.21, panel B). Dado que los bancos son la principal contraparte de estos inversionistas en el mercado de NDF, la tendencia positiva de su participación en el mercado de contado se explica por operaciones de cobertura de su exposición en NDF. Lo anterior podría amplificar el riesgo de ventas súbitas en el mercado de contado por parte de los bancos en el evento en que los inversionistas extranjeros decidieran cerrar o no renovar sus posiciones en el mercado de NDF, lo que podría generar presiones sobre los precios de los TES.

Pese al aumento en su participación en el mercado de deuda pública, la sensibilidad del portafolio de los bancos a cambios en las tasas de interés permanece en niveles bajos. Con el fin de analizar la exposición de las entidades del sistema financiero al riesgo de mercado, y considerando que sus inversiones se concentran principalmente en deuda pública, se analiza la duración⁸ de su portafolio de TES para cuantificar la sensibilidad del valor del portafolio ante cambios en la tasa de interés. En línea con el perfil de vencimientos de las inversiones en TES de los bancos, las cuales se concentran en títulos de mediano plazo, la duración de su portafolio se ha mantenido estable y en niveles bajos (Gráfico 1.22, panel A). Adicionalmente, esta medida se reduce cuando se ajusta por su posición en el mercado de NDF, en el que los bancos han sido vendedores netos. Estos niveles del indicador, tanto ajustado como sin ajustar, evidencian una adecuada cobertura del riesgo de mercado, la cual contribuye a una baja sensibilidad a movimientos adversos en las tasas de interés de la economía. Por otra parte, aunque las instituciones financieras no bancarias⁹ (IFNB) exhiben una mayor duración que los bancos, en línea con su perfil de inversión de más largo plazo, esta se ha reducido marginalmente en línea las recientes ventas de TES por parte de las AFP. Aunque la volatilidad del mercado de deuda pública se ha mantenido relativamente baja (Gráfico 1.22, panel B), las entidades han tenido mayores restricciones para intermediar en este mercado debido a la

7 Esta participación se estima limpiando la serie del efecto de las compras de TES derivadas de la implementación del total return swap entre el Gobierno y seis bancos internacionales.

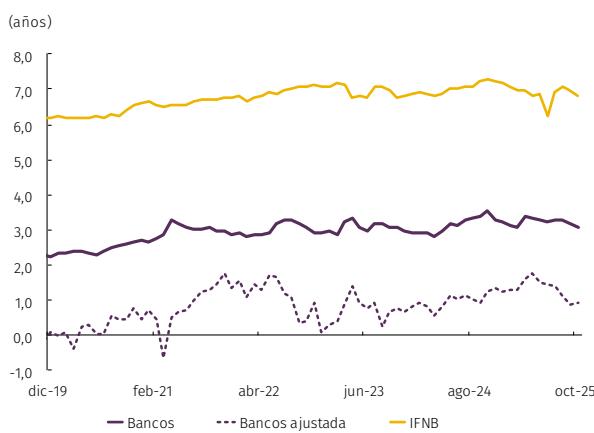
8 La duración es una medida del tiempo que tarda un inversionista en recuperar su inversión, esta varía en función del nivel de las tasas de interés de mercado y el plazo de los títulos. De esta manera, la duración permite medir la sensibilidad de los títulos a cambios en las tasas de interés. A mayor duración, mayor sensibilidad tienen los precios de los bonos a las tasas de interés.

9 En este Reporte, se incluyen como IFNB a las sociedades fiduciarias (SFD), las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), las administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP) y las aseguradoras generales y de vida.

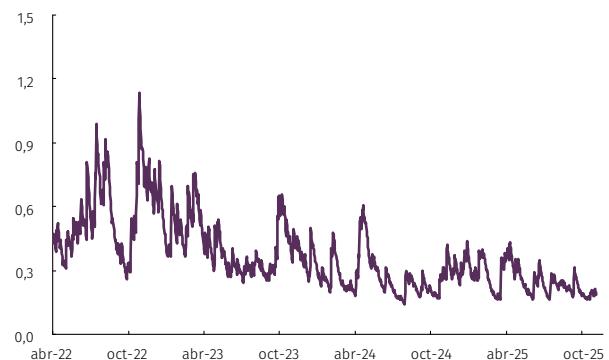
magnitud de las operaciones de la Tesorería (Gráfico 1.22, panel C), lo cual se refleja en mayores niveles del indicador de utilización de capacidad de intermediación para el mercado de deuda¹⁰ y podría estar relacionado con los altos volúmenes de operación del Gobierno Nacional el mercado de TES. No obstante, los bajos niveles de la duración de los bancos pueden interpretarse como una estrategia prudente de administración de riesgos consistente con un contexto en el que la incertidumbre fiscal y las tensiones políticas podrían impactar negativamente el desempeño del mercado de deuda.

Gráfico 1.22
Indicadores de riesgo de mercado

A. Duración portafolio bancos e IFNB



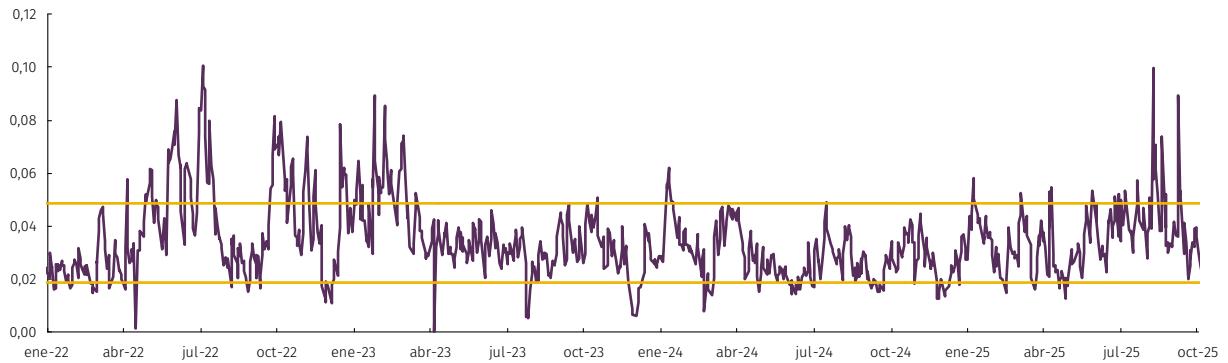
B. Volatilidad mercado deuda pública



Nota 1: en el panel A, la duración ajustada de los bancos se calcula como la duración de las posiciones largas menos la de las posiciones cortas en TES. Así, esta medida refleja de manera más adecuada el nivel de exposición a cambios en las tasas de interés de los portafolios de deuda de los bancos. En el panel B, la volatilidad se calcula a partir de un modelo GARCH (1,1) sobre las tasas de interés de los TES.

Fuente: DCV; elaboración del Banco de la República.

C. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el mercado de deuda



Nota 2: en el Panel C, valores más altos del indicador señalan una menor capacidad de los agentes para recibir y ejecutar nuevas órdenes en los mercados de deuda. Las líneas amarillas corresponden a una desviación estándar con respecto a la media histórica de los datos.

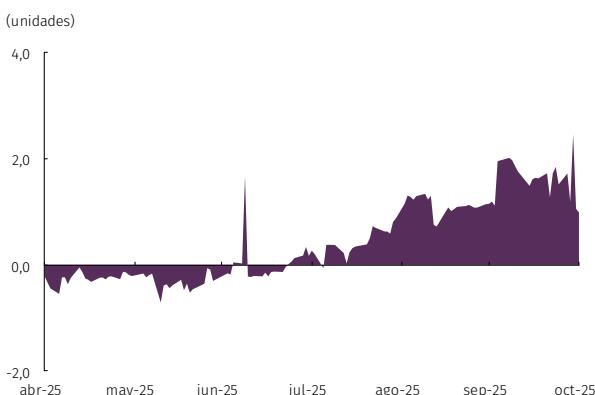
Fuente: DCV y Deceval; cálculos del Banco de la República.

Dada su magnitud, las operaciones de manejo de deuda del Gobierno pueden haber generado ciertas distorsiones en el valor de los TES; sin embargo, sus tasas continúan en niveles elevados respecto a su promedio histórico y el de los

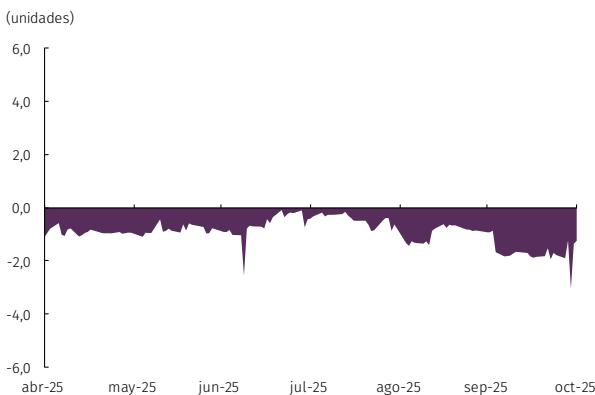
10 El indicador de utilización de capacidad de intermediación se construye a partir de los flujos diarios de compraventa de cada agente en los mercados secundarios de deuda pública y privada de Colombia, discriminados por referencia tranzada. Para mayor detalle sobre su construcción véase el Recuadro 2 en el - *Reporte de Mercados Financieros* (primer trimestre de 2024).

Gráfico 1.23
Índice de transmisión de volatilidad

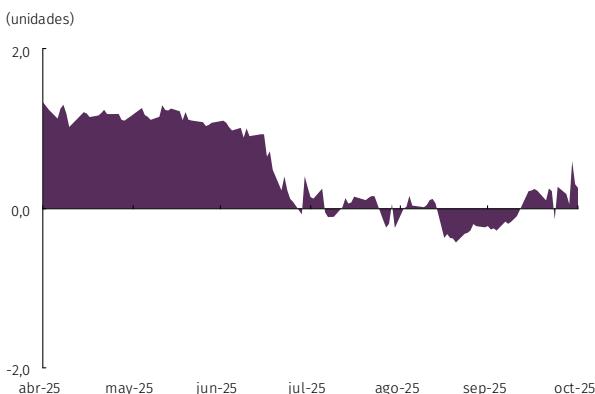
A. Deuda pública



B. Deuda privada



C. Acciones



Nota: las series utilizadas se construyen con el logaritmo del índice MSCI Colcap y el primer componente principal de las curvas cero cupón de los mercados de deuda pública (CEC pesos) y deuda privada (Bancos AAA Fija Simple), según datos de Precia. Se calcula la primera diferencia diaria y luego se calculan los índices de transmisión de volatilidad usando una ventana de 250 días, para cada fecha.

Fuentes: Precia y Banco de la República; elaboración del Banco de la República.

pares de la región. En un contexto de mayor apetito por riesgo y recortes de tasas de política a nivel internacional, los bonos de Latinoamérica han presentado un comportamiento positivo durante los últimos meses. No obstante, los títulos de Colombia y Brasil mantienen tasas¹¹ por encima de las de otras economías de la región (para más información véase el *Reporte trimestral de mercados* del tercer trimestre de 2025). Este comportamiento, específicamente para Colombia, se explica principalmente por el efecto de la mayor incertidumbre respecto a la consolidación fiscal, que se materializó en la pérdida del grado de inversión en moneda local en junio de este año, sumado a las tensiones diplomáticas con Estados Unidos. Si bien las curvas de rendimiento han presentado un comportamiento relativamente estable y positivo recientemente, es necesario considerar que las tasas permanecen elevadas y la importante magnitud de las OMD del Gobierno ha influido en los precios de este mercado.

En un contexto de mayor incertidumbre fiscal, el mercado de deuda pública ha sido un generador neto de volatilidad, la cual se ha transmitido principalmente al mercado de deuda privada. El índice de transmisión de volatilidad¹² refleja la interconexión entre los mercados de deuda y el accionario, por lo que eventos en uno pueden afectar las dinámicas de los otros. Así, durante la primera mitad del periodo de análisis, que comprende entre abril y junio de 2025, el mercado de deuda pública únicamente fue generador neto de volatilidad en junio, consistente con la pérdida del grado de inversión de la calificación de S&P en moneda local, la activación de la válvula de escape de la regla fiscal y la cancelación del acceso a la línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional. No obstante, en la segunda mitad del periodo (entre julio y octubre de 2025), la incertidumbre fiscal y el resultado de las OMD contribuyeron a que este mercado fuese generador neto de volatilidad, mientras el de deuda privada fue un receptor neto. Por su parte, el mercado accionario, cuyo buen desempeño ha sido destacable desde finales de 2023, aportó positivamente a la volatilidad de los otros dos mercados al inicio del periodo, pero su contribución fue menor hacia el final del periodo, en línea con su crecimiento positivo pero sostenido (Gráfico 1.23).

11 Los precios y las tasas de los títulos de deuda tienen una relación inversa, de modo que aumentos en las tasas generan caídas en los precios y viceversa.

12 Índices construidos siguiendo la metodología propuesta en Gamba, S.; Gómez, J. E.; Hurtado, J.; Melo, L. F. (2017). "Volatility Spillovers among Global Stock markets: Measuring Total and Directional Effects", *Borradores de Economía*, núm. 983. La transmisión neta de volatilidad tiene en cuenta, además del aporte que realiza un determinado mercado al sistema financiero en términos de volatilidad, el aporte que realiza el resto del sistema financiero a la volatilidad del mercado en cuestión. De esta manera, el índice se calcula como la diferencia entre los dos efectos, y se entiende que un mercado es contribuyente neto de volatilidad cuando el resultado es positivo.

El aumento de la participación de entidades del sistema financiero en el mercado de deuda pública implica una mayor interrelación entre ambos, lo que puede incrementar la sensibilidad del sistema financiero ante cambios en el entorno fiscal. En un contexto de aumento en las tenencias de TES por parte de AFP, bancos y SFD, la importancia de monitorear el desempeño del mercado de deuda pública se hace más relevante ya que su evolución puede tener efectos importantes sobre la estabilidad y el funcionamiento del sistema financiero. El GFSR de octubre de 2025 identifica algunos riesgos asociados a este vínculo, como la posibilidad de que desvalorizaciones en el mercado de deuda afecten la rentabilidad de los tenedores y encarezcan el acceso a recursos para los bancos, limitando su capacidad de otorgar crédito. Asimismo, una mayor concentración de deuda soberana en los balances bancarios podría reducir el espacio para financiar al sector productivo, lo que, en escenarios adversos, podría afectar negativamente el desempeño económico y, por ende, impactar la calidad de la cartera y la función de intermediación. Sin embargo, la gestión prudente y el seguimiento constante de estos factores permiten anticipar y mitigar posibles efectos, contribuyendo a preservar la solidez del sistema financiero.

Riesgo de liquidez

En un contexto de mayores inversiones en TES, los EC han mantenido una posición sólida de liquidez de corto plazo, respaldada por un nivel adecuado de activos líquidos. No obstante, la creciente exposición a TES podría afectar dicha posición en caso de materializarse un escenario adverso en el mercado de deuda pública. De acuerdo con el indicador de riesgo de liquidez de corto plazo (IRL), que promedió cerca del 190 % en el último semestre, los EC mantienen niveles holgados frente al mínimo regulatorio del 100 %, lo que evidencia que cuentan con suficientes activos líquidos (ALM, activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario) para cubrir las salidas netas de recursos en un horizonte de 30 días. Aunque el monto total de ALM se ha mantenido estable, se destaca el incremento en la participación de TES^{13,14} que desde abril superó al efectivo como principal componente de los ALM (Gráfico 1.24, panel A). No obstante, en un entorno fiscal desafiante y de elevada incertidumbre, el mercado de TES podría enfrentar riesgos de desvalorizaciones que, dada la creciente exposición de los EC a estos, afectarían su posición de liquidez de corto plazo. Adicionalmente, considerando que los TES son ampliamente utilizados como colateral en operaciones de obtención de liquidez (por ejemplo, en operaciones simultáneas o repos con el Banco de la República) dichos riesgos podrían amplificarse a través del canal de acceso a liquidez, ya que las entidades podrían obtener menores recursos en el mercado ante la caída en el valor de los TES y el posible aumento en los *haircuts* aplicados. En este sentido, será fundamental continuar monitoreando estas dinámicas y sus posibles implicaciones desde la perspectiva del riesgo de liquidez.

En línea con las expectativas de crecimiento de la cartera, los EC deberán continuar gestionando adecuadamente su liquidez estructural a través de mayores fuentes de fondeo estable. El coeficiente de fondeo estable neto (CFEN) del total de los EC registró una tendencia creciente desde junio de 2024, impulsada por el aumento del fondeo estable disponible (FED), especialmente través de una mayor captación de depósitos a plazo y a la vista (Gráfico 1.24, panel B¹⁵). En particular, el crecimiento anual real de los depósitos a plazo se aceleró desde marzo de 2025,

13 Véase capítulo 2 del presente Reporte.

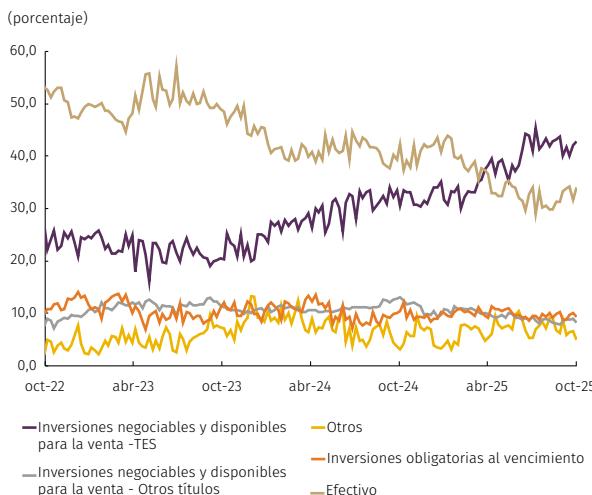
14 Hace referencia a las inversiones negociables y disponibles para la venta en TES.

15 Desde mayo de 2025, se observa un aporte negativo del patrimonio al FED. Esto obedece al proceso de escisión parcial por absorción de Bancolombia en beneficio de Grupo Cibest, donde la primera entidad transfirió cerca de COP 18 b de su patrimonio (cuentas de reservas y superávit o déficit) y de sus activos (inversiones en subsidiarias bancarias en Centroamérica y otros negocios) a la segunda.

Gráfico 1.24

Indicadores de riesgo de liquidez, fondeo estructural y tasas de mercado

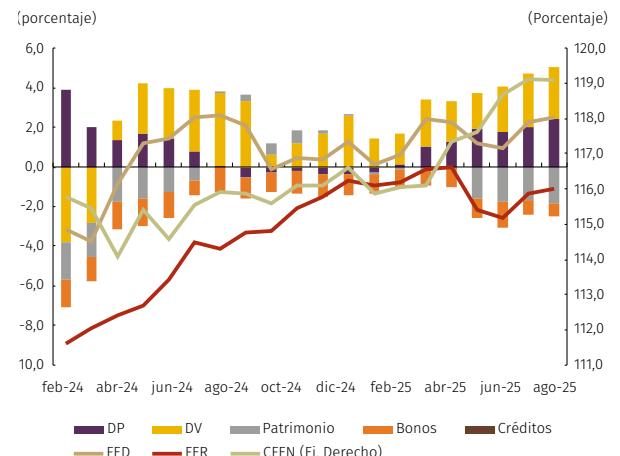
A. Composición de los ALM de los EC



Nota: otros hace referencia a títulos o cupones transferidos a una entidad en desarrollo de operaciones activas de mercado monetario y que no hayan sido utilizados posteriormente en operaciones pasivas de mercado monetario.

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

B. CFEN de los EC, crecimiento real anual de sus componentes y contribución sobre el crecimiento del FED por tipo de fuente de fondeo



Nota 1: El total de EC hace referencia al conjunto de entidades de los grupos 1 y 2 del CFEN. El grupo 1 comprende los bancos cuyos activos representan el 2% o más del total de los activos del sector bancario. El grupo 2 comprende los bancos cuyos activos representan menos del 2% del total de los activos del sector bancario, las compañías de financiamiento, las corporaciones financieras, las cooperativas financieras y las instituciones oficiales especiales señaladas en el literal i) del numeral 5.31 del Capítulo XXXI de la CBCF, siempre y cuando dichas entidades tengan como grupo de activos significativos la cartera de créditos y operaciones de leasing.

Nota 2: "DP" hace referencia depósitos a plazo, "DV" a depósitos a la vista, FED a Fondeo Estable Disponible y FER a Fondeo Estable Requerido.

Nota 3: El crecimiento real anual se calcula utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (Formato 238); elaboración del Banco de la República.

C. Spread por plazo de las tasas de CDT frente a tasas de mercado



Nota 1: el diferencial se calcula como la diferencia entre la tasa promedio ponderada de los CDT y la tasa promedio de la OIS, según el plazo. Para los plazos inferiores a seis meses, se utilizó la tasa promedio de la OIS a tres meses; para los comprendidos entre seis meses y un año, se emplearon las tasas promedio a 6, 9 y 12 meses; y para los plazos superiores a un año, se consideraron las tasas promedio entre 18 y 24 meses.

Nota 2: la información está actualizada al 30 de septiembre de 2025.

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

explicado principalmente por las mayores emisiones de CDT con plazos superiores a un año (una fuente de fondeo estable según la definición del CFEN). Lo anterior se dio en un contexto en que las tasas de captación en todos los plazos han disminuido en lo corrido del año y se mantienen alineadas con las expectativas de la TPM. En concordancia, el diferencial entre las tasas de CDT y la de los contratos *overnight index swap* (OIS)¹⁶ ha disminuido en el último año, lo cual indica que las tasas de CDT no han registrado presiones al alza por estrategias del fondeo, tal como se observó a mediados de 2022 (Gráfico 1.24, panel C). De cara al futuro, los EC deberán continuar fortaleciendo su fondeo estable, en línea con el crecimiento esperado de la cartera y las mayores necesidades de recursos que este conlleva¹⁷.

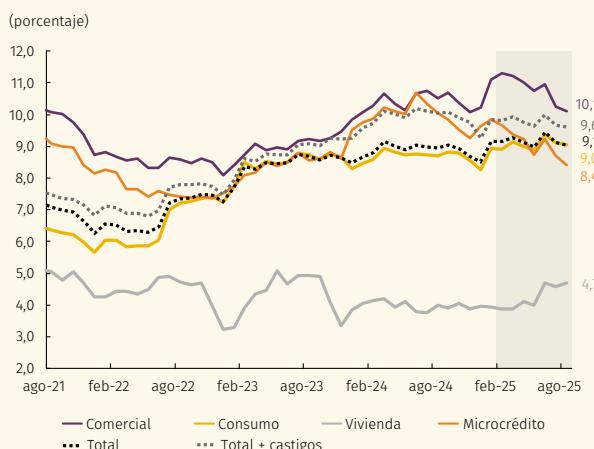
-
- 16 Los contratos de OIS del esquema del indicador bancario de referencia (IBR) consisten en el acuerdo entre dos partes de intercambiar una tasa de interés fija por una variable para un plazo específico, siendo esta última la media geométrica de las tasas overnight formadas durante el período. A partir de las tasas de interés pactadas de estos contratos es posible extraer expectativas de la senda de tasa de política monetaria (TPM) del Banco de la República para un horizonte de tiempo determinado. Un mayor detalle de las características de los contratos OIS puede encontrarse en el “Recuadro 1: Sensibilidad de las tasas OIS de Colombia a factores idiosincráticos, regionales e internacionales”. del *Reporte de mercados financieros* del tercer trimestre de 2024
 - 17 Véase el “Recuadro 2: Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN): La importancia de un requerimiento de liquidez estructural en Colombia”. En este se analizan los cambios regulatorios más recientes del CFEN y se recomienda a los EC adoptar de manera anticipada la diferenciación entre depósitos operativos y no operativos, conforme a la Circular Externa 012 de 2025 de la SFC. Esto con el fin de mantener una estructura de fondeo alineada con los estándares internacionales y que respalde adecuadamente sus operaciones activas, en un contexto en el que se prevé un comportamiento favorable de la cartera en los próximos meses.

Sombreado 2. Cooperativas de ahorro y crédito

Las cooperativas de ahorro y crédito (CAC)¹ tienen una amplia presencia regional, lo que les permite atender poblaciones de bajos recursos en zonas apartadas en donde a menudo son la única opción de acceso a servicios financieros formales. Estas entidades son reconocidas por su amplia distribución geográfica, su gran base de asociados, el tamaño de algunas entidades y sus interconexiones con instituciones vigiladas por la SFC. Además, dada su labor de intermediación financiera, enfrentan diversos riesgos que pueden tener implicaciones para la estabilidad financiera. Por lo tanto, incluirlas en los análisis es fundamental para obtener un panorama completo del sistema financiero.

Durante el 2025, la cartera de créditos de las CAC registró el mayor crecimiento real anual de los últimos dos años, mientras que el ICM aumentó principalmente por el deterioro de las carteras de consumo y vivienda. A agosto de 2025, la cartera de las CAC creció 2,3% en términos reales anuales, tasa que no se registraba desde octubre de 2022. Este repunte estuvo impulsado por el dinamismo de las carteras de consumo y microcrédito (con participaciones del 73,8% y el 9,7% de la cartera total, respectivamente) que crecieron el 1,7% y el 9,6% en términos reales anuales. En contraste, las carteras de crédito a empleados y vivienda continuaron mostrando variaciones negativas. Por otro lado, el ICM aumentó y se ubicó en 9,0%, impulsado principalmente por el deterioro de la cartera de consumo (la de mayor participación dentro del sector) y de la cartera de vivienda (Gráfico S2.1). De igual forma, el ICM con castigos ascendió a 9,6%. En conjunto, estos resultados reflejan un deterioro persistente de la calidad de cartera, que se mantiene en niveles históricamente altos desde 2023.

Gráfico S2.1
Indicador de calidad por mora a 30 días (ICM) para el sector cooperativo



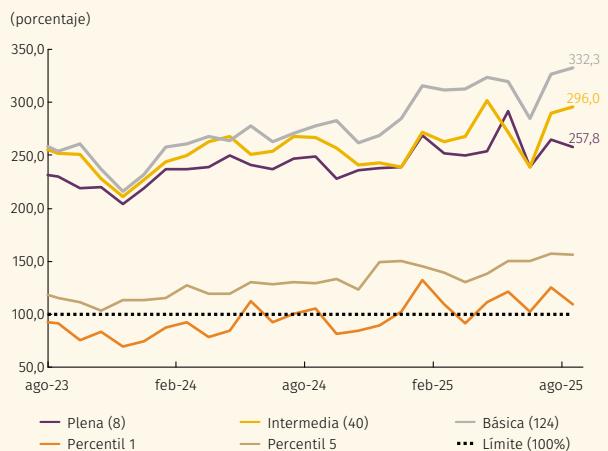
Nota: el indicador de calidad por mora se calcula como el saldo de cartera con mora mayor a 30 días dividido por el saldo de cartera bruta.

Fuente: Fogacoop; elaboración del Banco de la República.

En términos de liquidez y solvencia, las CAC se encuentran en niveles ampliamente superiores a los mínimos regulatorios, mientras que su fondeo continúa consolidándose en depósitos de corto plazo en línea con el proceso de recomposición que se ha observado en la historia reciente. La liquidez agregada del sector continuó aumentando en 2025 y los indicadores de solvencia y liquidez² para los tres tipos de CAC³ permanecen en

- 1 Las cooperativas de ahorro y crédito (CAC) son 173 entidades vigiladas por la Superintendencia de Economía Solidaria (SES) que practican labores de intermediación financiera, es decir, cuentan con sección de ahorro y crédito.
- 2 El indicador de liquidez se calcula según la metodología establecida por Fogacoop para las CAC. Para más información sobre la construcción de este indicador revisar el Anexo 4 del Abecé del indicador de riesgo compuesto.
- 3 La categorización de las entidades se realizó siguiendo la normativa actual donde las cooperativas con un valor total de activos menor a 315.000.000 unidades de valor real (UVR) se consideran básicas; entre 315.000.000 y 1.400.000.000 UVR se consideran intermedias, y aquellas con más de 1.400.000.000 UVR, se clasifican como plenas.

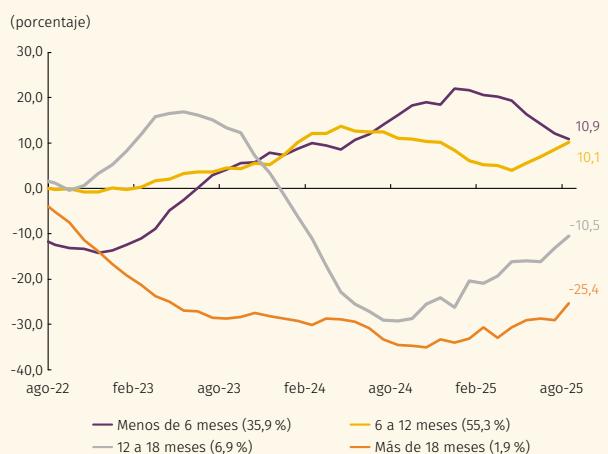
Gráfico S2.2
Indicadores de liquidez agregada de las CAC



Nota: el indicador de riesgo de liquidez se calcula como la suma de los activos líquidos netos y los ingresos esperados dividida por la suma de las salidas esperadas contractuales y no contractuales.

Fuente: Fogacoop; elaboración del Banco de la República.

Gráfico S2.3
Crecimiento real anual de los CDAT emitidos por las CAC



Nota 1: los crecimientos reales se calculan utilizando el índice de precios al consumidor sin alimentos.

Nota 2: en paréntesis se exponen las participaciones de cada plazo en el total de los CDAT.

Fuente: Fogacoop; elaboración del Banco de la República.

niveles que superan el doble del requerimiento exigido por la Superintendencia de Economía Solidaria para ambos indicadores (Gráfico S2.2). Por su parte, el fondeo de las CAC continúa concentrándose en depósitos de corto plazo, en línea con el proceso de recomposición observado en los últimos años. Desde finales de 2023, la predominancia de los depósitos a corto plazo sobre los de mayor plazo se ha acentuado, tanto en las tasas de crecimiento como en su participación dentro del fondeo total. Los CDAT representan el 39,6% del fondeo total (pasivos más patrimonio) y el 91,2% de estos se concentra en el corto plazo (Gráfico S2.3).

El sector cooperativo es capaz de enfrentar sus obligaciones, adaptarse a cambios y sostener su estabilidad financiera, aunque presenta vulnerabilidades latentes que se deben monitorear. A agosto del 2025, las CAC registraron el mayor crecimiento real anual de su cartera de los últimos dos años y mantuvieron niveles de liquidez y solvencia ampliamente superiores a los mínimos regulatorios. No obstante, se evidenció deterioro en la calidad de la cartera y se siguió consolidando la concentración del fondeo en el corto plazo. Respecto a las vulnerabilidades del sector, se destaca el crecimiento de la participación de los títulos de corto plazo en la composición del fondeo, lo que hace a las entidades dependientes a las renovaciones constantes de estos títulos y vulnerables antes cambios repentinos en las condiciones del mercado. Por su parte, el riesgo de crédito se ha venido materializando en los últimos años, ya que la morosidad se ha mantenido en niveles históricamente altos. Además, las entidades que otorgan microcrédito han manifestado que presentan rezagos respecto a la adopción de nuevas tecnologías en su portafolio de servicios, lo que las ha hecho menos competitivas y con menor acceso a nuevos clientes⁴. Otra vulnerabilidad latente del sector se encuentra asociada a la dinámica de la tasa de usura, especialmente en la cartera de microcrédito en donde esta puede generar mayor exclusión financiera e impactos en la rentabilidad de las entidades. Por otro lado, cabe destacar que el Fondo de Garantías de las Entidades Cooperativas (Fogacoop) tiene la posibilidad, según lo establecido en la normatividad del Banco de la República, de convertirse en agente colocador de OMA, lo cual permitiría que el sector contara con mejores herramientas para preservar su liquidez. Finalmente, a pesar de las vulnerabilidades latentes, las CAC presentan una posición financiera sólida que les permite cumplir sus obligaciones, enfrentar escenarios adversos y adaptarse a cambios regulatorios o económicos sin comprometer su estabilidad.

⁴ Ver el apartado de microcrédito de las entidades no vigiladas por la SFC del Reporte de la situación de crédito en Colombia de junio y septiembre de 2025.

Sombreado 3. Establecimientos de crédito: balances consolidados

La presencia de la banca colombiana en Centroamérica ha sido notable en las últimas décadas y ha permitido a los bancos colombianos generar una mayor diversificación.

La exposición a las regiones donde los bancos colombianos tienen presencia puede clasificarse en directa e indirecta. La exposición directa corresponde a la relación que mantienen los bancos colombianos con sus entidades subordinadas¹, cuyos resultados deben consolidar en sus estados financieros. Por su parte, la exposición indirecta surge cuando los bancos colombianos pertenecen a un mismo grupo, matriz o conglomerado junto con otras entidades, pero sin la obligación de consolidar su operación en sus estados financieros. Además, la expansión de las operaciones en Centroamérica ha permitido a las entidades financieras colombianas diversificar sus fuentes de recursos, lo que se traduce en una mayor resiliencia ante cambios económicos locales. Esta diversificación se refleja al comparar los resultados consolidados con los individuales, pues se observan diferencias tanto en los perfiles de riesgo como en los niveles de rentabilidad (Cuadro S3.1). En particular, la consolidación de resultados provenientes de distintas jurisdicciones contribuye a mitigar el impacto de eventos adversos en mercados específicos y a aprovechar oportunidades de crecimiento en economías con dinámicas distintas a la colombiana.

Cuadro S3.1
Principales indicadores financieros de los EC a nivel consolidado e individual

Indicador	Consolidado		Consolidado sin Bancolombia		Individuales	
	dic-24	jun-25	dic-24	jun-25	dic-24	jun-25
Crecimiento real anual del activo	3,4%	-6,4%	1,1%	0,3%	-0,9%	-0,1%
Crecimiento real anual de las inversiones	0,7%	-8,9%	-5,1%	-8,5%	7,4%	-0,2%*
Crecimiento real anual de la cartera total	0,7%	-9,6%	-1,2%	-2,1%	-2,1%	0,0%
Crecimiento real anual de la cartera comercial	3,5%	-8,1%	2,0%	-1,1%	0,2%	0,4%
Crecimiento real anual de la cartera de consumo	-6,1%	-13,5%	-7,3%	-5,6%	-8,4%	-3,7%
Crecimiento real anual de la cartera de vivienda	2,5%	-9,6%	-0,2%	0,1%	2,3%	5,1%
Crecimiento real anual de la cartera de microcrédito	2,7%	-1,0%	1,6%	0,8%	2,7%	3,9%
ICM de la cartera total	5,1%	4,9%	5,3%	5,3%	5,2%	5,0%
ICM de la cartera comercial	3,6%	3,6%	3,6%	3,8%	3,6%	3,7%
ICM de la cartera de consumo	7,0%	6,4%	6,9%	6,4%	6,9%	6,0%
ICM de la cartera de vivienda	7,0%	6,9%	7,0%	7,1%	6,8%	6,9%
ICM de la cartera de microcrédito	10,8%	10,2%	11,2%	10,5%	8,6%	7,7%
ROA	0,7%	1,0%	0,3%	0,6%	0,8%	1,1%
Solvencia básica	12,0%	12,1%	12,0%	12,4%	15,2%	14,0%*
Solvencia total	14,7%	14,7%	15,3%	15,1%	18,5%	16,9%*

* Debido a la reestructuración de Bancolombia con la creación del grupo Cibest, las inversiones y el patrimonio individual presentaron caídas.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de La República

1 Una entidad es subordinada de otra cuando su poder de decisión se encuentra sometido a la voluntad de otra(s) entidad(es) que será(n) su matriz o controlante, bien sea directamente, caso en el que se llamará filial, o por intermedio de las subordinadas de la matriz, en cuyo caso se llamará subsidiaria.

Tras la creación del Grupo Cibest la exposición directa del sistema financiero colombiano a esa región se redujo. Con la nueva matriz de Bancolombia, la exposición directa de la banca colombiana en Centroamérica se redujo debido a que Banitsmo (Panamá), Bancoagricola (El Salvador) y Banco Agromercantil (Guatemala) dejaron de ser reportados en los balances consolidados de Bancolombia; no obstante, al continuar haciendo parte de la misma matriz, y al ser esta colombiana, persisten vínculos indirectos entre las entidades mencionadas. En esta sección se analizan las dinámicas de los balances consolidados, es decir, únicamente la exposición directa.

Panamá es el país que concentra la mayor proporción de subordinadas de bancos colombianos en el exterior. A junio de 2025 el activo consolidado² de los establecimientos de crédito (EC) colombianos ascendió a COP 1.078 billones (b). De este total, el 12,1% corresponde al activo de subordinadas de bancos colombianos en el exterior³ que se distribuyen entre: Centroamérica (11 entidades, 11%), el Caribe (3 entidades, 0,4%) y Perú (1 entidad, 0,6%). En cuanto a la representatividad de estas subordinadas en su lugar de operación, aquellas ubicadas en Costa Rica, El Salvador y Panamá representan más del 10 % del activo del respectivo sistema bancario⁴. Por lo tanto, el desempeño macroeconómico y del sistema bancario de la región puede influir en los resultados de los bancos colombianos, y viceversa.

A nivel consolidado y con información a junio de 2025, la cartera de los EC continuaba registrando crecimientos reales negativos, situación que se exacerbó tras la reestructuración de Bancolombia con la creación del grupo Cibest. El 19 de mayo de 2025 entró en operación el Grupo Cibest, lo que implicó una reducción en el número y la representatividad de las subordinadas en el exterior con exposición directa de Bancolombia. Como resultado de esto, al implicar la exclusión de las entidades mencionadas anteriormente del balance consolidado, la cartera total se contrajo 9,63% en términos reales anuales. Si se excluye Bancolombia del cálculo, con el fin de limpiar las cifras del efecto de su reestructuración, en diciembre de 2024 se frenó la recuperación de la cartera y a junio de 2025 presentó un decrecimiento de 2,1% en términos reales anuales.

El buen desempeño económico y los bajos niveles de inflación en los países de Centroamérica han contribuido a una mejora en los indicadores de calidad de la cartera consolidada. En línea con la reducción del deterioro observado a nivel individual, se ha evidenciado una tendencia decreciente en la materialización del riesgo de crédito en todas las modalidades. Como resultado, el ICM consolidado⁵ se redujo marginalmente respecto al nivel observado al cierre de 2024 (5,1%) y se ubicó en 4,9%, incluyendo Bancolombia, nivel inferior al de este mismo indicador excluyendo esta entidad (5,3%). Aunque el ICM sin ajustar y ajustado permanece por encima de su promedio de los últimos diez años (4,5% en ambos casos), las condiciones macroeconómicas favorables en los países en los cuales los bancos colombianos tienen subsidiarias han influido positivamente en la mejora del ICM consolidado. En términos generales, el indicador de calidad de la cartera de los sistemas bancarios en los que los bancos colombianos tienen subsidiarias se mantuvo estable durante el último semestre; no obstante, se destaca que Panamá, que es la jurisdicción donde se concentra la exposición en el exterior, continúa presentando mejoras sostenidas en este indicador (para mayor detalle véase el *Informe especial de estabilidad financiera - Coyuntura macroeconómica y financiera en Centroamérica* del segundo semestre de 2025).

² El activo consolidado corresponde al total de los activos del grupo financiero una vez se combinan los estados financieros que se reportan a la Superintendencia Financiera de Colombia de todas sus entidades. A diferencia del conglomerado financiero, que se refiere a la estructura del grupo, el activo consolidado muestra su tamaño económico.

³ Los bancos con subordinadas en el exterior son Bancolombia, Davivienda, Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Itaú y GNB Sudameris. Este porcentaje incorpora el resultado de la reestructuración de Bancolombia tras la creación del Grupo Cibest. Para mayor información consulte el *Informe Especial de Estabilidad Financiera - Coyuntura macroeconómica y financiera en Centroamérica* del segundo semestre de 2025.

⁴ Costa Rica, 13,6%; El Salvador, 12,7%; y Panamá, 10,3%.

⁵ El ICM se calcula como la razón entre la cartera con más de 90 días de mora sobre la cartera total.

Aunque la rentabilidad consolidada ha sido inferior a la individual, los indicadores de solvencia consolidada se han mantenido en niveles adecuados y superiores a los límites regulatorios. Durante el último año, la rentabilidad del activo⁶ (ROA) a nivel consolidado ha presentado recuperaciones sostenidas, impulsadas principalmente por la recuperación de la cartera y menores gastos en provisiones derivadas de los mejores indicadores de calidad. Este comportamiento ha sido similar en tendencia con (1,0% vs. 0,6% en diciembre de 2024) y sin Bancolombia (0,6% vs. 0,1% en diciembre de 2024). En este contexto, los niveles de capital consolidados se ubicaron muy por encima de los mínimos regulatorios y, a junio de 2025, volvieron a presentar incrementos luego de haberse reducido marginalmente los dos trimestres anteriores. Estos altos niveles de capital reflejan una buena capacidad para absorber pérdidas y afrontar crisis, especialmente considerando que todas las entidades que consolidan sus balances presentaron un indicador de solvencia total por encima del 11% a junio de 2025.

Las tensiones comerciales con Estados Unidos y su política tributaria frente a las remesas podrían afectar la estabilidad macroeconómica de Centroamérica, lo que a su vez tendría impactos negativos para los bancos colombianos con presencia en la región. La alta dependencia de las economías centroamericanas a Estados Unidos, su principal socio comercial y fuente de los ingresos por remesas, las hace susceptibles a los efectos de las políticas de esta economía. En particular, las medidas arancelarias y la imposición de gravámenes a las remesas han generado volatilidad e incertidumbre en los mercados y representan un riesgo para la continuidad de la resiliencia económica observada hasta ahora en Centroamérica. Estos factores podrían afectar el desempeño de los sistemas financieros de los países de la región, pues, por ejemplo, choques que afecten su desempeño económico podrían ralentizar la recuperación de la cartera o incluso provocar su deterioro, especialmente si se ve afectado el ingreso de los deudores por gravámenes a las remesas. Así, considerando que las subordinadas de los bancos colombianos en el exterior se concentran en esta región, los riesgos que amenacen la estabilidad y el desempeño de sus sistemas bancarios podrían tener impactos negativos en el desempeño del sistema financiero colombiano.

6 El ROA se calcula como la razón entre la utilidad acumulada de los últimos doce meses de los EC y el valor de su activo total.

Recuadro 1. Caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2024

1. Introducción

Durante 2024 las firmas colombianas que acudieron a fuentes de financiamiento internacional se enfrentaron a una depreciación del peso frente al dólar del 15,3%¹. Este fenómeno puede ser un factor de vulnerabilidad externa para la economía por el posible impacto que puede tener en la inversión, el crecimiento, la liquidez y la solvencia de las firmas que tienen descalces cambiarios negativos. Una empresa sufre este fenómeno cuando sus pasivos en moneda extranjera son mayores a sus activos en moneda extranjera. En ese sentido, un descalce cambiario negativo expone financieramente a las firmas ante depreciaciones inesperadas de la moneda local. Asimismo, al afectar potencialmente su capacidad de pago, estas vulnerabilidades pueden impactar el sistema financiero local y generar presiones sobre los indicadores de calidad de la cartera.

La coyuntura actual está marcada por una depreciación del dólar, en un entorno de alta incertidumbre global y local. La política comercial más restrictiva de Estados Unidos y los efectos que puede tener sobre el comercio internacional y la persistencia de los conflictos geopolíticos pueden afectar la volatilidad y el comportamiento del dólar a nivel global. Por su parte, la debilidad en el frente fiscal podría afectar las condiciones financieras locales en Colombia. La evolución de estos factores va a ser determinante en el comportamiento de la tasa de cambio, por lo que es fundamental comprender las implicaciones que tendría una eventual corrección del dólar sobre las firmas que presentan descalces negativos y, en consecuencia, sobre el sistema financiero colombiano.

Considerando el contexto anterior, este recuadro caracteriza las firmas del sector real privado y público en Colombia que presentan descalce cambiario negativo². En la siguiente subsección se realiza una descripción de la dinámica del año 2024 de los descalces cambiarios negativos del universo de firmas colombianas del sector real³. Luego, se categoriza por nivel de riesgo una muestra de firmas para las cuales se dispone de información contable⁴. Por último, se analiza la exposición de los establecimientos de crédito (EC) a las firmas con descalces cambiarios negativos, y se finaliza con las conclusiones.

2. Resultados del descalce cambiario negativo: panorama general

A continuación, se describen los resultados del descalce negativo de las empresas privadas del sector real colombiano⁵. En los últimos diez años el descalce cambiario negativo medido en dólares estadounidenses ha tendido a ampliarse. Esta dinámica se explica por el crecimiento de la actividad económica, que hace que las firmas requieran de mayor capital de trabajo, y por sus mayores necesidades de financiamiento para realizar inversiones productivas. El mayor acceso a mercados internacionales que ha propiciado la apertura de líneas de crédito externas, los vínculos con casas matrices y las mayores necesidades de liquidez en

1 Tasa representativa del mercado (TRM) fin de 2024 frente a la de fin de 2023.

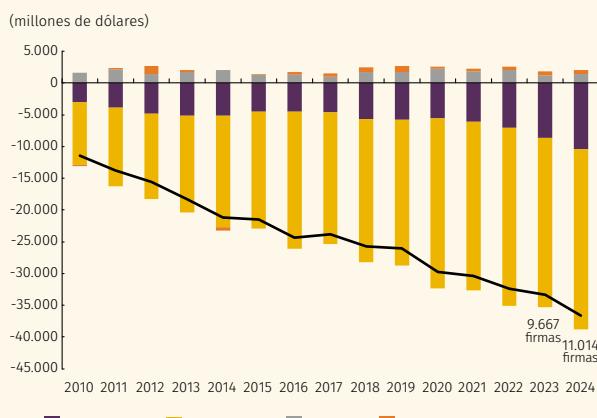
2 Solo se analizan las firmas con descalce cambiario negativo. Las firmas con descalce cambiario positivo o nulo no son objeto de estudio del presente documento.

3 En el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre del año 2022 se detallan las fuentes de información y la metodología de cálculo.

4 En el Recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del año 2022 se detallan las fuentes de información y la metodología de cálculo del riesgo de las firmas con descalce nominal negativo.

5 Dentro de este análisis no se incluyen establecimientos de crédito ni instituciones financieras no bancarias; así mismo, se excluyen algunas firmas que poseen pasivos por *leasing* financiero debido a que este tiene como garantía un activo real (bien de capital) del mismo valor.

Gráfico R1.1
Desagregación del descalce cambiario negativo



Fuentes: Banco de la República, DANE, DIAN, MHCP; cálculos del Banco de la República.

divisas han generado que la deuda en moneda extranjera contratada por empresas colombianas haya aumentado, sin que lo hagan en la misma proporción sus activos en esta denominación. Por otro lado, las condiciones de los mercados financieros también han afectado el endeudamiento en moneda extranjera, por lo que la depreciación del peso frente al dólar durante 2024 y las menores tasas de interés internacionales han sido factores que han impulsado dicho aumento.

En 2024 el 69,8% de las firmas del sector real con endeudamiento externo⁶ presentó un descalce cambiario negativo. Este porcentaje agrupa 11.014 firmas, las cuales acumulan un descalce cambiario negativo por valor de USD 36.668 millones (m), cifra superior a la observada en el año 2023, cuando 9.667 firmas acumularon un descalce negativo de USD 33.387 m (Gráfico R1.1). El 10% de estas firmas concentra alrededor del 91% de su valor. La caracterización del valor del descalce estará determinada en gran medida por estas firmas. La alta concentración del descalce negativo se ha presentado recurrentemente en los diferentes años de estudio. Por componentes, este incremento anual se explica por el aumento de la deuda tanto de corto como de largo plazo (USD 3.474 m), efectos compensados parcialmente por un aumento en la tenencia de activos financieros (USD 136 m) y la mayor posición neta de *forwards*⁷ (57 m).

Por sectores económicos, el descalce negativo está distribuido, principalmente, en su orden, en industria manufacturera, comercio, suministro de electricidad y gas, transporte y almacenamiento, y el sector de información y comunicaciones. Las empresas que operan en estos sectores representan el 65,5% del valor total del descalce cambiario negativo en el año 2024.

3. Resultados de la clasificación por riesgo de descalce cambiario negativo

Esta sección describe los resultados del cálculo de los indicadores de riesgo del descalce cambiario negativo de las empresas privadas del sector real colombiano. Estos indicadores miden la importancia relativa del descalce individual de las firmas con respecto a sus hojas de balance (activos, ingresos, etc.) y tienen como fin clasificar las firmas por su nivel de riesgo de descalce cambiario negativo. En esta clasificación, el nivel 1 se interpreta como el de mayor riesgo, mientras que el 3, como el de menor riesgo. Para cada firma, cada uno de los siguientes indicadores de riesgo se clasifica en nivel 1, 2 o 3: nivel del descalce como proporción de sus activos totales, balance comercial como proporción de sus ingresos operacionales y porcentaje de participación de capital extranjero⁸.

Del total de las 11.014 firmas con descalce cambiario negativo en 2024, se cuenta con información de balances para el 34% de ellas, las cuales representan el 76% del monto total del descalce cambiario negativo. Estas proporciones son similares a las observadas desde el año 2016 en el número de firmas, mientras que el monto del descalce oscila

6 En este ejercicio se tiene el universo de firmas colombianas del sector real con endeudamiento externo gracias a la fuente de información utilizada. Se pueden consultar más detalles en el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre del año 2022.

7 Los activos en moneda extranjera corresponden a los préstamos activos, bonos y depósitos, mientras que la posición neta de *forwards* de divisas es la diferencia entre operaciones de compras y ventas. Cuando el resultado neto de las compras menos ventas de *forwards* de divisas es positivo, este monto se incluye dentro de los activos; mientras que si es negativo, se incluyen dentro de los pasivos.

8 Para mayor detalle del cálculo de los indicadores, ver el Recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del año 2022.

entre el 49% y el 76%. A partir de esta submuestra de firmas, se calculan los indicadores y se clasifican de acuerdo con su nivel de riesgo.

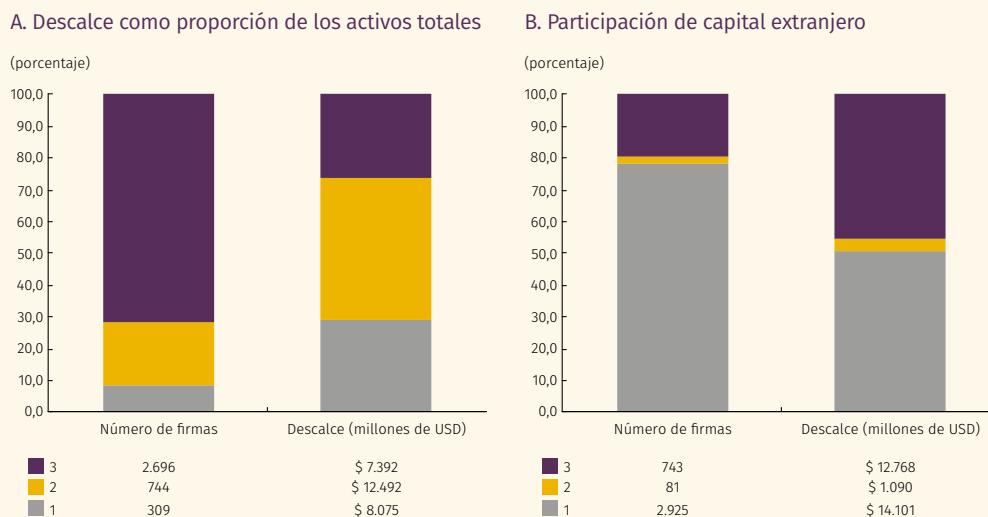
Los resultados muestran que, para 2021, en términos del valor total del descalce negativo, el indicador que muestra un mayor riesgo para las firmas es la proporción del descalce sobre sus activos totales (Gráfico R1.2, panel A). Solamente 309 empresas (8,2% del total) mostraron un nivel de riesgo alto según este indicador. Sin embargo, estas firmas concentran el 29% del monto total de descalce para las empresas que reportaron balances.

Respecto a la participación de capital extranjero (Gráfico R1.2, panel B), si bien el 78% de las firmas se clasifica en el nivel más alto de riesgo⁹ (2.925 firmas), el valor del descalce que estas acumulan es igual a la suma de los otros dos niveles de riesgo más moderado (niveles 2 y 3). En estos se clasifican un menor número de firmas, pero con niveles de participación de capital extranjero más altos.

Finalmente, el indicador de balance comercial como proporción de los ingresos operacionales (Gráfico R1.2, panel C) refleja que el 44% de las firmas y el 41% del valor del descalce se clasifican en el nivel de riesgo más bajo; *i. e.*: estas empresas tienen una balanza comercial positiva, por lo que, ante una depreciación, recibirían mayores ingresos en pesos. Solo 443 firmas (12%) presentan una balanza comercial negativa mayor al 50% de sus ingresos operacionales.

A partir de los tres componentes, se construyó el indicador de riesgo global, el cual promedia y aproxima los tres indicadores previamente descritos (Gráfico R1.2, panel D). Los resultados sugieren que, tanto por nivel de descalce como por número de firmas, la principal clasificación obtenida para las firmas analizadas es el nivel de riesgo medio. Las firmas con una exposición alta (que pueden llegar a tener problemas de liquidez o solvencia), la cual pone en riesgo su estabilidad ante depreciaciones, representan una proporción baja tanto en número de firmas (3%) como en monto de descalce en dólares (6%). Esto indica que, en promedio, las empresas con descalce negativo buscan mitigar su exposición ante depreciaciones repentinas del peso colombiano compensando entre su desbalance comercial, el tamaño relativo de su descalce negativo y su capacidad de obtener divisas de una casa matriz en el exterior. Frente a los resultados del año anterior se observa un aumento tanto en el número de firmas (87) como en el monto del descalce (USD 1.000 m); sin embargo, la proporción de firmas con este alto nivel de riesgo sigue siendo bajo.

Gráfico R1.2
Indicadores de riesgo



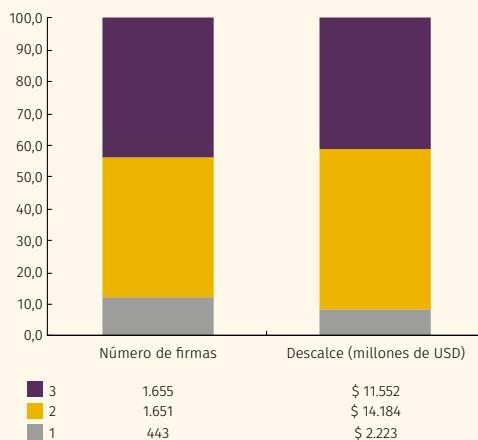
⁹ Riesgo más alto corresponde a una baja o nula participación de capital extranjero dentro de la composición accionaria de la firma.

Gráfico R1.2 (continuación)

Indicadores de riesgo

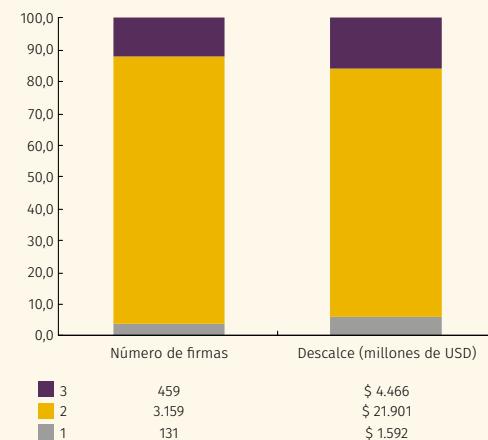
C. Balanza comercial frente a ingresos operacionales

(porcentaje)



D. Indicador total

(porcentaje)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y el Banco de la República; elaboración propia.

Con el fin de identificar las actividades económicas más expuestas ante una fuerte depreciación del peso, se desagregaron por sectores las firmas que presentan indicadores de riesgo medio (2) o alto (1). Dos de los cinco principales sectores, que agrupan el 73,6% de las firmas y el 72,3% del valor del descalce, son industrias manufactureras y comercio. Por su parte, las actividades dedicadas al suministro de servicios públicos (transporte y comunicaciones, y electricidad, gas y agua) no poseen cobertura natural por la ausencia de ingresos en divisas; sin embargo, la alta concentración de la producción en pocas firmas de estos sectores les permite utilizar los recursos de sus ventas internas para apalancar sus compromisos en dólares.

En 2024 el descalce negativo de las empresas del sector público, las cuales suman catorce firmas, asciende a USD 21.119 millones, superior al nivel del año 2023 en 9,2% (USD 1.776 m). El 96% de este monto se concentra en tres conglomerados que pertenecen al sector mineroenergético, y de suministro de electricidad, gas y agua. Las firmas que concentran el descalce participan activamente en la exportación de bienes, por lo que cuentan con coberturas naturales. En general, estas empresas cuentan con importantes inversiones directas en el exterior, particularmente en Centro y Suramérica, y tienen alta participación dentro de sus respectivos mercados, lo cual les permitiría transferir a sus consumidores los mayores costos asociados con una hipotética depreciación del peso. Lo anterior permite que estas firmas se ubiquen en el menor nivel de riesgo.

4. Exposición del sistema financiero local a las firmas privadas con descalce cambiario negativo

Esta sección analiza la exposición individual de los EC a las firmas del sector corporativo privado que presentan descalce cambiario negativo. Lo anterior es relevante dado que los ingresos de estas firmas pueden verse afectados ante una depreciación del peso frente al dólar, lo que puede deteriorar su capacidad de pago y, en consecuencia, la calidad de la cartera del sistema financiero. El análisis se enfoca en dos grupos:

1. Las firmas con información contable disponible, clasificadas en el mayor nivel de riesgo (nivel 1).
2. Las firmas que no cuentan con información contable y no es posible calcular su nivel de riesgo¹⁰.

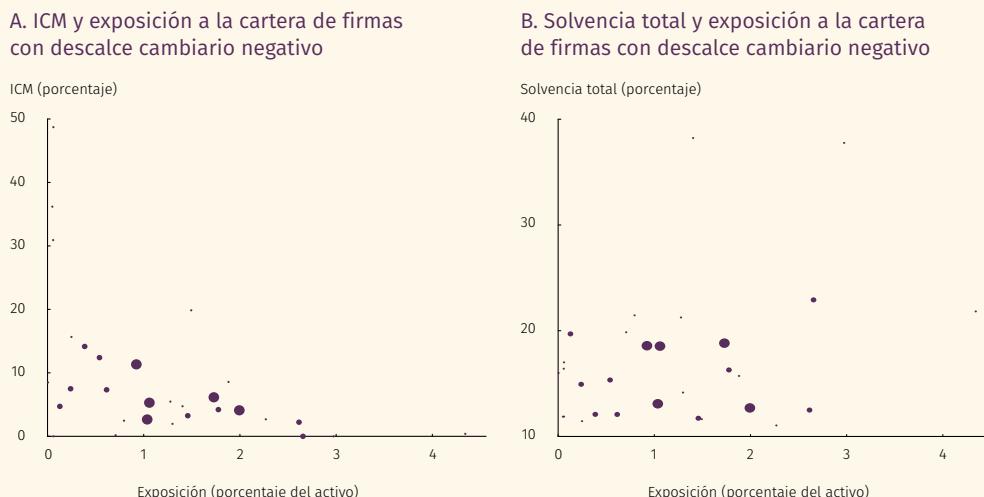
¹⁰ Esta es una medida ácida de la exposición de los EC al riesgo de crédito de las firmas con descalce cambiario negativo; por tanto, es una métrica más completa de la exposición de los EC, teniendo en cuenta la ausencia de información contable para algunas firmas.

Para calcular la exposición de los EC se utiliza el grupo de firmas descrito que tiene como corte de información diciembre de 2024. Para ello, se utilizan los balances y las exposiciones individuales de aquellos EC que tienen cartera vigente con este grupo al mismo corte¹¹.

En 2024, la exposición de los EC a las firmas con descalce cambiario negativo, medida como la cartera a firmas con descalce negativo sobre el activo, fue en promedio del 0,2% para las firmas con nivel de riesgo 1, y del 1,2% para las que no tienen información contable. Respecto al año anterior, se observó estabilidad para el primer grupo (0,2% en 2023), y un aumento para el segundo grupo (1,0% en 2023). A nivel individual, la mayoría de las entidades registraron una baja exposición, que fue inferior al 4% para ambos grupos. En cuanto a la calidad de la cartera de las firmas con descalce negativo, los EC que presentan una mayor exposición (mayor al 2%), son pequeñas y medianas entidades, y presentan bajos niveles de morosidad (Gráfico R1.3, panel A). Por su parte, las entidades con cartera con ICM más alto (15%) son pequeñas, y tienen baja exposición a estas firmas (en promedio 0,4%). Lo anterior indica que los EC son cuidadosos en su colocación a firmas con grandes exposiciones cambiarias, lo que atenúa el riesgo de crédito ante una depreciación del peso frente al dólar. Al realizar el seguimiento de la cartera otorgada a las firmas con descalce negativo, para junio de 2025 se evidencia un incremento en el ICM promedio tanto para el total de firmas descalzadas (13,18% en junio de 2025 vs. 9,69% en diciembre de 2024), como para las de mayor riesgo (13,37% en junio de 2025 vs. 10,06% en diciembre de 2024). Sin embargo, la exposición frente a estas firmas permanece en niveles bajos, especialmente para las que presentan altos niveles del ICM.

En cuanto a la cobertura¹² de la cartera descalzada en mora, esta se ubicó en promedio en un 53,1%. Sin embargo, gran parte de estos créditos cuentan con garantías idóneas, cuyo valor permite cubrir una parte del crédito, por lo que, en el agregado, al tener en cuenta las provisiones y las garantías, los EC cuentan con suficientes recursos para enfrentar el riesgo de crédito. Por otro lado, en términos de capital, los EC más expuestos tienden a tener mayores niveles de solvencia total (en promedio, los EC con exposición mayor al 1% cuentan con niveles de solvencia del 18%, aproximadamente) (Gráfico R1.3, panel B). Por tanto, se encuentra que los EC cuentan con suficientes recursos para enfrentar la materialización de riesgos relacionados con el deterioro de la cartera de las firmas descalzadas ante un escenario de alta volatilidad de la tasa de cambio.

Gráfico R1.3
Exposición de los EC a las firmas con descalces cambiarios negativos (diciembre de 2024)



Nota: el tamaño de los puntos hace referencia al tamaño de los EC. Hay tres categorías: pequeños (activo total menor a 10 b), medianos (activo total entre 10 b y 50 b) y grandes (activo total mayor a 50 b).

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

¹¹ La información de la exposición de los EC proviene del Formato 341, “Informe individual por deudor: operaciones activas de crédito”, de la Superintendencia Financiera de Colombia. El análisis se centra en la información a diciembre de 2024, teniendo en cuenta que la información de descalces es de periodicidad anual y los últimos balances de las firmas están a 2024.

¹² La cobertura se define como las provisiones sobre la cartera en mora.

5. Conclusiones

En un contexto de depreciación nominal del peso entre 2023 y 2024 (15,3%), se observa un incremento en el monto total del descalce cambiario negativo (crecimiento del 9,8% en el último año) en el mismo periodo. Lo anterior se debió, principalmente, a un incremento en el endeudamiento en moneda extranjera, que puede explicarse por un entorno de menores tasas de interés internacionales respecto de las locales y de recuperación de la actividad económica. Esto cobra relevancia, teniendo en cuenta un contexto como el actual en donde se ha visto un debilitamiento del dólar, lo cual implica un riesgo ante una posible corrección de esta tendencia, que podría afectar los ingresos de las firmas descalzadas y, a su vez, deteriorar la cartera de los EC. Los resultados de la clasificación de las firmas privadas con descalce cambiario negativo sugieren que la mayoría se clasifica como de riesgo medio, y acumula el mayor valor del descalce total. Una pequeña porción se ubica dentro del grupo de mayor riesgo cambiario, con un descalce total que representa el 6% del monto total del descalce negativo: 3,3 pp más que en el año anterior. Las firmas de riesgo alto y medio pertenecen a la industria manufacturera, comercio y turismo, así como a sectores regulados, y tienen una participación de mercado concentrada en pocas empresas (transporte y comunicaciones, y electricidad, gas y agua). Por su parte, las firmas que concentran el descalce del sector público se ubican en el grupo de menor riesgo, ya que cuentan con coberturas naturales, alta participación dentro de sus respectivos mercados y bajos niveles de descalce respecto a los activos. Finalmente, se encuentra que los EC tienen una baja exposición a las firmas con descalce cambiario clasificadas como de riesgo alto (en promedio el 0,2% para las firmas de riesgo 1, y el 1,2% para el grupo sin información contable), pese a que esta exposición aumentó frente a 2023. Esto indica que, ante fuertes movimientos de la tasa de cambio, que tengan implicaciones en los ingresos de las firmas descalzadas, el sistema financiero no se vería afectado de manera considerable y de forma directa a través de este canal. Por último, dado que el descalce cambiario tiende a aumentar por las mayores necesidades de financiamiento para realizar inversiones productivas, derivado del crecimiento de la actividad económica, el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias permitiría atenuar los riesgos asociados con la volatilidad de la tasa de cambio para las firmas descalzadas¹³.

Referencias

- Carmona-Duarte, A.; Martínez-Osorio, A.; Niño-Cuervo, J. (2022). “Descalce cambiario negativo del sector real en Colombia en 2021”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, Recuadro 1, primer semestre.
- Carmona-Duarte, A.; Martínez-Osorio, A.; Niño-Cuervo, J. (2022). “Una caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2021”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, Recuadro 3, segundo semestre.

¹³ Para más detalle de la asistencia técnica realizada por el Fondo Monetario Internacional con respecto al mercado de coberturas cambiarias, ver el reporte.

Recuadro 2. Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN): la importancia de un requerimiento de liquidez estructural en Colombia

Los establecimientos de crédito (EC)¹ son entidades cuya principal actividad es la intermediación financiera, caracterizada por la transformación de plazos. En este proceso se canalizan recursos captados del público, como los depósitos, que suelen tener plazos cortos, hacia inversiones que usualmente tienen plazos medianos y largos, tal como los créditos (Diamond y Dybvig, 1983). En este contexto, dicha actividad conlleva un riesgo de liquidez inherente, dado que las fuentes de fondeo, que incluyen los depósitos del público, pueden reducirse abruptamente ante cambios en las condiciones de mercado. En estos escenarios, los EC pueden verse obligados a vender sus activos de manera acelerada (usualmente asumiendo pérdidas por la urgencia de liquidez), o a incumplir el pago de sus obligaciones. Estas dinámicas pueden comprometer la estabilidad de las entidades y, de forma más amplia, generar tensiones sistémicas que afecten la estabilidad financiera y, en última instancia, la actividad económica.

Teniendo en cuenta la relevancia del riesgo de liquidez de los EC para la estabilidad financiera, este recuadro tiene como objetivo analizar el *net stable funding ratio* (NSFR), indicador diseñado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014) para la gestión de la liquidez estructural, así como su aplicación reciente en el caso colombiano mediante el coeficiente de fondeo estable neto (CFEN). El recuadro se organiza en cuatro secciones: la primera expone los fundamentos del indicador de liquidez estructural, su origen, importancia y adopción a nivel internacional; la segunda analiza su implementación en Colombia y los cambios regulatorios más recientes; la tercera discute la conveniencia de desarrollar una medida similar que diferencie las exposiciones por moneda para el caso colombiano, y la cuarta concluye.

1. Indicador de liquidez estructural: origen e importancia

Como se mencionó, la actividad de intermediación bancaria tiene un riesgo de liquidez inherente debido a la transformación de plazos de pasivos de corto plazo en activos con mayores vencimientos para obtener mayor rentabilidad. Esto genera una concentración del fondeo en financiamiento de corto plazo, que puede retirarse rápidamente ante cambios en el mercado. Para mitigar este riesgo de descalce en la estructura de plazos y fortalecer la resiliencia del sistema bancario, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014) introdujo el NSFR, como complemento del *liquidity coverage ratio*² (LCR). Este indicador exige a los bancos una estructura de fondeo estable y coherente en términos de plazo con la composición de sus activos y las exposiciones fuera de balance. En este sentido, el NSFR, como indicador prudencial, permite el monitoreo de la liquidez estructural, y su diseño no debe verse influenciado por factores coyunturales asociados con el ciclo económico o financiero.

El NSFR se calcula como el cociente entre la financiación estable disponible (*available stable funding*, ASF) y la financiación estable requerida (*required stable funding*, RSF). En primer lugar, la ASF corresponde a la suma ponderada de los recursos propios y ajenos (patrimonio y pasivos) que los EC utilizan para otorgar créditos y hacer inversiones en un horizonte de un año. Cada componente se pondrá según: 1) su plazo de vencimiento, 2) el tipo de instrumento y 3) la naturaleza de su contraparte.

1 Se consideran EC a aquellas instituciones financieras cuya función principal consiste en la captación en moneda legal de recursos del público en forma de depósitos a la vista o a término para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos, inversiones u otras operaciones activas. Dentro de este grupo se incluyen los bancos, las compañías de financiamiento (CFC), las corporaciones financieras (CF) y las cooperativas financieras.

2 Es un indicador diseñado para fortalecer la resiliencia del perfil de riesgo de liquidez de corto plazo, asegurando que las entidades mantengan suficientes activos líquidos de alta calidad para atender sus obligaciones y resistir escenarios de tensión severa durante un horizonte de treinta días.

En términos del plazo, los pasivos de largo plazo tendrán mayores ponderadores, debido a que la entidad tiene mayor seguridad acerca de los recursos con los que cuenta para financiar su operación, lo cual le permite hacer una gestión más ordenada de sus activos. En segundo lugar, los depósitos con vencimiento definido, como los depósitos a plazo, se consideran una fuente de fondeo más estable, dado que los depositantes no pueden retirar los recursos antes del vencimiento sin previo acuerdo, a diferencia de lo que ocurre con los depósitos a la vista. Finalmente, en términos de la contraparte, aquellos depósitos que provienen de clientes minoristas y pequeñas empresas se consideran más estables y se les asigna un mayor ponderador, debido a que estos agentes suelen tener una menor propensión a retirar sus recursos de la entidad de forma inesperada porque cuentan con la cobertura del seguro de depósitos (Comité de Supervisión Bancaria, 2013).

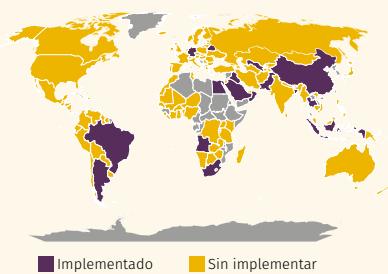
En segundo lugar, la RSF corresponde a la suma ponderada de los activos que son financiados con la ASF. Los factores de ponderación asignados a cada categoría buscan reflejar la proporción del activo que requiere fondeo estable, considerando su grado de liquidez y la posibilidad de ser vendido o utilizado como garantía en operaciones en horizontes de hasta un año. En consecuencia, los activos menos líquidos o con vencimientos más largos, como los préstamos con plazos superiores a un año o aquellos comprometidos como garantía en otras operaciones, reciben ponderaciones más altas, dado que requieren una mayor cantidad de recursos estables para ser financiados sin incurrir en pérdidas significativas, en caso de requerirse liquidaciones.

Dado que el objetivo del NSFR es mantener acotado el descalce de plazos entre las fuentes de financiamiento y las operaciones activas de los EC, los lineamientos de Basilea III establecen que este indicador debe ser, como mínimo, del 100 % en todos los casos. Esto implica que el monto del patrimonio y de los pasivos ponderados de la entidad debe ser igual o superior al valor de sus activos ponderados.

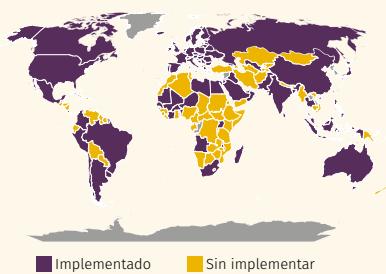
En cuanto al proceso de implementación del NSFR, este ha sido gradual, como lo muestra la encuesta de política macroprudencial del FMI (2024). Aunque el Comité de Basilea recomendó la entrada en vigor del indicador a partir de enero de 2018, para diciembre de 2017 solo 22 países lo habían incorporado en su regulación, de los cuales únicamente dos (Brasil y Argentina) pertenecían a la región (Mapa R2.1, panel A). Para 2023, el número de países que habían adoptado el NSFR ascendió a 94, con un notable aumento en Europa y América; dentro de esta última se encuentra Colombia (Mapa R2.1, panel B). No obstante, en algunos países donde los EC colombianos mantienen exposiciones, aún no se ha implementado un indicador equivalente al NSFR.

Mapa R2.1
Implementación del NSFR a nivel mundial

A. 2017



B. 2023



Nota: los cortes de información mostrados en los paneles A y B corresponden a las medidas reportadas por cada país al final de cada año en la encuesta de política macroprudencial del FMI.
Fuente: FMI (2024); elaboración propia.

Con la adopción de este indicador como herramienta para la gestión del riesgo de liquidez, se han desarrollado múltiples investigaciones orientadas a analizar sus efectos sobre la estabilidad financiera y los establecimientos bancarios. Estas han encontrado que el NSFR reduce tanto la probabilidad de quiebra individual de los bancos como la ocurrencia de crisis bancarias, debido a que les exige a las entidades un cambio en la estructura de su fondeo hacia fuentes de financiamiento más estables y una alineación del crecimiento de su activo a estas (Ashraf *et al.*, 2016; Chiaramonte y Casu, 2017; Dietrich *et al.*, 2014; Khalifeh *et al.*, 2025; Maturindwa *et al.*, 2020; Yan *et al.*, 2012). Esto sugiere que las entidades que cumplen con los requerimientos de liquidez del NSFR presentan una mayor resiliencia frente a choques de liquidez, al verse incentivadas a gestionar de manera más eficiente sus activos y a recurrir a fuentes de fondeo más estables, contribuyendo así a preservar la estabilidad del sistema financiero.

2. Coeficiente de fondeo estable neto (CFEN): indicador de liquidez estructural en el caso colombiano

En línea con el estándar internacional del NSFR, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) instruyó, mediante la Circular Externa 019 de julio de 2019, la creación del coeficiente de fondeo estable neto (CFEN) aplicable a los EC y a las instituciones oficiales especiales (IOE)³. Al igual que el NSFR, el objetivo del CFEN es garantizar que las entidades financieras que realizan transformación de plazos mantengan una estructura de fondeo estable y coherente con la composición de sus activos. En consecuencia, el método de cálculo del indicador es análogo al del estándar internacional del NSFR, donde el CFEN corresponde a la razón entre el fondeo estable disponible (FED; análogo al ASF del NSFR) y el fondeo estable requerido (FER, análogo al RSF del NSFR).

La implementación del CFEN en Colombia comenzó en 2020 y contempló un periodo de convergencia, durante el cual se estableció una transición gradual con incrementos progresivos en el nivel mínimo regulatorio, diferenciados según la importancia y el tipo de operaciones de cada entidad. A partir de marzo de 2022, los bancos de mayor tamaño —aquellos cuyo activo representaba al menos el 2% del total del sistema— fueron clasificados en el grupo 1 y debían mantener un CFEN mínimo del 100 %. El resto de los bancos y EC, cuya cartera de créditos y operaciones de *leasing* representaban una proporción significativa de su activo, se ubicaron en el grupo 2, con un requerimiento mínimo del 80 %. Finalmente, las entidades que no cumplían con los anteriores criterios fueron clasificadas en el grupo 3, y debían reportar el indicador únicamente con fines informativos.

El periodo de convergencia también incluía instrucciones para el ajuste de algunos factores de ponderación aplicables a ciertos rubros del CFEN con el fin de que, de forma ordenada y teniendo en cuenta las particularidades del mercado colombiano⁴, el indicador se alinearía paulatinamente con los estándares internacionales del NSFR⁵. En esta línea, mediante la Circular Externa 013 de agosto de 2023, la SFC impartió instrucciones para que, en un plazo de dos años, que culminaría en agosto de 2025, los EC diferenciaran entre su componente operativo y no operativo los depósitos a la vista de clientes mayoristas del sector real, fondos de inversión colectiva sin pacto de permanencia (Ficaspp) y entidades financieras vigiladas. Mientras se daba este proceso, los depósitos a la vista de los Ficaspp y de las entidades financieras vigiladas tendrían una ponderación temporal del 25 % en el cálculo del FED del CFEN⁶.

Se entiende por depósitos operativos aquellos recursos utilizados por el depositante en el desarrollo habitual de su objeto social, en los cuales la remuneración no constituye un factor determinante para mantenerlos en el EC. Desde la perspectiva del seguimiento de la liquidez estructural, esta diferenciación resulta relevante, dado que los depósitos no operativos representan fuentes de fondeo menos estables para los EC, pues son más susceptibles a retiros, por ejemplo, ante cambios en su remuneración. En consecuencia, estos deben reflejarse en el CFEN mediante ponderadores más bajos⁷.

Sin embargo, el 29 de agosto de 2025, la SFC emitió la Circular Externa 012 de 2025, mediante la cual redefinió la fecha de adopción del concepto de depósitos operativos hasta el corte de información del 30 de noviembre de 2026 y mantuvo los ponderadores de los depósitos a la vista de los Ficaspp y de las entidades financieras vigiladas hasta la misma fecha⁸.

3 Las IOE que deben reportar el CFEN son Bancóldex, Findeter y Finagro.

4 Pese a que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014) establece definiciones de referencia para el cálculo de los componentes del NSFR, también señala que su aplicación puede estar sujeta a la discrecionalidad de cada jurisdicción, con el fin de reflejar las particularidades de los mercados locales. Véase el párrafo 10 de Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014).

5 Por ejemplo, los ponderadores de los depósitos a la vista de las entidades financieras y para los Ficaspp, que en la Circular Externa 019 de 2019 se habían fijado en 25 %, pasarían al 0 % desde marzo de 2022. Este cambio permitiría alinearse al NSFR de acuerdo con el párrafo 25a de Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014).

6 Según la Circular Externa 019 de 2019, los ponderadores de los depósitos a la vista de las entidades financieras y para los Ficaspp que se habían fijado en el 25 %, pasarían al 0 % desde marzo de 2022. No obstante, acorde a lo dispuesto en la Circular Externa 025 de 2021, la aplicación de dicha reducción de ponderadores fue prorrogada hasta marzo de 2023. Si bien en marzo de 2023 se implementó la reducción de los ponderadores para los depósitos a la vista de dichas contrapartes, estos retornaron al nivel del 25 % a partir de septiembre de 2023, con la expedición de la Circular Externa 013 de 2023.

7 Se estableció que los depósitos a la vista de mayoristas, entidades vigiladas y Ficaspp tengan ponderadores del 90 %, 50 % y 50 % para su componente operativo y del 50 %, 0 % y 0 % para su componente no operativo, respectivamente.

8 En la Circular Externa 012 de 2025, la SFC señala que en “la coyuntura actual se evidencian retos importantes para lograr una recuperación económica plena, indicando que la tasa de política monetaria se mantiene en niveles

Esta extensión del plazo retrasa el proceso de convergencia del CFEN hacia los estándares internacionales, en un contexto en que los EC habían tenido un periodo razonable de dos años para un ajuste ordenado y progresivo de sus fuentes de fondeo hacia otras de mayor estabilidad, y para el cual se encontraban en general preparadas. En particular, de acuerdo con el ejercicio presentado en el Cuadro 2.3 “CFEN contractual por grupo ante diferentes participaciones de depósitos a la vista operativos”, del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer trimestre de 2025, el CFEN agregado de los grupos 1 y 2 se mantendría por encima de los límites regulatorios, incluso en el escenario más adverso, en el que todos los depósitos a la vista se clasificaban como no operativos.

Finalmente, y sin perjuicio del nuevo plazo establecido, la Circular Externa 012 de 2025 abrió la posibilidad de que las entidades adopten voluntariamente de manera anticipada la diferenciación entre depósitos operativos y no operativos, conforme a las disposiciones de la Circular Externa 013 de 2023. Para ello, deben informarlo a la SFC con al menos un mes de antelación a la fecha de aplicación. Dado que, en general, las entidades ya se encontraban preparadas para realizar la transición con información a corte del 30 de septiembre de 2025, sería conveniente que las entidades adopten la normativa de forma anticipada, con el propósito de mantener una estructura de fondeo individual alineada con los estándares internacionales y fortalecer su estabilidad financiera en el largo plazo. Esta adopción temprana permitiría, además, evitar posibles reajustes en las estrategias de fondeo en el corto plazo, que, al momento de la entrada en vigor de la regulación (30 de noviembre de 2026), podrían generar presiones sobre la gestión del balance en un contexto de mayores necesidades de fondeo requeridas para respaldar el comportamiento favorable esperado de la cartera.

3. Indicador de brecha de fondeo por moneda

Si bien el CFEN constituye el principal indicador prudencial del riesgo de liquidez estructural en Colombia, al igual que el NSFR, su diseño no incorpora explícitamente consideraciones asociadas con el riesgo cambiario. Esta limitación adquiere especial relevancia para los EC que operan en economías emergentes pequeñas y abiertas, donde los descalces de plazos y de monedas pueden amplificar las vulnerabilidades de liquidez estructural frente a choques externos o episodios de volatilidad cambiaria.

En este contexto, la expansión regional de la banca colombiana ha sido significativa en las últimas décadas, alcanzando exposiciones en hasta diez jurisdicciones diferentes con información a junio de 2025⁹. Esta mayor internacionalización ha incrementado, por un lado, la exposición de los balances consolidados de los EC nacionales en distintas monedas y, por otro, la vulnerabilidad del sistema financiero colombiano a riesgos de contagio derivados de la materialización de eventos adversos en las jurisdicciones donde operan sus subordinadas, los cuales podrían transmitirse hacia las entidades matrices en Colombia.

Para la gestión de estos riesgos, la regulación colombiana ha desarrollado diferentes mecanismos prudenciales que ayudan a mitigar posibles efectos adversos sobre el mercado financiero y cambiario. En términos del riesgo de liquidez, por ejemplo, la regulación cuenta con el indicador de exposición de corto plazo individual (IEI)¹⁰, el cual permite monitorear las posiciones individuales de liquidez en diferentes monedas para los intermediarios del mercado cambiario (IMC)¹¹ a nivel local. Este cuantifica la capacidad de dichas entidades

por encima de las expectativas de los agentes, lo cual tiene efectos sobre la dinámica de la colocación de crédito”. La prolongación en los plazos de adopción de las modificaciones del CFEN previstas en la Circular Externa 013 de 2023 busca, según la SFC, “mitigar presiones adicionales sobre las tasas de interés, con el fin de no afectar la dinámica del crédito en un entorno marcado por la incertidumbre global”.

- 9 Véase el Informe Especial de Estabilidad Financiera “Coyuntura macroeconómica y financiera en Centroamérica” de 2025.
- 10 Corresponde a la sumatoria de los excesos netos por moneda, ajustados por un haircut cambiario, y los defectos netos por moneda que presente el IMC. Los excesos o defectos netos por moneda corresponden a la diferencia entre los activos líquidos por moneda y los requerimientos netos de liquidez por moneda, considerando las monedas significativas en los términos previstos en la circular DODM-398 del Banco de la República.
- 11 Son intermediarios del mercado cambiario las entidades definidas en el Título II, Capítulo I de la Resolución Externa 1 de 2018 de la Junta Directiva del Banco de la República. Aquellas entidades que cumplen con los requisitos establecidos en dicha normativa pueden realizar operaciones como: compra y venta de divisas y de títulos representativos de divisas; realización de operaciones con derivados; obtención de financiación en moneda extranjera destinada a operaciones activas; entre otras.

para resistir escenarios de estrés de liquidez en horizontes de siete y treinta días¹², de forma análoga a como se considera en el indicador de riesgo de liquidez (IRL) de la SFC y en el LCR del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2013). Asimismo, se cuenta con el indicador de exposición consolidado (IEC)¹³ a treinta días, el cual es requerido para los IMC que consolidan información de otras entidades en Colombia o en otras jurisdicciones. Este busca evaluar si la posición de liquidez de la casa matriz, calculada a través del IEI, es suficiente para cubrir los potenciales defectos de liquidez de sus entidades subordinadas a nivel local e internacional.

No obstante, en el ámbito del riesgo de fondeo estructural, aún no se dispone de un indicador que permita monitorear el descalce de plazos y monedas a nivel consolidado. Actualmente, el CFEN se calcula únicamente para las entidades locales de forma individual y sobre el agregado de todas las monedas, lo que pone de relieve la necesidad de avanzar hacia una medición más integral que incorpore las exposiciones internacionales y en moneda extranjera.

En este sentido, surge la necesidad de complementar la regulación prudencial con un nuevo indicador que, siguiendo la filosofía del NSFR y del CFEN, mida el riesgo de fondeo estructural derivado del descalce de plazos y monedas para los EC y sus subordinadas en el exterior. Esto resulta fundamental para promover la autosuficiencia de las subordinadas en materia de estabilidad de fondeo, con el propósito de mitigar posibles eventos de contagio de choques externos hacia el sistema financiero colombiano. Lo anterior va en línea con la recomendación del FMI (2022) en el FSAP del 2021, la cual señala la necesidad de un indicador de fondeo estable que contemple las exposiciones de las subordinadas. Ante dicha necesidad, y en concordancia con el objetivo institucional de mantener la estabilidad macroeconómica y fomentar el adecuado funcionamiento del sistema financiero, el Banco de la República, en estrecha coordinación con la SFC, ha iniciado el diseño del indicador de brecha de fondeo por moneda (BFM).

El BFM actualmente tiene un carácter informativo y se requiere con frecuencia trimestral de manera individual para los EC que son IMC, y sus subordinadas nacionales y en el exterior que realicen transformación de plazos, a través de la captación de recursos del público y la celebración de operaciones activas de crédito. Con el objetivo de mantener la consistencia regulatoria, los lineamientos del reporte de información están en general alineados con los del CFEN en cuanto al reporte de los rubros del patrimonio, pasivo, activo y posiciones fuera de balance, de acuerdo con la contraparte y el plazo, añadiendo las particularidades asociadas con la diferenciación por monedas¹⁴.

4. Conclusiones

La implementación del CFEN en Colombia representa un avance significativo en la gestión del riesgo de liquidez estructural, alineando la regulación local con los estándares internacionales del NSFR. Este indicador ha fortalecido la estabilidad financiera, al incentivar a las entidades a mantener fuentes de fondeo más estables y coherentes con la composición de sus activos y, pese a que la regulación ha extendido el periodo de convergencia hacia los estándares internacionales, las entidades ya muestran una preparación adecuada para cumplir con los próximos requerimientos. Finalmente, se destaca la necesidad de desarrollar un indicador de brecha de fondeo por moneda, que permita monitorear el descalce de plazos y monedas en un contexto de creciente internacionalización de la banca colombiana, contribuyendo así a mitigar riesgos de contagio y a preservar la solidez del sistema financiero nacional.

¹² Siguiendo la filosofía del indicador de riesgo de liquidez (IRL) de la SFC y el LCR de Basilea III, pero, además, contemplando las diferentes monedas del balance, el IEI busca asegurar que la entidad tenga suficientes activos líquidos de alta calidad para cubrir sus salidas netas de efectivo durante diferentes horizontes.

¹³ El IEC corresponde, de acuerdo con la circular DODM-398 del Banco de la República, a la sumatoria del IEI del IMC, considerando las monedas significativas a nivel consolidado en los términos previstos en esta circular, y de los indicadores de exposición de corto plazo calculados para cada país donde estén establecidas las entidades con las que el IMC está obligado a consolidar de acuerdo con la SFC, siempre que estos sean menores a cero.

¹⁴ Por ejemplo, con el fin de tener en cuenta los mitigantes al riesgo cambiario que ya son aplicados por las entidades, se solicita diferenciar los rubros del pasivo, patrimonio, activo y posiciones fuera de balance entre aquellas que cuentan con mecanismos de cobertura.

Referencias

- Ashraf, D.; Suhail, M.; L' Huillier, B. (2016). "A net Stable Funding Ratio for Islamic Banks and its Impact on Financial Stability: An International Investigation", *Journal of Financial Stability*, vol. 25, pp. 47-57.
- Banco de la República (2023). *Circular Reglamentaria Externa DODM 398: Medidas Macroprudenciales*. <https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/reglamentacion/archivos/compendio-dodm-398.pdf>
- Chiaramonte, L.; Casu, B. (2017). "Capital and Liquidity Ratios and Financial Distress. Evidence from the European Banking Industry", *The British Accounting Review*, vol. 49, núm. 2, pp. 138-161.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2013). *Coeficiente de cobertura de liquidez y herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez*, obtenido de: https://www.bis.org/publ/bcbs238_es.pdf
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014). *Coeficiente de financiación estable neta*, 14 de octubre, obtenido de: https://www.bis.org/bcbs/publ/d295_es.pdf
- Diamond, Douglas W. y Philip H. Dybvig. (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419
- Dietrich, A.; Hess, K.; Wanzenried, G. (2014). "The Good and Bad News about the New Liquidity Rules of Basel III", *Journal of Banking & Finance*, vol. 44, pp. 13-25.
- Fondo Monetario Internacional (2022). Colombia: Financial System Stability Assessment, obtenido de: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2022/04/04/colombia-financial-system-stability-assessment-516087>
- Fondo Monetario Internacional (2024). "The Macroprudential Policy Survey", obtenido de: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Macroprudential/Pages/Home.aspx>
- Khalifeh, I.; Benhmad, F.; El Moussawi, C.; Tarazi, A. (2025). "Net Stable Funding Ratio: Implication for Bank Stability in Europe", *Global Finance Journal*, vol. 67, https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028325000717?ref=pdf_download&fr=RR-2&rr=991040ff1abff7b0
- Mutarindwa, S.; Schäfer, D.; Stephan, A. (2020). "The Impact of Liquidity and Capital Requirements on Lending and Stability of African Banks", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 67.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2019). Circular Externa 019, 23 de julio, Implementación del coeficiente de fondeo estable neto (CFEN).
- Superintendencia Financiera de Colombia (2021). Circular Externa 025, 25 de octubre, Modificación al régimen de transición del ponderador aplicable a los depósitos de entidades financieras y fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia para el cálculo del coeficiente de fondeo estable neto y ajuste al porcentaje mínimo exigible en caso de incumplimiento.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2023). Circular Externa 013, 6 de septiembre, Modificación a los Anexos 9 y 12 del Capítulo XXXI de la Circular Básica Contable y Financiera y a la proforma F1000-140 (Formato 238).
- Superintendencia Financiera de Colombia (2025). Circular Externa 012, 29 de agosto, Ampliación del régimen de transición de la Circular Externa 013 de 2023.
- Yan, M.; Hall, M.; Turner, P. (2012). "A Cost-Benefit Analysis of Basel III: Some Evidence from the UK", *International Review of Financial Analysis*, vol. 25, pp. 73-82.

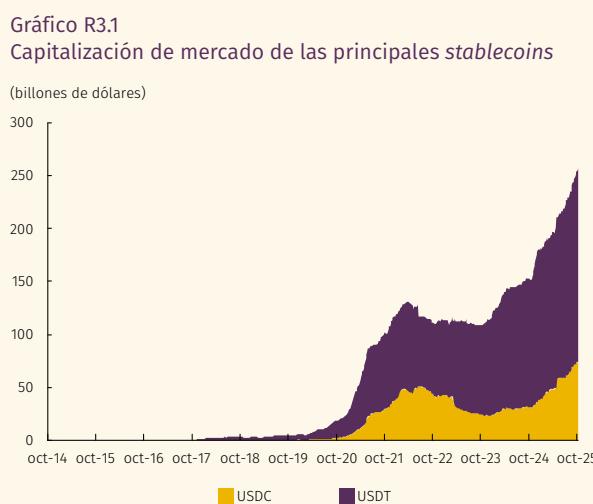
Recuadro 3. Stablecoins: promesa digital con potenciales efectos sobre la estabilidad financiera

Las *stablecoins*, o monedas estables, son activos digitales cuyo valor está referenciado al de monedas fiduciarias o *fiat* emitidas por bancos centrales (por ejemplo, al dólar estadounidense), o al de una canasta de activos (Financial Stability Board [FSB], 2020). Las *stablecoins* surgieron como respuesta a la necesidad del mercado de contar con un activo en el ecosistema digital cuyo precio presentara menor volatilidad que otros tipos de criptoactivos¹, como el Bitcoin o el Ether, pero que al tiempo permitiera acumular valor y funcionaran como medio de intercambio entre los mercados de activos digitales y los tradicionales. Actualmente las *stablecoins* facilitan los procesos de *cash in* y *cash out*, es decir, la entrada y salida de recursos del ecosistema cripto de forma rápida y sencilla; sin embargo, pese a la confianza en la estabilidad de su valor, su respaldo y funcionalidad difieren de las del dinero electrónico tradicional, pues, al no ser emitidas por bancos centrales, no son reconocidas como monedas de curso legal².

Su surgimiento se remonta a 2014, cuando se lanzaron el BitUSD, NuBits y Tether (USDT), cada una con enfoques distintos para mantener su valor estable. De estas, el mecanismo más innovador fue el del USDT, el cual consistía en mantener un dólar estadounidense (USD) en reserva por cada unidad de USDT, lo que garantizaba un respaldo directo y equivalente al valor en circulación de la *stablecoin* con moneda fiduciaria.

La transparencia y simplicidad del mecanismo de estabilización del USDT permitieron que este activo se consolidara como la *stablecoin* dominante, con la mayor capitalización de este mercado (Gráfico R3.1). Asimismo, eventos globales como la pandemia del covid-19 contribuyeron a su acelerado crecimiento desde inicios de 2020. Actualmente, el USDT y el USDC³, ambas *stablecoins* referenciadas en el USD y respaldadas por reservas en depósitos en USD y títulos de corto plazo denominados en esa moneda (como letras del Tesoro estadounidense: *T-bills*), representan cerca del 90 % de la capitalización de mercado total de *stablecoins*, la cual ascendía a USD 298,9 billones al cierre de septiembre de 2025⁴.

Aunque existen *stablecoins* emitidas en otras monedas, como el euro o el peso colombiano, su desarrollo aún es incipiente y su participación en el mercado global es muy baja. Asimismo, existen mecanismos de estabilización distintos al del USDC y el USDT, como el de las *stablecoins* algorítmicas, cuyo valor se mantiene mediante ajustes automáticos en la oferta y la demanda, sin respaldo directo en activos



- 1 Los criptoactivos son representaciones digitales de valor que utilizan técnicas de criptografía para proteger y verificar las transacciones, y se registran en infraestructuras de tecnología de registros distribuidos (DLT), como *blockchain*.
- 2 Monedas que los comercios y agentes están obligados a aceptar.
- 3 USDC (USD Coin) es una *stablecoin* creada en 2018 por la empresa Circle en asociación con Coinbase. Está respaldada 1:1 por una reserva de activos líquidos compuesta por depósitos en instituciones financieras reguladas y *T-bills*. Esto significa que los usuarios pueden convertir (redimir) sus USDC por USD en cualquier momento.
- 4 Capitalización total de mercado de acuerdo con cifras de DefiLlama, plataforma de análisis enfocada en el ecosistema de las finanzas descentralizadas (DeFi).

tradicionales. No obstante, este modelo perdió relevancia tras el colapso de Terra (Luna)⁵, un evento que evidenció la importancia de que los emisores cuenten con reservas de alta calidad y aseguren la redención inmediata y sin restricciones de las *stablecoins* por dinero fiduciario.

Por otra parte, las *stablecoins*, facilitan los pagos transfronterizos, pues las transacciones suelen liquidarse rápidamente y con costos operativos muy bajos. Asimismo, en países con alta inflación o volatilidad cambiaria, muchas personas las usan como forma de ahorro en monedas más fuertes, considerándolas un refugio contra la depreciación de la divisa local.

En línea con lo anterior, en un estudio sobre los flujos transfronterizos de Bitcoin, Ether y de *stablecoins* entre el año 2017 y 2024 se encontró que estos activos son muy utilizados para el envío y recepción de remesas (BIS, 2025). Asimismo, en el documento de investigación “Decrypting Crypto: How to Estimate International Stablecoin Flows” de Reuter (2025) se muestra que utilizando técnicas de inteligencia artificial se ha podido rastrear cómo circulan estos activos entre regiones, lo que ha permitido estimar que en 2024 se movieron alrededor de USD 2 billones en transacciones. Los resultados del estudio indican que América Latina y África-Medio Oriente tienen el uso más alto en proporción a su producto interno bruto (PIB), explicado principalmente porque estas regiones enfrentan altos costos de envío de remesas por medios tradicionales, restricciones cambiarias, inflación elevada y limitada inclusión financiera.

Asimismo, de acuerdo con las cifras de Chainalysis, el volumen de transacciones minoristas por tipo de criptoactivo entre julio de 2023 y junio de 2024 estuvo concentrado principalmente en *stablecoins*. En particular, Colombia es el país de la región que concentra la mayor proporción de sus transacciones en estos activos (66%), seguida de cerca por Argentina, Brasil y Venezuela (Cuadro R3.1). Aunque a nivel global las *stablecoins* también representan un porcentaje importante del volumen transaccional, la diferencia entre su adopción y la de otros activos, como el bitcoin (BTC) o monedas alternativas (Altcoin), es más reducida que para los países de esta región. Por otra parte, según el informe Fintech Radar Colombia de Finnovista (2025), el 13,7% de las Fintech en Colombia ya integran *stablecoins* en sus operaciones, e incluso existen plataformas que operan en el territorio nacional y permiten acceder a estos activos. Estos hallazgos confirman que las *stablecoins* ya son una pieza clave de las finanzas digitales internacionales, y que países como Colombia empiezan a insertarse activamente en ese ecosistema (Cuadro R3.1).

Cuadro R3.1

Participación de países de América Latina en el volumen de transacciones minoristas por tipo de activo frente al promedio global
(jul-23 a jun-24)

	BTC	ETH	Altcoin	Stablecoin	
Argentina	14,7%	10,0%	13,4%	61,9%	60%
Brasil	14,2%	12,1%	13,8%	59,9%	50%
Colombia	13,7%	8,8%	11,5%	66,0%	40%
México	19,3%	16,6%	17,0%	47,1%	30%
Venezuela	12,2%	15,9%	15,4%	56,5%	20%
Global	22,3%	8,3%	24,6%	44,8%	10%

Fuente: Chainalysis; elaboración propia.

El uso y la creciente popularización de las *stablecoins* han acelerado la promulgación de su regulación en distintas jurisdicciones, lo cual también ha sido resultado de la publicación de las recomendaciones de organismos multilaterales como el Financial Stability Board (FSB), que en 2023 publicó su marco regulatorio global para las actividades con criptoactivos, el cual consistió en recomendaciones de alto nivel para la regulación, supervisión y monitoreo

⁵ El colapso de Terra (Luna) en mayo de 2022 se produjo cuando su *stablecoin* algorítmica TerraUSD (UST) perdió la paridad con el dólar, desencadenando una venta masiva que derrumbó tanto el valor de UST como de Luna. El mecanismo de estabilización falló, generando hiperinflación de Luna y pérdida total de confianza en el ecosistema. Este colapso borró más de 40.000 millones de dólares en valor y afectó gravemente al mercado de criptomonedas global.

del mercado y actividades con criptoactivos y con *stablecoins* globales⁶. Adicionalmente, en octubre de 2025 publicó su revisión temática sobre el marco regulatorio para actividades con criptoactivos, en la cual instó a los países a acelerar la implementación completa de su marco regulatorio y cerrar brechas normativas, promoviendo la armonización internacional entre autoridades y organismos de fijación de estándares (SSB, por su sigla en inglés). Asimismo, recomendó realizar análisis exhaustivos de vacíos regulatorios en torno a liquidez, capital, mecanismos de redención y resolución; fortalecer la infraestructura de datos para mejorar la supervisión del vínculo entre las *stablecoins* y el sistema financiero tradicional, y fomentar la coherencia regulatoria mediante el intercambio de mejores prácticas y el desarrollo de capacidades institucionales. Finalmente, el FSB subrayó la importancia de reforzar la cooperación transfronteriza y de desarrollar buenas prácticas globales que permitan una supervisión coordinada y efectiva de las *stablecoins*, garantizando la estabilidad financiera internacional.

En línea con lo anterior, a nivel global ha habido progresos regulatorios; no obstante, estos han sido más rápidos en las economías avanzadas, mientras que muchas economías emergentes aún no han implementado regulaciones. Por una parte, la ley federal Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins (Genius Act) de Estados Unidos, promulgada en julio de 2025, marca un punto de referencia global al ser la primera ley federal que regula las *stablecoins* de pago, pues define reglas claras de emisión, reservas, gobernanza y protección al consumidor. Asimismo, la Genius Act prohíbe el pago de intereses sobre *stablecoins* para prevenir la desintermediación bancaria. Esto se debe a que, si los usuarios priorizan el uso de estos activos por encima de los depósitos bancarios tradicionales, los bancos tendrían menos recursos para otorgar créditos, lo que podría afectar el desarrollo de sus funciones. Así, este marco busca integrar de manera segura las *stablecoins* al sistema financiero sin comprometer la estabilidad ni la confianza del público.

Por otra parte, la Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) de la Unión Europea (vigente desde 2023) es el primer marco europeo homogéneo para criptoactivos, incluyendo las *stablecoins*. Esta regulación exige autorización de emisores, requisitos prudenciales, mecanismos de redención y control de liquidez, garantizando la protección del usuario y la estabilidad de su sistema financiero.

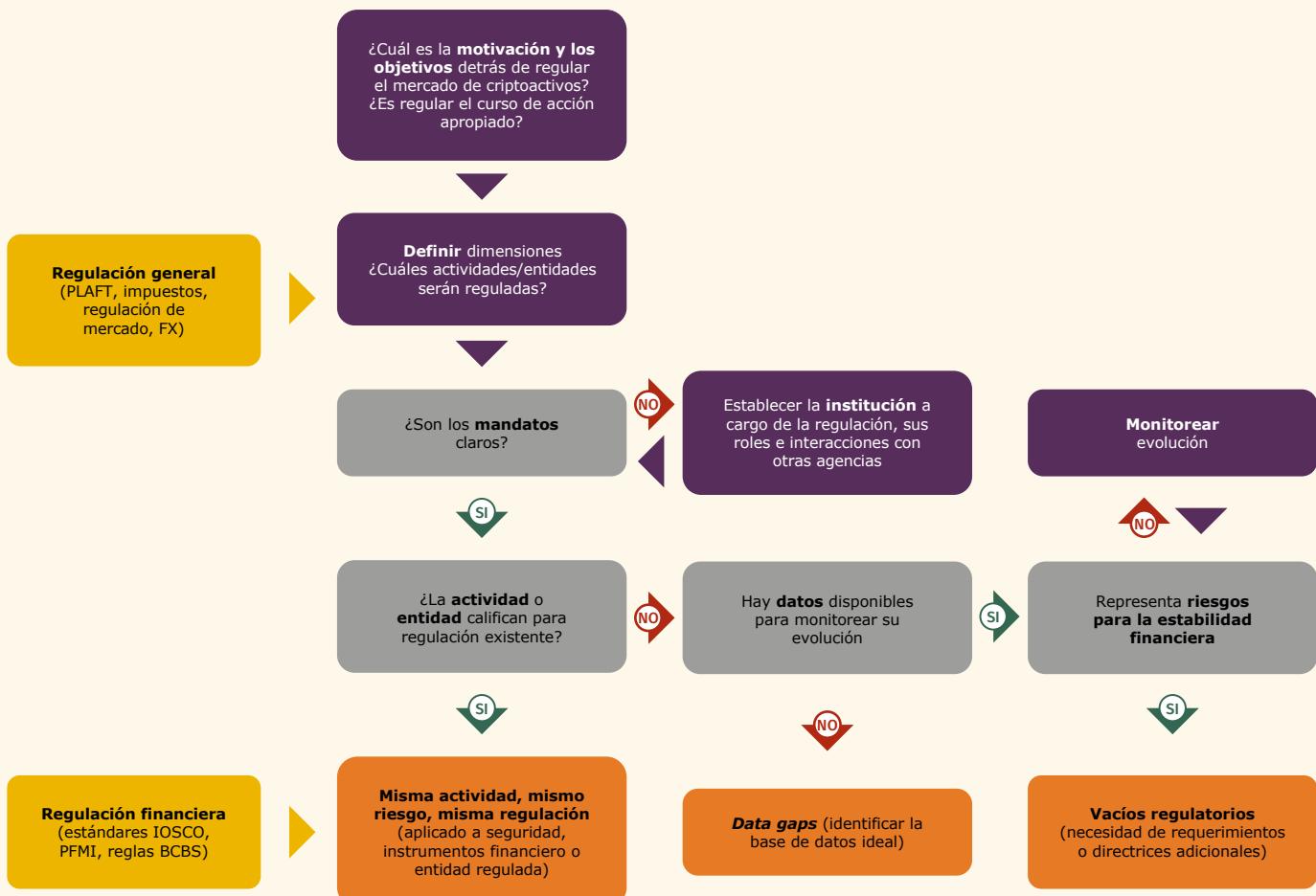
Asimismo, otras jurisdicciones, como Singapur, Japón, Hong Kong, Emiratos Árabes Unidos y Chile, han seguido enfoques similares, ajustando sus marcos normativos para exigir licencias, respaldo pleno, auditorías independientes y controles de lavado de activos y financiación de terrorismo (LAFT), aunque difieren en el grado de apertura al uso y en el papel permitido a los bancos como custodios, intermediarios o emisores. En conjunto, estos marcos buscan promover la innovación y la inclusión financiera sin sacrificar la estabilidad del sistema.

Por su parte, en Colombia han habido tres iniciativas normativas para regular los criptoactivos y sus actividades conexas⁷. Dada la relevancia del tema, la Red de Seguridad del Sistema Financiero (Red) ha desarrollado una estrategia normativa basada en el “Mapa de decisión para el diseño del marco regulatorio de activos digitales”, propuesta por el Bank of International Settlements (BIS) (2023) en su documento “Financial Stability Risks from Cryptoassets in Emerging Market Economies”. Como resultado, la Red diseñó un proyecto de ley cuyos objetivos principales son: 1) proteger a los consumidores financieros; 2) promover la adopción de nuevas tecnologías que impulsen la innovación; 3) contribuir a la estabilidad macroeconómica y financiera; 4) promover la libre competencia; 5) propender por la integridad del mercado de activos digitales; 6) prevenir actividades ilícitas; 7) velar por la adecuada gestión de riesgos LAFT, y 8) definir el tratamiento tributario de los activos digitales. Asimismo, en la propuesta de la Red se definen los roles de las entidades que podrían intervenir en el desarrollo de las actividades con criptoactivos según sus competencias. Dado que Colombia concentra más del 60 % de sus transacciones con criptoactivos en *stablecoins* y que en el país ya existen algunas emitidas en pesos colombianos, la regulación resulta especialmente necesaria para garantizar su uso seguro y mitigar posibles riesgos para la estabilidad financiera y la estabilidad macroeconómica (Diagrama R3.1).

⁶ Los principios rectores para la regulación propuestos por el FSB en 2023 son: 1) misma actividad, mismo riesgo, misma regulación; 2) enfoque de alto nivel y adaptable, y 3) neutralidad tecnológica.

⁷ Proyectos de Ley 18 de 2018, 139 de 2022 y 510 de 2025.

Diagrama R3.1
Mapa de decisión para el diseño del marco regulatorio de activos digitales



Nota: IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores; BCBS: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea; PFMI: Principios para infraestructuras de mercados financieros.
Fuente: *Financial stability risks from cryptoassets in emerging market economies* (BIS, 2023).

1. Riesgos del uso y adopción masiva de stablecoins para la estabilidad financiera

De acuerdo con el *Global Financial Stability Report* (GFSR), del Fondo Monetario International de octubre de 2025, las stablecoins han pasado de ser un experimento tecnológico a un componente relevante del sistema financiero digital. Su rápido crecimiento las ha convertido en una potencial fuente de riesgos para la estabilidad financiera global. A continuación, se listan los principales riesgos y su canal de transmisión.

Cuando una stablecoin pierde su paridad con el activo subyacente puede generar pérdidas directas para sus inversionistas. Sin embargo, uno de los riesgos más significativos de este tipo de eventos es el impacto negativo sobre la confianza del mercado, ya que esta puede desencadenar redenciones masivas de stablecoins, lo que obliga a los emisores a liquidar rápidamente sus reservas. **A este evento se le conoce como riesgo de corridas y ventas forzadas de activos de reserva.** Dado que estas reservas incluyen títulos de corto plazo, la venta acelerada por parte de los emisores de stablecoins que deben atender las redenciones de sus clientes puede provocar caídas sustanciales en el precio de dichos títulos y aumentar la volatilidad en los mercados financieros. Como consecuencia, los tenedores de activos tradicionales podrían enfrentar desvalorizaciones y sufrir los efectos adversos de la mayor volatilidad, lo que puede desencadenar el **riesgo sistémico** de las stablecoins. Particularmente, de acuerdo con el GFSR de octubre de 2025, los emisores de stablecoins han aumentado cerca de un 80% sus tenencias de bonos de corto plazo del gobierno estadounidense entre el cierre de 2023 y el segundo trimestre de 2025. Si esta dinámica se sostiene en el tiempo, este riesgo podría amplificarse.

Por otra parte, las ventajas operativas de las *stablecoins* pueden amenazar la soberanía monetaria, al incentivar una sustitución progresiva de la moneda fiduciaria, lo que se conoce como criptoización⁸, especialmente en jurisdicciones caracterizadas por alta inflación, depreciación cambiaria y elevados costos transaccionales, o si crece el interés por su uso por parte de inversionistas minoristas e institucionales. En estos contextos, las *stablecoins*, particularmente aquellas vinculadas al dólar estadounidense, se convierten en un medio más eficiente para transferir fondos y preservar valor. Lo anterior puede **debilitar la transmisión de la política monetaria** al reducir la eficacia de los instrumentos tradicionales de intervención. Este riesgo es especialmente relevante para los bancos centrales, cuya capacidad de acción depende en gran medida de la confianza en la moneda local y de la efectividad de sus herramientas de política (BIS Insights, núm. 57, 2025).

Además del riesgo de sustitución de la moneda, el crecimiento del mercado de *stablecoins* puede afectar negativamente la demanda por depósitos bancarios tradicionales porque en algunos casos compite como medio de ahorro y pago fuera del sistema bancario clásico. Esto representa un **riesgo para el desarrollo de las funciones de intermediación bancaria** de los establecimientos de crédito, pues la colocación de la cartera depende del fondeo de estas entidades (BIS Working Paper, núm. 1164, 2025). Debido a que esto podría restringir el acceso de los hogares y las firmas a recursos, es posible que, de materializarse este riesgo, se requiera una mayor intervención de las autoridades monetarias para preservar el equilibrio del mercado de crédito.

Debido a que el uso de *stablecoins* permite mover liquidez en USD por canales no regulados, esto podría **debilitar las políticas de control de capitales y facilitar salidas masivas de capitales**. Dichas salidas podrían limitar la capacidad de las autoridades monetarias para implementar políticas cambiarias y macroprudenciales efectivas. Además, el carácter pseudónimo y global de las *stablecoins* puede propiciar su uso para **actividades ilícitas, como el financiamiento del terrorismo o evasión de controles financieros**. Por esta razón, los emisores deben contar con sistemas robustos de gestión de riesgos de LAFT, incluyendo las prácticas *anti-money laundering* (AML). Asimismo, la naturaleza digital y descentralizada de estos activos los hace más susceptibles a **ataques ciberneticos o fallas tecnológicas**, lo que exige una gestión integral de riesgos operativos y ciberneticos por parte de los emisores y agentes que los median.

Finalmente, aunque los avances regulatorios internacionales liderados por el FMI, el FSB y reguladores nacionales, como los de Estados Unidos, la Unión Europea y Asia, buscan integrar de manera más segura las *stablecoins* al sistema financiero tradicional, la velocidad y magnitud de su adopción siguen siendo inciertos. Si el mercado de *stablecoins* respaldados por USD evoluciona hacia una capitalización de mercado de USD 2 trillones para 2028 como proyecta el US Treasury Borrowing Advisory Committee, el desafío principal no será solo tecnológico sino de gobernanza y supervisión. La falta de una regulación global clara e interrelacionada dificulta la supervisión y gestión coordinada de los riesgos asociados con las *stablecoins*, lo que provocaría a sus emisores e intermediarios la toma excesiva de riesgos. Asimismo, es fundamental implementar requisitos de reporte de las tenencias y transacciones con estos activos digitales para garantizar acciones oportunas ante disruptores en este mercado que puedan contagiar a otros.

2. Conclusión

Las *stablecoins* son activos digitales que han ganado cada vez una mayor adopción debido a que sus características e infraestructura permiten a sus usuarios ejecutar transacciones a menor precio y mayor velocidad; sin embargo, la creciente interconexión de este mercado con el mercado financiero tradicional podría amplificar los riesgos para la estabilidad financiera. En el caso de Colombia, se está evidenciando una mayor relevancia en el uso de este tipo de activos, lo que resalta la importancia de implementar una regulación que promueva un desarrollo sostenible y seguro de este mercado.

⁸ Según el Fondo Monetario Internacional (2021), el término "criptoización" hace referencia al proceso mediante el cual los residentes de un país comienzan a utilizar activos digitales en lugar de la moneda local para realizar pagos, ahorrar o proteger su patrimonio frente a problemas de inestabilidad macroeconómica o debilidad institucional.

Por otra parte, de acuerdo con el Group of Thirty (2025)⁹, no es conveniente mantener completamente alejado al sistema financiero tradicional del ecosistema de *stablecoins*, sino integrarlos bajo una regulación sólida que preserve la estabilidad financiera y la singularidad¹⁰ del dinero. Su interconexión puede fortalecer la confianza, la gestión de riesgos y la interoperabilidad con el sistema financiero tradicional, pero también puede propiciar riesgos de contagio, corridas y desintermediación si no se establecen marcos normativos robustos para su control.

Por lo anterior, la regulación debe regirse por el principio de “misma actividad, mismo riesgo, misma regulación” e incorporar requisitos de reservas líquidas, suficientes y de alta calidad que aseguren la redención inmediata de las *stablecoins* y mitiguen riesgos de corridas o tensiones de liquidez con potencial impacto sistémico. Adicionalmente, para preservar la estabilidad financiera, se requiere una normatividad específica, clara y adaptada a cada jurisdicción que permita a los emisores gestionar riesgos financieros y no financieros. Asimismo, es necesario fortalecer el monitoreo y la disponibilidad de información para anticipar riesgos de desintermediación bancaria y sustitución monetaria, y promover una coordinación interinstitucional e internacional que garantice respuestas macroprudenciales oportunas.

Referencias

- Ahmed, R.; Aldasoro, I.; Duley, C. (2024). “Public Information and Stablecoin Runs”, BIS Working Paper, núm. 1164, Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements (2025). “Cross-border Flows of Bitcoin, Ether and Stablecoins between 2017 and 2024”, BIS Working Paper, núm. 1265, Bank for International Settlements.
- Banco de la República (2025). “Estado actual de la regulación de activos digitales a nivel internacional”, Sombreado 2, *Reporte de la Infraestructura Financiera*, disponible en: <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/81a04cd1-d1e1-478a-bc01-8985bd724b24/content>
- Chainalysis (2024). *Report Latin America's Search for Economic Stability: The Rise of Stablecoins Amid Volatility*, disponible en: <https://www.chainalysis.com/blog/2024-latin-america-crypto-adoption/>
- Crisanto, J. C.; Ehrentraud, J.; García-Ocampo, D. (2024). “Stablecoins: Regulatory Responses to their Promise of Stability”, FSI Insights, núm. 57, Financial Stability Institute, Bank for International Settlements.
- Financial Stability Board (2020). *Regulation, Supervision and oversight of “Global Stablecoin” Arrangements: Final Report and High-level Recommendations*, Financial Stability Board.
- Financial Stability Board (2023). *High-Level Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Global Stablecoin Arrangements*, Financial Stability Board.
- Finnovista (2025). *Fintech Radar Colombia*, Finnovista.
- Fondo Monetario Internacional (2025). *Global Financial Stability Report: Shifting Ground beneath the Calm*, octubre.
- Group of Thirty (2025). “The Past and Future of Money: New Technologies and Economic Risks”, disponible en: https://www.group30.org/images/uploads/publications/G30_Future-of-Money_RPT_E.pdf
- Reuter, M. (2025). “Decrypting Crypto: How to Estimate International Stablecoin Flows”, IMF Working Paper, núm. 25/147, International Monetary Fund.

⁹ El G30 está compuesto por expresidentes de bancos centrales, directivos de bancos globales, académicos y expertos en política económica. Su propósito es analizar temas críticos del sistema financiero internacional, proponer mejores prácticas y generar recomendaciones de política pública en áreas como estabilidad financiera, regulación bancaria, pagos, mercados de capitales y gobernanza.

¹⁰ Se refiere al principio de que todo el dinero utilizado dentro de una economía debe tener el mismo valor y ser intercambiable uno a uno, sin importar su forma o emisor.

2. Ejercicio de estrés de los establecimientos de crédito

El ejercicio de sensibilidad aplicado a los EC evalúa la capacidad de estas entidades para mantener niveles de capital suficientes ante la materialización hipotética de escenarios adversos, extremos y poco probables durante un horizonte de ocho trimestres¹.

Este ejercicio se construye sobre un conjunto de supuestos restrictivos. Si alguno de ellos se relajara, podría esperarse que la magnitud de las pérdidas sobre el sistema se amortiguara, de modo que el impacto del escenario adverso sería presumiblemente menor. Si bien los escenarios empleados se construyen a partir de los riesgos macrofinancieros presentados en el primer capítulo de este *Reporte*, los resultados no deben interpretarse como una predicción del comportamiento esperado, ya que incorporan múltiples choques simultáneos de la economía y reflejan una situación atípica muy adversa. Asimismo, el ejercicio no constituye un pronóstico del comportamiento o la evolución de los EC, debido a que se supone que ni las autoridades económicas ni las entidades adoptan medidas correctivas frente al deterioro de la situación financiera. En particular, se supone que los EC no realizan cambios en su estrategia de negocio y sus accionistas no aportan capital adicional ni buscan sinergias o fusiones entre entidades para enfrentar el estrés financiero. En consecuencia, los resultados deben interpretarse exclusivamente como un insumo de evaluación cuantitativa de la resiliencia de los EC ante un escenario contrafactual adverso y de baja probabilidad de ocurrencia².

Los resultados muestran que, en el agregado, los EC cuentan con la capacidad patrimonial suficiente para absorber las pérdidas potenciales asociadas a un escenario macroeconómico adverso, extremo y poco probable. Dicho escenario se caracteriza por 1) una mayor incertidumbre en la política comercial, que genera una desaceleración de la economía global; 2) una caída sostenida en el precio del petróleo, derivada de una menor demanda mundial y por factores de oferta de crudo; y 3) una intensificación de las vulnerabilidades fiscales locales, en un entorno de mayor incertidumbre y reducción de los ingresos del Gobierno Nacional³. En este contexto hipotético, los mercados de deuda presentarían caídas en los precios de los títulos, especialmente los TES, lo que ocasionaría una fuerte desvalorización de los portafolios de inversión de los EC y la materialización del riesgo de mercado. Dada la alta exposición de estas entidades a títulos de deuda pública en el período inicial del ejercicio, dicho choque sería particularmente significativo⁴. A su vez, el mercado del crédito se vería afectado negativamente, en la medida en que los préstamos se contraerían y la calidad de la cartera se deterioraría. Estos factores llevarían a una disminución de la rentabilidad de los EC, debido a la reducción del margen financiero y de los ingresos por valoración de inversiones, junto con un aumento en el gasto por provisiones. La caída de la utilidad impactaría el capital

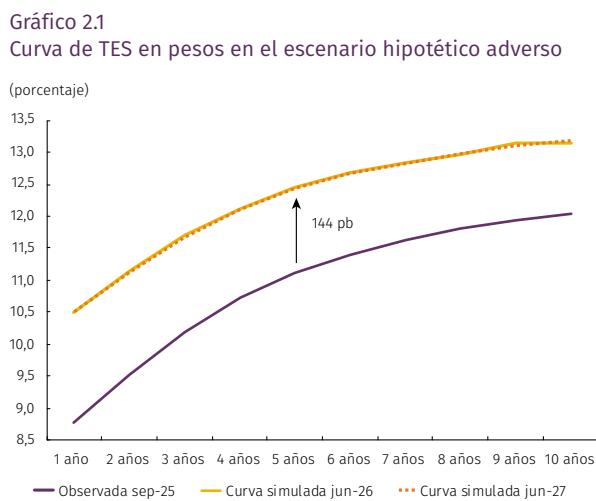
-
- 1 La información se encuentra disponible a junio de 2025 y a partir de esa fecha se simula el ejercicio para ocho trimestres adelante.
 - 2 Los detalles técnicos sobre el modelo empleado en este ejercicio, incluyendo la caracterización del comportamiento de las entidades en un escenario hipotético y los canales por medio de los cuales se impactaría su salud financiera, se presentan en Gamboa, S.; Jaulín, O.; Lizarazo, A.; Mendoza, J. C.; Morales, P.; Osorio; D.; Yanquen, E. (2017), “Sysmo I: A Systemic Stress Model for the Colombian Financial System”, Borradores de Economía, núm. 1028.
 - 3 Las sendas del escenario macroeconómico adverso son consistentes con un modelo de equilibrio general. Para construir las se empleó el Patacon, modelo central de pronóstico del Banrep. Para mayor detalle, véase González, A.; Mahadeva, L.; Prada, J. D.; Rodríguez, D. (2011). “Policy analysis tool applied to Colombian needs: PATACON model description”. *Ensayos sobre Política Económica*, 29(66), 222-245.
 - 4 Véase el capítulo 1 de este *Reporte*.

disponible para absorber pérdidas y, junto al aumento de los activos ponderados por nivel de riesgo, daría lugar a disminuciones sostenidas en los indicadores agregados de solvencia total y básica durante el horizonte del ejercicio.

A nivel agregado, los indicadores de solvencia se mantendrían por encima de los límites regulatorios durante todo el horizonte del ejercicio. No obstante, a nivel individual algunos EC podrían enfrentar dificultades para mantener la capacidad patrimonial suficiente para absorber las pérdidas potenciales del escenario hipotético y adverso considerado⁵. En particular, este reto sería mayor para aquellas entidades que, al inicio del ejercicio presentaban indicadores de solvencia relativamente cercanos al límite regulatorio, niveles de rentabilidad bajos o negativos, una exposición elevada al riesgo de mercado, y una mayor concentración de su cartera en la modalidad comercial.

2.1. Escenario macroeconómico hipotético y materialización de riesgos

El escenario macroeconómico hipotético y adverso conduciría a la materialización de distintos riesgos dentro del sistema financiero. La configuración del escenario implicaría un aumento persistente de la prima de riesgo local, asociado al entorno de mayor incertidumbre y a presiones fiscales. Esto generaría una fuerte depreciación del peso colombiano frente al dólar estadounidense, que se traduciría en presiones adicionales sobre la inflación y las expectativas inflacionarias, un ajuste al alza de la tasa de política monetaria para contener dichas presiones y un menor ritmo de actividad económica local, acompañado de un aumento del desempleo. En este contexto, se supone que los inversionistas extranjeros liquidarían una porción significativa de sus tenencias de TES, especialmente durante el primer año de simulación⁶. En consecuencia, durante dicho período la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública se desvalorizaría fuertemente (Gráfico 2.1, línea amarilla), al igual que la curva de renta fija privada⁷. Durante el segundo año de simulación, los deterioros en las curvas de rendimiento se reducirían a medida que las condiciones macroeconómicas se recuperan gradualmente (Gráfico 2.1, línea punteada naranja).



Fuente: Depósito Central de Valores, Banco de la República (hasta septiembre de 2025).

5 Estas entidades corresponden a aquellas que registrarían un indicador de solvencia total por debajo del límite regulatorio sin incluir colchones de conservación ni sistémicos (9%) en alguno de los trimestres simulados, tras la materialización de los choques descritos.

6 Se asume que los inversionistas extranjeros liquidarían en total el 50% de sus tenencias de títulos de deuda pública (COP 54,7 b a junio de 2025). Durante el primer año venderían COP 43,8 b y el monto restante se liquidaría en el segundo año de simulación. Se evalúa un efecto de ventas equivalente al 50% de las tenencias, dado que este porcentaje corresponde al promedio de las salidas anuales de extranjeros en deuda pública local de diferentes países emergentes y es cercano a la máxima salida anual que ha experimentado Colombia (56% en febrero de 2009). Arslanalp, S.; Tsuda, T. (2019). "Sovereign Debt Investor Base for Advanced Economies" [Database], Washington, D. C.: International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department.

7 La curva de renta fija privada se desplazaría al alza debido al alto grado de correlación que este mercado presenta con los movimientos de TES. Los desplazamientos al alza de las curvas de rendimiento de los títulos implican una caída en su precio.

En términos de riesgo de crédito, la capacidad de pago de los deudores se vería afectada en el entorno hipotético de mayores tasas de interés, menor crecimiento económico y aumento del desempleo. Estos factores, a su vez, impactarían la evolución de la cartera de créditos. La materialización del riesgo de crédito se intensificaría por deudores que, por sus características idiosincrásicas, tienen una mayor probabilidad de incumplimiento bajo el escenario adverso considerado. Para reflejar esto, en todas las modalidades de crédito se identifican dichos deudores y se les reduce en dos niveles su calificación crediticia⁸. En el sector corporativo, se consideran vulnerables las empresas identificadas en el ejercicio de simulación de balances del capítulo 1 de este *Reporte*⁹, así como aquellas cuyos ingresos por exportaciones podrían verse afectados en un contexto de menor dinamismo del comercio mundial. Asimismo, las firmas del sector minero, que se verían particularmente afectadas por la fuerte caída del precio del petróleo, y aquellas pertenecientes a los subsectores de construcción residencial, salud y comercialización de energía, que ya mostraban señales de deterioro al inicio del ejercicio de simulación¹⁰. Adicionalmente, las firmas con exposición al riesgo cambiario¹¹ enfrentarían un mayor riesgo de incumplimiento ante la depreciación del peso colombiano. Por su parte, en las carteras de consumo y vivienda, los deudores cuya capacidad de pago se deterioraría corresponden a aquellos que registraban una carga financiera superior o igual al 80% a junio de 2025¹².

Frente a la materialización de los riesgos de crédito y de mercado, así como a un menor dinamismo de la cartera, los EC ajustarían su comportamiento según su posición financiera inicial, con el objetivo de mantener niveles adecuados de capital. Estas respuestas, como la venta de títulos de deuda o la reducción en los desembolsos de cartera, podrían generar la aparición de riesgos de liquidez, de tasa de interés del libro bancario y de contagio¹³, dependiendo de las características específicas de cada entidad y de sus vínculos financieros con otras instituciones.

-
- 8 La identificación de los deudores vulnerables se realiza junto con la Superintendencia Financiera de Colombia. La calificación de los créditos se reduce en dos niveles debido a que, en Colombia, los créditos otorgados por las entidades supervisadas por la SFC se clasifican en una escala de A a E, donde A es la mejor calificación. A medida que la calificación crediticia empeora, aumentan los niveles de provisiones requeridos.
 - 9 Únicamente se incluyen las firmas que contaban con operaciones crediticias sin garantía, las cuales pueden ser más riesgosas porque, ante un incumplimiento, no existe un respaldo que permita recuperar parte de la deuda. Por ello, los EC deben constituir, en general, provisiones más elevadas para este tipo de créditos.
 - 10 Únicamente se incluyen las firmas que contaban con operaciones crediticias sin garantía y cuya calificación crediticia inicial era distinta de D o E.
 - 11 Las firmas expuestas a riesgo cambiario son aquellas que presentan un descalce cambiario negativo (pasivo en moneda extranjera superior al activo en moneda extranjera) y que son clasificadas como vulnerables con base en tres indicadores: 1) valor del descalce sobre activos totales; 2) balanza comercial sobre ingresos operacionales y 3) participación de capital extranjero en el capital total de la firma. Cada indicador se clasifica de 1 a 3, siendo 1 el mayor nivel de riesgo. Posteriormente, se promedian los niveles de riesgo de los tres indicadores. Una empresa se considera vulnerable si su promedio es menor o igual a 2,5 y su descalce cambiario es inferior o igual a -20,0 % del activo total. En el caso de las firmas sin información contable pública, se identifican como vulnerables aquellas con mayor descalce bruto hasta completar el 90 % del descalce total de este grupo. Para mayor detalle sobre el cálculo de descalces cambiarios, ver el Recuadro 1 de este *Reporte*. Dentro del grupo de firmas identificadas como vulnerables siguiendo estos criterios, solo se incluyeron en el ejercicio aquellas que contaban con operaciones crediticias sin garantía y cuya calificación inicial era distinta de D o E.
 - 12 Para la cartera de consumo, dentro del grupo de deudores identificados según el criterio de carga financiera, solo se incluyeron en el ejercicio aquellos con operaciones de crédito de libranza, sin garantía y cuya calificación inicial era distinta de D o E. En la cartera de vivienda, además del criterio de carga financiera, se consideraron vulnerables aquellos deudores que simultáneamente tenían créditos de consumo clasificados como vulnerables según los criterios previos y que registraban más de 60 días de mora en alguno de sus créditos.
 - 13 El riesgo de contagio se refiere a la propagación de las dificultades financieras de una o más entidades hacia otras a través del sistema financiero.

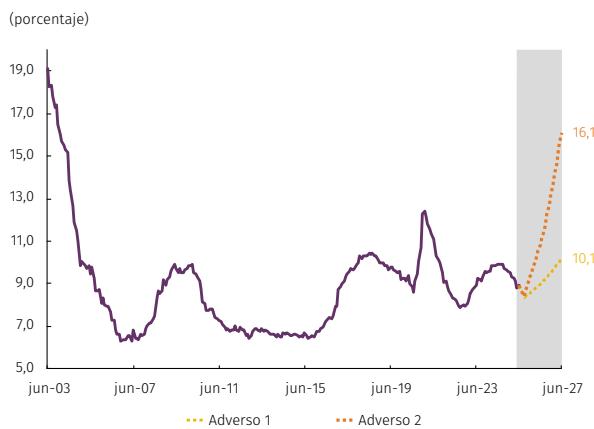
2.2. Resultados

Los resultados del ejercicio de sensibilidad sobre los EC se presentan considerando dos escenarios distintos de materialización del riesgo de crédito. En el primer escenario (adverso 1), el deterioro de la calidad de la cartera se originaría únicamente por el contexto macroeconómico hipotético adverso. En el segundo escenario (adverso 2), la materialización del riesgo de crédito provendría tanto de las condiciones macroeconómicas descritas en el escenario adverso 1 como del incumplimiento en todas las carteras de crédito de los deudores identificados como vulnerables.

En términos del comportamiento del crédito, la cartera bruta presentaría contracciones reales anuales y un deterioro significativo de su calidad. En los escenarios adverso 1 y 2, el crecimiento real anual de la cartera total sería negativo durante el segundo año de simulación. Esta dinámica sería más pronunciada en el escenario adverso 2, debido a la capacidad limitada de los EC para desembolsar nuevos préstamos ante el mayor volumen de pérdidas asociado al incumplimiento adicional de los deudores vulnerables. En cuanto a la calidad de la cartera, el ICR agregado aumentaría en ambos escenarios. Bajo el escenario adverso 1, se observaría inicialmente una reducción del ICR, atribuible a la inercia de su comportamiento reciente. Sin embargo, el incumplimiento derivado del escenario macroeconómico estresado llevaría al indicador a niveles superiores a los registrados durante el pico de riesgo de crédito de 2023 a 2024 (Gráfico 2.2, línea punteada amarilla). En el escenario adverso 2, la calidad de la cartera se deterioraría rápidamente a partir del segundo trimestre simulado y alcanzaría niveles que no se observan desde 2004 (Gráfico 2.2, línea punteada naranja).

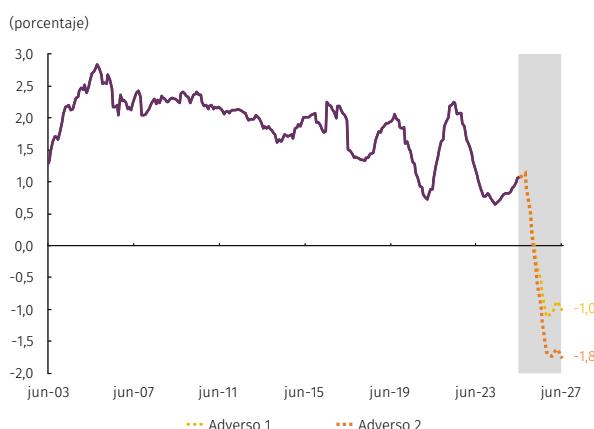
La materialización simultánea de los riesgos de mercado y de crédito, sumada a un menor crecimiento de la cartera, daría lugar pérdidas para el agregado de los EC. En ambos escenarios, el ROA caería hasta niveles negativos en el tercer trimestre de simulación (Gráfico 2.3). Este comportamiento se explicaría principalmente por la desvalorización de los títulos de deuda, que impactaría negativamente los ingresos por inversiones de los EC, así como por la reducción de los ingresos netos por intereses, resultado del menor crecimiento y del mayor deterioro del crédito (Gráfico 2.4). En la medida en que aumenta la materialización del riesgo de crédito, la caída del indicador se vería acentuada por el incremento del gasto en provisiones, especialmente en el escenario adverso 2. Asimismo, el riesgo de contagio entre los EC¹⁴ profundizaría aún más el impacto sobre la rentabilidad. El efecto de los movimientos de los mercados de deuda sobre la utilidad de los EC resalta la relevancia de monitorear de manera continua las tenencias de títulos de estas entidades.

Gráfico 2.2
Indicador de calidad por riesgo agregado (ICR)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (hasta junio de 2025); cálculos del Banco de la República (septiembre de 2025 a junio de 2027).

Gráfico 2.3
Rentabilidad sobre activo (ROA)

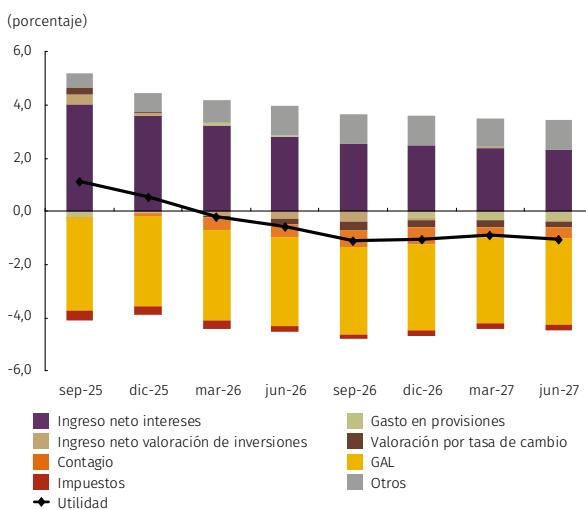


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (hasta junio de 2025); cálculos del Banco de la República (septiembre de 2025 a junio de 2027).

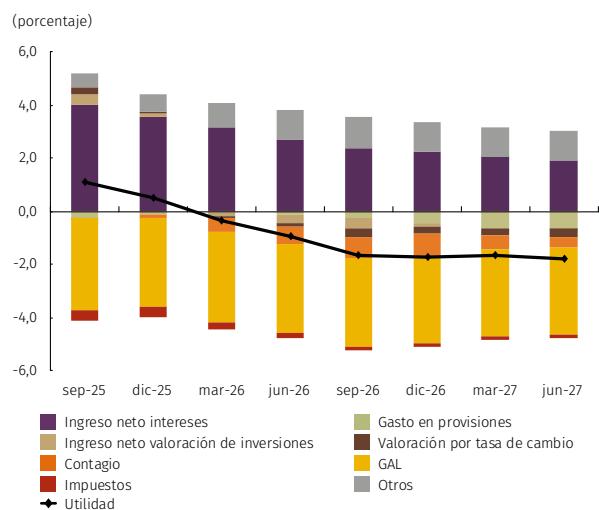
14 El componente de contagio del ejercicio contempla dos elementos. El primero es el contagio directo, determinado por las exposiciones entre los EC a través de CDT, simultáneas y forwards. El segundo es el contagio indirecto, que incorpora las pérdidas por desvalorización originadas en la venta abrupta de activos por parte de entidades cuya solvencia se encuentre cerca de los límites regulatorios.

Gráfico 2.4
Descomposición del ROA

A. Adverso 1



B. Adverso 2

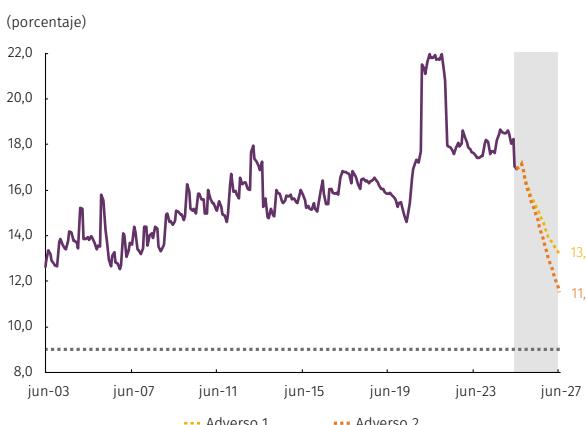


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (hasta junio de 2025); cálculos del Banco de la República (septiembre de 2025 a junio de 2027).

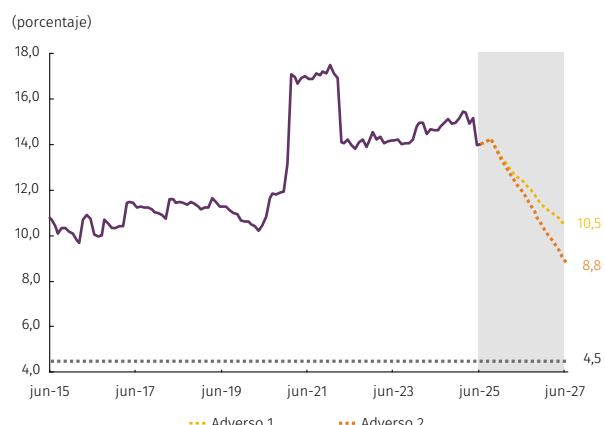
A pesar de las afectaciones asociadas al ejercicio, los EC, en su conjunto, contarían con niveles de capital adecuados para hacer frente a las pérdidas. Las razones de solvencia total y básica de los EC se mantendrían por encima de los límites regulatorios, aunque disminuirían de manera sostenida en ambos escenarios. Estas reducciones estarían asociadas a menores niveles de capital, acordes con las menores utilidades, y al aumento de los activos ponderados por nivel de riesgo, debido a la materialización del riesgo de crédito. No obstante, al final del horizonte, la solvencia total se ubicaría 4,1 (2,5) puntos porcentuales (pp) por encima del mínimo regulatorio en el escenario adverso 1 (adverso 2) (Gráfico 2.5, panel A). Asimismo, en ambos casos, la razón de solvencia básica caería, pero se mantendría en un nivel superior al mínimo regulatorio (Gráfico 2.5, panel B).

Gráfico 2.5
Relaciones de solvencia a nivel agregado

A. Solvencia total

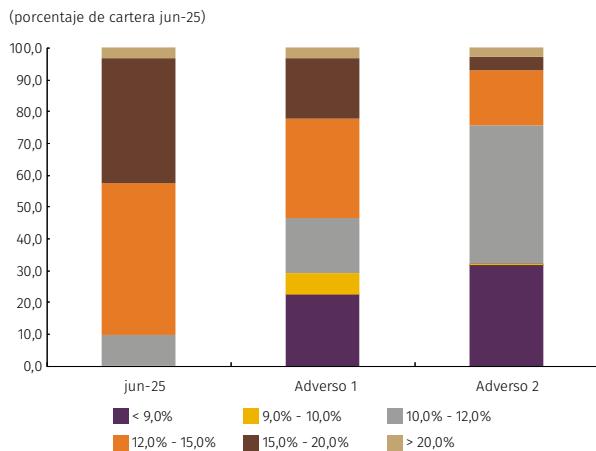


B. Solvencia básica



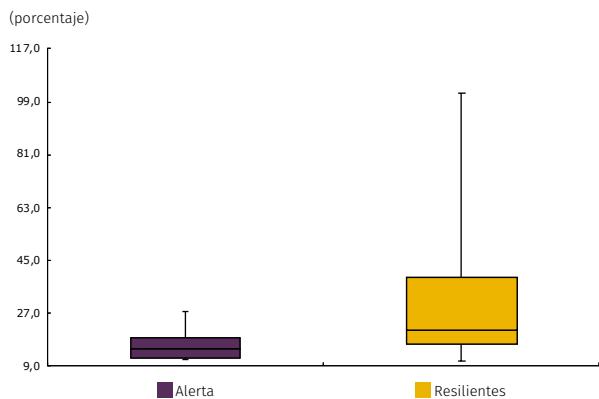
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (hasta junio de 2025); cálculos del Banco de la República (septiembre de 2025 a junio de 2027).

Gráfico 2.6
Distribución de la solvencia individual por participación de cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (hasta junio de 2025); cálculos del Banco de la República (septiembre de 2025 a junio de 2027).

Gráfico 2.7
Distribución de la solvencia total inicial de los establecimientos de crédito



Nota: en el gráfico, el límite inferior y superior de cada caja denota el percentil 25 y 75, en su orden, de la distribución de la solvencia total de los EC en alerta y resilientes al inicio del ejercicio (junio de 2025). La línea horizontal dentro de la caja corresponde a la mediana.

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

A nivel individual, algunos EC registrarían mayores afectaciones en su capital disponible para absorber pérdidas, y en ambos escenarios adversos podrían enfrentar dificultades para cumplir con el capital mínimo requerido. Al final del ejercicio, el conjunto de entidades cuya relación de solvencia total caería por debajo del límite regulatorio concentraba cerca del 22,6% de la cartera total a junio de 2025 (Gráfico 2.6). Por su parte, aquellas que incumplirían el requerimiento en el escenario adverso 2 representaban el 31,7%. En ambos escenarios, el 80% de los EC en el grupo de alerta por solvencia corresponde a bancos, en su mayoría de tamaño mediano o pequeño, y únicamente al final del último semestre de simulación del escenario adverso 2 algunas entidades catalogadas por la SFC como sistemáticamente importantes registrarían señal de alerta¹⁵.

Las condiciones financieras iniciales de las entidades son determinantes para su capacidad de afrontar choques adversos. Algunos EC que, según los resultados de la simulación, podrían tener dificultades para cumplir con los requerimientos mínimos de capital se caracterizaban, a junio de 2025, por niveles de solvencia menos holgados frente al límite regulatorio y una rentabilidad baja o negativa (Gráfico 2.7). Adicionalmente, presentaban una alta exposición a la materialización de riesgo de mercado y una cartera de créditos enfocada en la modalidad comercial. En conjunto, estos resultados resaltan la importancia de que los EC mantengan niveles prudentes de capital que les permitan absorber diversos choques sin afectar potencialmente su operación.

2.3 Ejercicio de sensibilidad sobre las inversiones en subordinadas de Centroamérica

Dada la importancia de las subordinadas en Centroamérica dentro del activo consolidado de los conglomerados financieros colombianos¹⁶, se realiza un ejercicio adicional sobre los EC que tienen estados financieros consolidados y subordinadas en Centroamérica, a partir de los resultados presentados previamente. El objetivo es evaluar si el capital consolidado es suficiente para enfrentar el escenario macroeconómico adverso descrito, junto con choques adicionales de desvalorización de las posiciones en Centroamérica. En ese sentido, a partir de

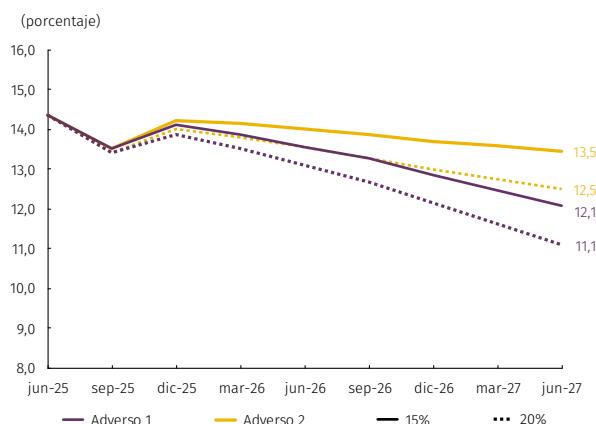
15 Las entidades identificadas como sistemáticamente importantes corresponden a aquellas entidades más grandes e interconectadas (*too big to fail*). Para identificarlas, se considera su tamaño, interconexión, sustitutibilidad y complejidad.

16 Esta participación se calcula como la suma de los activos bancarios externos de las subordinadas bancarias de entidades colombianas sobre el activo consolidado total a junio de 2025. En este cálculo, en el numerador no se excluyen las operaciones interrelacionadas entre las filiales y la casa matriz. La distribución de esta participación por país es la siguiente: Panamá, 6,2%; El Salvador, 1,3%; Costa Rica, 1,4%; Honduras, 0,9% y Puerto Rico, 0,3%. Respecto al semestre anterior, esta participación se redujo debido a la conformación del grupo Cibest, el cual pasó a consolidar la actividad de las subordinadas que anteriormente consolidaban con Bancolombia y que operaban en Costa Rica (Bagrícola), El Salvador (Banco Agrícola), Guatemala (Banco Agromercantil de Guatemala), Barbados (Mercomer Bank) y Panamá (Banistmo). A la fecha de análisis, Bancolombia solo mantenía exposición directa a Centroamérica a través de sus subsidiarias Bancolombia Panamá, en Panamá, y Bancolombia Cayman, en Islas Caimán.

los niveles de solvencia resultantes de los escenarios adversos 1 y 2, se incorporan desvalorizaciones de 15 % y 20%¹⁷ sobre los activos denominados en dólares para aquellos EC que consolidan subordinadas bancarias en Centroamérica. Estos choques adicionales se aplican de manera gradual desde el primer período de simulación y se trasladan directamente al balance consolidado expresado en pesos colombianos de las entidades, el cual se ve afectado simultáneamente por el efecto positivo de la depreciación del peso colombiano respecto al dólar estadounidense incorporada en el escenario macroeconómico¹⁸.

Los resultados muestran que los EC con estados financieros consolidados cuentan con la capacidad patrimonial suficiente para enfrentar los escenarios de desvalorización. Los niveles agregados de capital consolidado serían adecuados para enfrentar el choque cambiario y las distintas magnitudes de desvalorización de los activos de sus subordinadas bancarias (Gráfico 2.8). En los dos escenarios, el indicador de solvencia total aumentaría durante los primeros trimestres de simulación, debido a que el capital disponible para enfrentar pérdidas se incrementaría por cuenta del efecto positivo de la depreciación del peso colombiano frente al dólar. Posteriormente, este efecto se reversaría, en la medida en que aumentaran las desvalorizaciones de las inversiones en las filiales de Centroamérica. En consecuencia, a finales del ejercicio, el indicador de solvencia total se ubicaría por debajo de los niveles observados en junio de 2025, aunque se mantendría por encima del límite regulatorio.

Gráfico 2.8
Relación de solvencia total consolidada



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (hasta junio de 2025); cálculos del Banco de la República (septiembre de 2025 a junio de 2027).

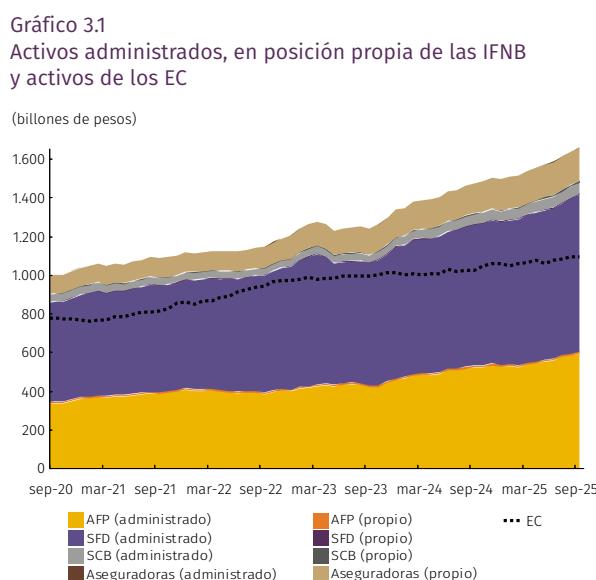
17 Los choques de -15% (-20%) corresponden al percentil 5 (1) de las desvalorizaciones registradas en las subordinadas de Centroamérica durante 2016, periodo en el cual se presentaron rebajas de calificación soberana en algunas de las jurisdicciones con mayor exposición.

18 Teniendo en cuenta que el efecto de los choques se mide sobre el balance consolidado en pesos, una mayor depreciación del peso colombiano respecto al dólar aumenta el valor de la exposición.

3. Instituciones financieras no bancarias: situación reciente y el caso de los fondos de inversión colectiva

Las instituciones financieras no bancarias (IFNB) son entidades que administran recursos del público con fines diversos, entre ellos la inversión y la cobertura de riesgos, funciones esenciales para el sistema financiero. Las IFNB están compuestas por las sociedades fiduciarias (SFD), sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades administradoras de inversión (SAI), aseguradoras y administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP), y su seguimiento incluye los activos administrados y en posición propia de estas entidades. Además, sus funciones son fundamentales para el sistema financiero y para el buen desempeño de la economía. A diferencia de los EC, que pueden captar recursos del público y colocarlos en forma de cartera, las IFNB se enfocan en la administración e inversión de dichos recursos, lo que evidencia su complementariedad dentro del sistema financiero. Así, las IFNB canalizan recursos hacia la inversión y facilitan mecanismos de cobertura, lo que contribuye a mejorar el perfil de ahorro y el manejo de la liquidez tanto del sector público como del privado.

En los últimos años, estas instituciones han experimentado un crecimiento significativo, intensificando las interconexiones con los EC. Esto convierte a las IFNB en actores cada vez más influyentes dentro del sistema financiero. De hecho, sus activos propios y administrados superan los activos de los EC (Gráfico 3.1). Dada la importancia de este sector y de su actividad, cobra especial relevancia el monitoreo continuo de su comportamiento y de los riesgos potenciales derivados de sus operaciones. En este capítulo se analiza la función de las IFNB y de sus fondos administrados, con especial énfasis en los fondos de inversión colectiva (FIC), su comportamiento y los riesgos asociados, con el fin de comprender mejor su papel dentro del sistema financiero.



Nota: se considera el total del activo administrado por cada tipo de IFNB: i) SCB: FIC, ii) SFD: fiducias, recursos del sistema de seguridad social, FIC y pensiones voluntarias, iii) AFP: pensiones obligatorias y pensiones voluntarias, y iv) Aseguradoras: pensiones voluntarias administradas por una única aseguradora. El activo administrado incluye tanto inversiones financieras y derivados como otros tipos de activos menos líquidos (ej.: activos físicos). Sin embargo, no se tiene en cuenta la actividad de custodia que ejercen las SFD. Los activos custodiados a septiembre de 2025 alcanzaban los COP 367,9 b.

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

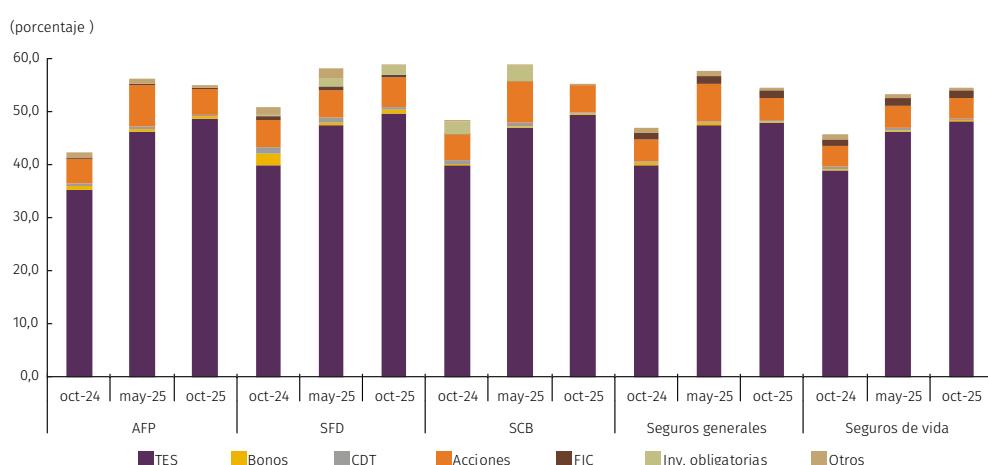
La interconexión entre las IFNB y los EC se ha intensificado a través de múltiples canales, lo que resalta la importancia de un monitoreo continuo. El *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial* (GFSR, por su sigla en inglés) del Fondo Monetario Internacional (FMI) ha destacado la necesidad de estudiar las interconexiones entre distintos tipos de entidades financieras, incluyendo las tenencias comunes de activos, el fondeo cruzado entre ambos tipos de entidades y la exposición a través del mercado de derivados. En el caso del fondeo cruzado, las IFNB canalizan recursos hacia los EC mediante depósitos y adquisiciones de títulos emitidos por estos, mientras que los EC, además de invertir en instrumentos administrados por las IFNB, también les otorgan crédito. Estos vínculos explican, en parte, la mayor participación de las IFNB en el sistema financiero y refuerzan la necesidad de analizar sus canales de interconexión con los EC.

En Colombia se ha identificado un crecimiento de las inversiones en común¹ entre los EC y las IFNB, lo que constituye un canal relevante de transmisión de riesgos.

Esto, debido a que el comportamiento del mercado de capitales puede afectar simultáneamente a ambos tipos de entidades y amplificar los choques de mercado. Aquello ocurre cuando, por ejemplo, una entidad se ve obligada a liquidar activos, lo que puede deteriorar el valor de los títulos compartidos y generar pérdidas en la otra entidad. Este riesgo se intensifica en contextos de tensión fiscal o incertidumbre macroeconómica, como una eventual desvalorización de los TES, que podría impactar de forma transversal a las entidades con tenencias comunes, las cuales representan cerca del 58% del portafolio de inversiones de los EC², y son más altas en el caso de las inversiones en común con las SFD. En línea con el aumento de emisiones de TES, se observa que estos instrumentos son los principales en común, seguidos de acciones del mismo emisor (Gráfico 3.2)³. Así mismo, es importante detallar que, tal como se analizó en el capítulo 1 de este *Reporte*, las SFD en posición administrada superan a los extranjeros en tenencias de TES. En este contexto, el FMI, en su más reciente *Informe de la Consulta del artículo IV para Colombia* (2025)⁴, advierte sobre la necesidad de fortalecer el monitoreo de los canales de contagio entre bancos, IFNB y operaciones en el exterior, especialmente ante el rápido crecimiento de las IFNB, su creciente tenencia de TES y el aumento de interconexiones con los bancos a través de exposiciones comunes a activos.

Gráfico 3.2

Peso de las tenencias comunes entre EC e IFNB en el portafolio de inversión de los EC



Nota: las inversiones obligatorias en las SCB hacen referencia a las inversiones obligatorias para los EC que se encuentran en el portafolio administrado de las SCB (en este caso es una única SCB).

Siglas: Títulos de Tesorería (TES); certificados de depósito a término (CDT); fondos de inversión colectiva (FIC).

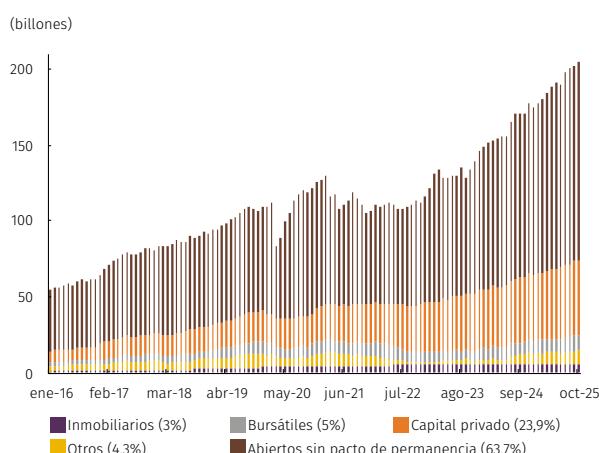
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

- 1 El término de inversiones comunes hace referencia a títulos del mismo tipo, con mismo emisor y misma fecha de emisión (en el caso de los bonos) que mantienen en su portafolio al menos un EC y al menos una IFNB durante el mismo periodo analizado.
- 2 En este ejercicio se identificaron cada uno de los títulos del portafolio administrado por SFD, AFP, SCB, y del portafolio de las aseguradoras de vida y generales. Para esto se utilizó el International Securities Identification Number (ISIN) de cada título o la información de su emisor, según la disponibilidad de información. Usando estos identificadores, se buscaron estos títulos dentro del portafolio de los EC. Así, un título en común es aquel que se encuentra en el portafolio de al menos una IFNB y en el de al menos un EC. Finalmente, se calculó el porcentaje que estos títulos en común representan en el valor total de las inversiones de los EC.
- 3 Si bien existen restricciones sobre la inversión en acciones para los EC, tanto el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero como la Circular Básica Jurídica contienen las excepciones y reglas para la tenencia de este tipo de activos por cada tipo de EC. Por tal razón, los EC reportan tenencias en acciones.
- 4 El documento de consulta se encuentra en: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2025/09/29/colombia-2025-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-570803>

Los activos administrados por las IFNB han aumentado en los últimos seis meses; las SFD concentran la mayor parte, seguidas por las AFP y las aseguradoras. Este crecimiento refleja la expansión de los distintos vehículos de inversión que cada tipo de institución gestiona. Las SCB administran FIC; las SFD manejan fiducias, recursos del sistema de seguridad social, FIC y pensiones voluntarias; mientras que las AFP administran pensiones obligatorias y voluntarias. Aunque no es común que las aseguradoras administren fondos⁵, su negocio de cuenta propia representa una actividad clave dentro del sistema financiero, tanto por el volumen de recursos que gestionan como por su papel en la protección patrimonial y la inversión. Esta diversidad de fondos y negocios permite atender las necesidades de ahorro e inversión de distintos segmentos de la economía. En particular, los FIC han adquirido una relevancia creciente dentro del sistema financiero, representando aproximadamente el 15,05 % del total de activos administrados por las IFNB⁶.

Los FIC se han consolidado como uno de los principales vehículos de inversión para empresas y hogares, al constituirse como un instrumento clave para transformar el ahorro en inversión. En general, el objetivo de los FIC consiste en reunir los aportes de varios inversionistas para conformar un portafolio colectivo de activos, con el propósito de distribuir los rendimientos entre estos, según su participación. En los últimos años, estos vehículos han adquirido una importancia creciente en distintas jurisdicciones, y Colombia no es la excepción. Organismos como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por su sigla en inglés) han destacado su papel en la profundización de los mercados y en la promoción de estructuras de inversión más eficientes. A su vez, el FMI ha reconocido el aporte de estos fondos en la movilización del ahorro hacia la economía real y en la diversificación del riesgo de los inversionistas⁷.

Gráfico 3.3
Activo total por tipo de FIC



Nota 1: otros incluye fondos de inversión colectiva abiertos con pacto de permanencia y fondos de inversión cerrados diferentes a los inmobiliarios y de capital privado.

Nota 2: La representatividad de cada tipo de FIC se muestra entre paréntesis.

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

En el caso colombiano, los FIC pueden ser de naturaleza abierta o cerrada⁸. La diferencia radica en el momento en que los inversionistas pueden redimir sus participaciones. En los fondos cerrados no se permite el retiro de los recursos antes del vencimiento del plazo establecido o de la duración del fondo. Estos se agrupan en FIC de capital privado, FIC inmobiliarios y otros. Por su parte, los fondos abiertos se dividen en dos tipos: con pacto y sin pacto de permanencia. Los segundos permiten el retiro de las participaciones en cualquier momento, sin establecer compromisos de permanencia mínima. Este tipo de fondo, conocido como fondo de inversión colectiva abierto sin pacto de permanencia (Ficaspp), es el más representativo dentro del sector (Gráfico 3.3). Además de ofrecer

5 Existe una única aseguradora que administra fondos de pensiones voluntarias.

6 Para este cálculo no se tiene en cuenta la actividad de custodia que ejercen las SFD. Los activos custodiados a septiembre de 2025 alcanzaban los COP 367,9 b.

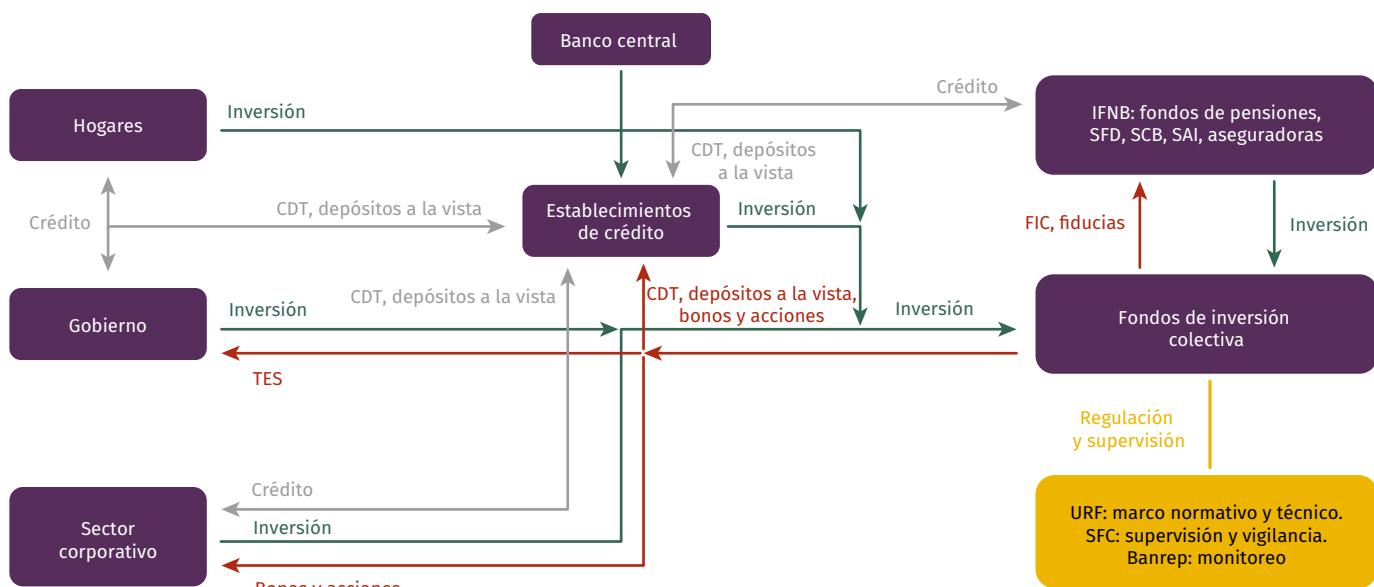
7 Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial (GFSR), octubre de 2023, disponible en: <https://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023>

8 El marco regulatorio de los FIC está establecido en el Decreto 2555 de 2010.

liquidez diaria, estos fondos permiten invertir con montos bajos, se ajustan a distintos perfiles de riesgo y brindan diversificación de sus inversiones. Su análisis y monitoreo resultan especialmente relevantes, dado que, por su naturaleza abierta, están más expuestos a riesgos relacionados con la dinámica de las redenciones que enfrentan y con su gestión.

La creciente interconexión de los Ficaspp con el sistema financiero, junto con el acelerado crecimiento de su activo total, hacen especialmente relevante el análisis de los riesgos que enfrentan estos vehículos de inversión. Entre 2016 y octubre de 2025 el activo total de los Ficaspp creció un 283%, alcanzando los COP 130,1 b, lo que representa aproximadamente el 7% de los activos de las IFNB. Este crecimiento sostenido refleja la relevancia que han adquirido como alternativa de inversión. Los Ficaspp presentan una elevada interconexión con diversas entidades del sistema financiero (Gráfico 3.4). Entre sus principales adherentes se encuentran las SFD, el sector real y el sector público no financiero. No obstante, los EC, los hogares y otras entidades dentro de las IFNB, como aseguradoras, fondos de pensiones y las SCB, también invierten en estos vehículos^{9, 10}. Los recursos que reciben los Ficaspp se utilizan para invertir en activos que componen un portafolio colectivo. En particular, invierten CDT, bonos y acciones emitidos por EC, títulos del tesoro emitidos principalmente por el gobierno nacional, bonos y acciones del sector real, así como negocios fiduciarios y otros fondos de inversión.

Gráfico 3.4
Interconexiones en el sistema financiero colombiano



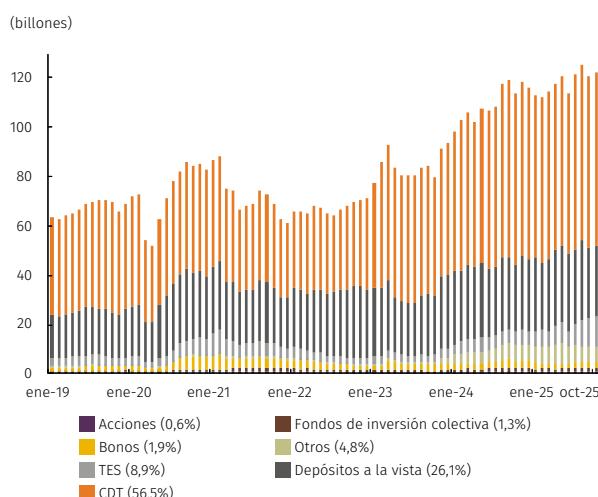
Fuente: Elaboración propia.

Los CDT emitidos por los EC constituyen el principal activo de los Ficaspp, lo que implica que los recursos de estos fondos son una fuente de fondeo relevante para dichas entidades. Históricamente, los CDT han representado alrededor del 60% del activo de los Ficaspp, seguidos por los depósitos a la vista, que están sujetos a un mínimo regulatorio (Gráfico 3.5). El vencimiento promedio de estos CDT es inferior a un año, y cerca del 85% son emitidos por algún EC (Gráfico 3.6). Los recursos provenientes de estas inversiones, junto con los depósitos a la vista, son utilizados por los EC para financiar parte de su actividad crediticia. Aunque la participación

9 Para mayor detalle véase el Recuadro 2: “Reflexiones frente a la composición de los adherentes como una variable relevante para la gestión del riesgo de liquidez de los FIC”, del *Informe de Actuabilidad del Sistema Financiero* de diciembre de 2020, de la Superintendencia Financiera de Colombia.

10 Al analizar la base de tipos de inversionistas de todos los FIC, Asofiduciarias encuentra que, para 2025, el 32% corresponde a SFD, el 44% a personas jurídicas y el restante a personas naturales. Estas proporciones se han mantenido relativamente estables a lo largo de los años.

Gráfico 3.5
Composición activo total de los Ficaspp

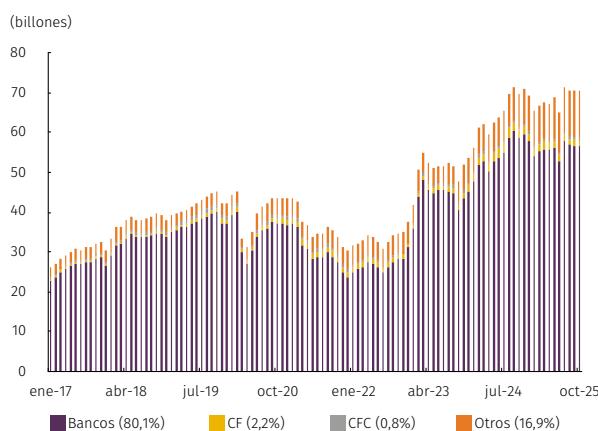


Nota 1: el rubro 'Otros' incluye principalmente títulos de contenido crediticios derivados de procesos de titularización y títulos de tesorería emitidos por gobiernos extranjeros.

Nota 2: la representatividad de cada rubro en el activo total de los Ficaspp se muestra en paréntesis.

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

Gráfico 3.6
Emisores de los CDT en los Ficaspp

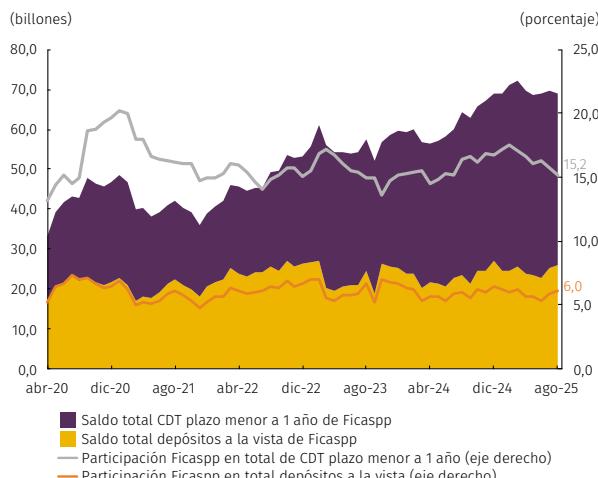


Nota 1: el rubro 'Otros' incluye instituciones oficiales especiales.

Nota 2: entre paréntesis se indica la participación de cada tipo de emisor en el saldo total.

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

Gráfico 3.7
Participación de los Ficaspp en el fondeo de los EC



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

de los Ficaspp en el fondeo de los EC no es elevada, su rol es relevante: del saldo total de los CDT de los EC con vencimiento inferior a un año, el 15% proviene de estos fondos, y en los depósitos a la vista su participación es del 6% (Gráfico 3.7). Sin embargo, al considerar el fondeo total de los EC, los recursos de los Ficaspp representan el 9%. En episodios de estrés, si los fondos no cuentan con liquidez suficiente para atender retiros masivos, podrían verse obligados a vender activos o no renovar inversiones en instrumentos emitidos por los EC, lo que reduce la disponibilidad de recursos y presiona al alza el costo del fondeo para estas entidades.

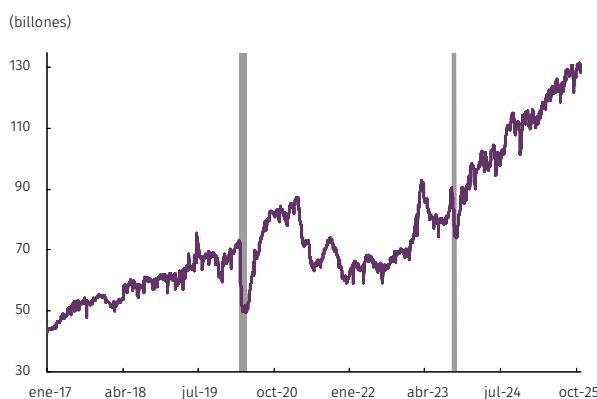
El riesgo de liquidez es el más relevante para los Ficaspp, dada su naturaleza abierta; no obstante, existen otros riesgos derivados de su estrategia de inversión. En episodios de retiros masivos, la venta forzosa de activos puede impactar negativamente a otras entidades del sistema financiero, como los EC, y también a los adherentes de los fondos, al reducir el valor de sus inversiones¹¹. Otro riesgo importante que enfrentan los Ficaspp es el de mercado, el cual se materializa a través de variaciones en tasas de interés, tipo de cambio y precios de los títulos que componen su portafolio. Estos movimientos pueden llevar a retiros masivos y desordenados de capital, lo que, a su vez, puede amplificar la volatilidad y los movimientos en los mercados de deuda si los fondos no cuentan con recursos líquidos suficientes para atender los retiros y se ven obligados a liquidar sus títulos rápidamente. Por último, aunque en menor medida, los Ficaspp enfrentan riesgo de crédito, que se presenta principalmente cuando los emisores de los títulos en los que invierten estos fondos incumplen sus obligaciones.

La regulación colombiana contempla medidas que buscan mitigar los riesgos que enfrentan los Ficaspp. Localmente, la regulación y supervisión de estos fondos involucra a varias entidades: la Unidad de Regulación Financiera (URF) establece el marco normativo; la SFC se encarga de la supervisión; y el Banco de la República realiza el monitoreo del comportamiento del sistema financiero. En relación con el riesgo de liquidez, el Sistema Integral de Administración de Riesgos (SIAR), implementado por la SFC, define indicadores para medir y gestionar la capacidad de los Ficaspp de atender retiros de recursos¹². Respecto al riesgo de mercado, el Decreto 2555 de 2010 establece los tipos de inversiones permitidas para estos fondos, con el objetivo de asegurar que sus activos sean líquidos y estén diversificados. Adicionalmente, existen medidas orientadas a limitar la concentración del portafolio en entidades relacionadas, como las sociedades administradoras, así como restricciones a nivel de inversionista, con el fin de reducir la exposición a pérdidas significativas.

11 En los Ficaspp el valor de las inversiones de los adherentes depende directamente de la valoración del portafolio, ya que el precio al que los inversionistas compran o venden sus participaciones se determina a partir de los precios de mercado de los activos del fondo. Por ello, cualquier variación en dichos precios se traslada al valor de las inversiones de los adherentes.

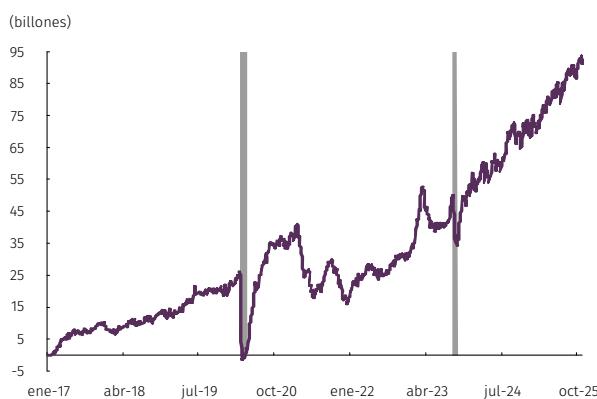
12 El Anexo 11 del Capítulo XXXI de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC establece la metodología para la medición y las características del reporte estándar del riesgo de liquidez de los Ficaspp. Para tal fin, contempla cuatro indicadores de liquidez: indicador de efectivo, indicador de liquidez a un día (recursos líquidos), indicador de liquidez a treinta días e indicador de riesgo de liquidez.

Gráfico 3.8
Activo total de los Ficaspp



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

Gráfico 3.9
Aportes netos acumulados de los Ficaspp



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

Gráfico 3.10
Índice de precios de los CDT



Nota: los CDT a corto plazo corresponden a aquellos con vencimiento inferior e igual a 365 días y los CDT de mediano plazo son aquellos con vencimiento mayor a 365 días e inferior e igual a 1095 días.

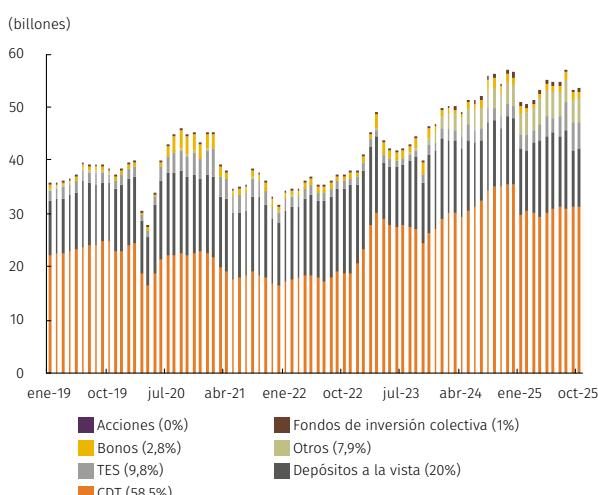
Fuente: Deceval y Precia; cálculos del Banco de la República.

No obstante, algunos episodios de fuertes caídas en el activo total de los Ficaspp reflejan las vulnerabilidades que enfrentan estos fondos. Aunque la tendencia general de su activo total ha sido de crecimiento, se destacan dos períodos de estrés (Gráfico 3.8). En marzo de 2020, los Ficaspp registraron retiros significativos ante la mayor incertidumbre financiera derivada del inicio de la pandemia del covid-19. La búsqueda de liquidez por parte de los inversionistas y la caída generalizada en los precios de los títulos de deuda pública y privada, producto del incremento en la percepción de riesgo y la salida de capitales desde economías emergentes, llevaron a retiros netos (retiros menos aportes) por COP 24,5 b (Gráfico 3.9). En consecuencia, el activo total de los Ficaspp se redujo COP 23,5 b (31,7%) entre marzo y abril de 2020. Más recientemente, entre el 14 y el 19 de septiembre de 2023, el activo de los Ficaspp disminuyó COP 15 b debido, principalmente, a retiros netos por COP 14,9 b. Este comportamiento se explicó por la caída en los precios de los instrumentos de renta fija, tras el aumento en los rendimientos de la deuda pública colombiana, en línea con el repunte de las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. En agosto de 2023, las expectativas de recortes en las tasas de política impulsaron aportes significativos en estos fondos; sin embargo, el ajuste al alza de las tasas externas y locales en septiembre llevó a los inversionistas a realizar retiros masivos. Estos episodios, aunque difieren en su naturaleza, reflejan la elevada sensibilidad de las redenciones que enfrentan los Ficaspp a las variaciones en los precios de los CDT, que constituyen su principal activo (Gráfico 3.10).

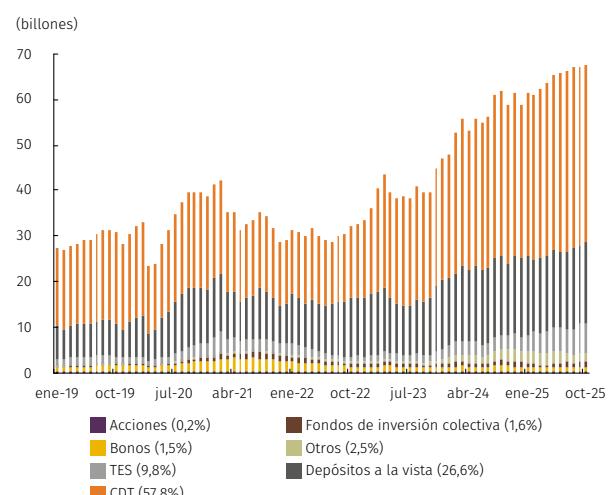
Las fuertes caídas en el activo de los Ficaspp durante estos períodos de retiros estuvieron concentradas en fondos con alta exposición a CDT dentro de sus portafolios. En Colombia, para facilitar la medición y gestión adecuada del riesgo de liquidez, el SIAR de la SFC clasifica los Ficaspp en tres categorías: monetarios, de renta variable y balanceados. Los fondos monetarios tienen como objetivo preservar el capital y mantener una alta liquidez, por lo que invierten principalmente en valores de renta fija en moneda local inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Los fondos de renta variable buscan la apreciación del capital en el mediano y largo plazo, por lo que al menos el 70% de su portafolio está compuesto por títulos de renta variable (Gráfico 3.11, panel C). Por su parte, los fondos balanceados combinan la estabilidad de la renta fija con el potencial crecimiento de la renta variable. Dado que los episodios de tensión descritos coincidieron con fuertes caídas en los precios de los CDT, los Ficaspp con mayor exposición a estos títulos fueron los más afectados. Estos corresponden a los fondos monetarios y balanceados, que, aunque tienen objetivos distintos, presentan composiciones de portafolio similares y son los más representativos del mercado (Gráfico 3.11, paneles A y B). En efecto, al analizar por tipo de Ficaspp la dinámica del activo y de los aportes netos, se observa que en los períodos de tensión los mayores retiros se concentraron en los fondos monetarios y balanceados (Gráfico 3.12). Posteriormente, el activo de estos fondos se recuperó de manera sostenida, mientras que el de los Ficaspp de renta variable mantuvo una tendencia negativa hasta inicios de 2024 (Gráfico 3.13).

Gráfico 3.11
Composición del activo

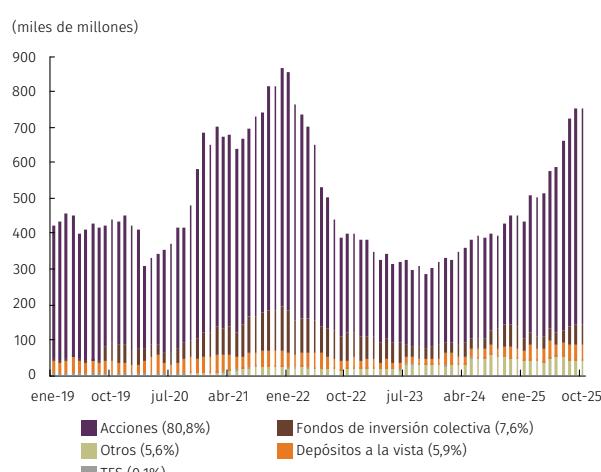
A. Ficaspp monetarios



B. Ficaspp balanceados



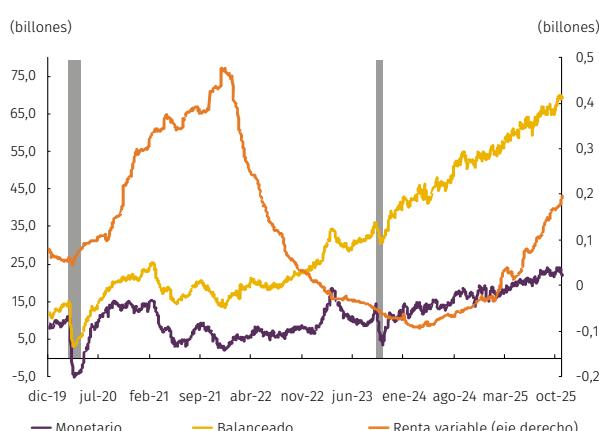
C. Ficaspp renta variable



Nota: la representatividad de cada rubro en el activo total de cada tipo de Ficaspp se muestra en paréntesis.

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

Gráfico 3.12
Aportes netos acumulados por tipo de Ficaspp

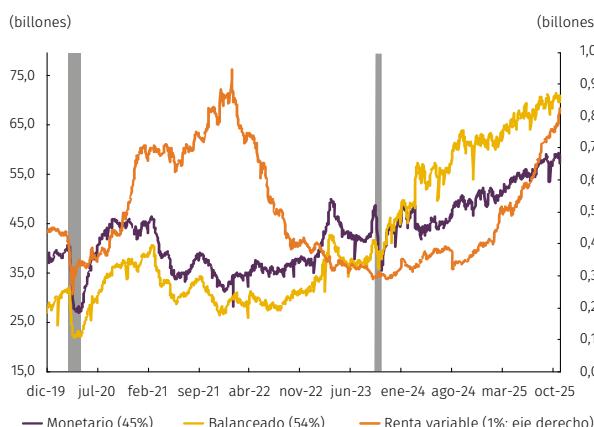


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La liquidez de los Ficaspp, que usualmente se mantiene ampliamente por encima de los mínimos regulatorios, se redujo en los períodos descritos, especialmente en marzo de 2020. Como se mencionó, estos fondos cuentan con indicadores de liquidez que permiten medir y gestionar su capacidad para enfrentar retiros de capital: indicador de efectivo, recursos líquidos, liquidez a 30 días e IRL. Según la categoría del fondo, estos deben cumplir con mínimos regulatorios en dos o en los cuatro indicadores mencionados¹³. Históricamente, los niveles de dichos indicadores se han ubicado muy por encima de los mínimos exigidos en todos los tipos de fondos (Gráfico 3.14). No obstante, en marzo de 2020 se observó una caída súbita, especialmente en los fondos monetarios y balanceados, que

13 Por su naturaleza, los fondos monetarios deben cumplir con cuatro indicadores de liquidez: IRL (100%), recursos líquidos (10%), efectivo (5%) y liquidez a treinta días (25%). Por su parte, los de renta variable deben cumplir con IRL (100%) y recursos líquidos (3%). Finalmente, los balanceados deben cumplir con IRL (100%) y recursos líquidos (5%).

Gráfico 3.13
Activo total por tipo de Ficaspp



Nota: la representatividad de cada tipo de Ficaspp sobre el activo total se muestra en paréntesis.

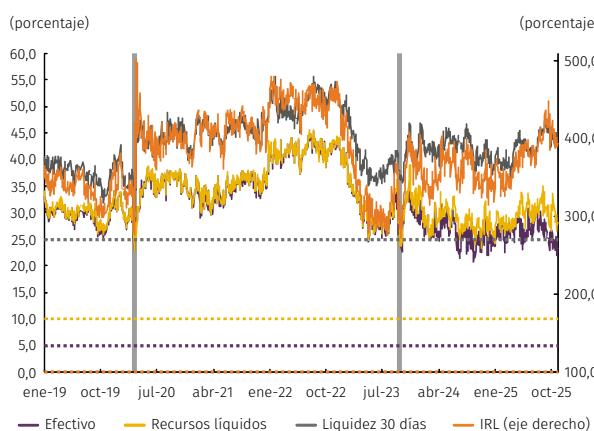
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

fueron los más afectados (Gráfico 3.14, paneles A y B). Esto se produjo debido a que los retiros masivos obligaron a estos Ficaspp a utilizar rápidamente sus recursos más líquidos para atender las redenciones. Una situación similar se presentó en 2023, aunque la reducción de los indicadores de liquidez fue de menor magnitud. En ambos casos, la disminución de la liquidez fue temporal. En marzo de 2020, al igual que en otras jurisdicciones, las autoridades implementaron medidas para aliviar las tensiones de liquidez de los Ficaspp. Por su parte, en el episodio de septiembre de 2023, los retiros se moderaron una vez los mercados de deuda se ajustaron, lo que redujo significativamente el impacto sobre la liquidez.

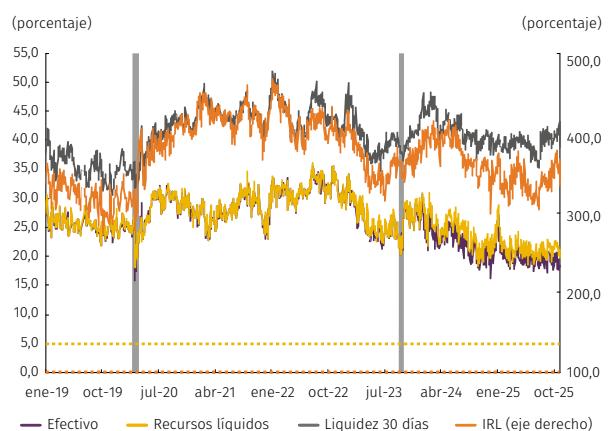
Al igual que en otras jurisdicciones, el Banco de la República adoptó en 2020 medidas para aliviar las tensiones sobre la liquidez de los Ficaspp y mitigar las ventas forzosas de sus inversiones. En marzo de 2020, los indicadores agregados de liquidez se redujeron significativamente y, a nivel individual, algunos fondos incumplieron los límites regulatorios (Gráfico 3.15). Con el objetivo de preservar la estabilidad del sistema financiero y atenuar acciones que pudieran amplificar

Gráfico 3.14
Indicadores de liquidez

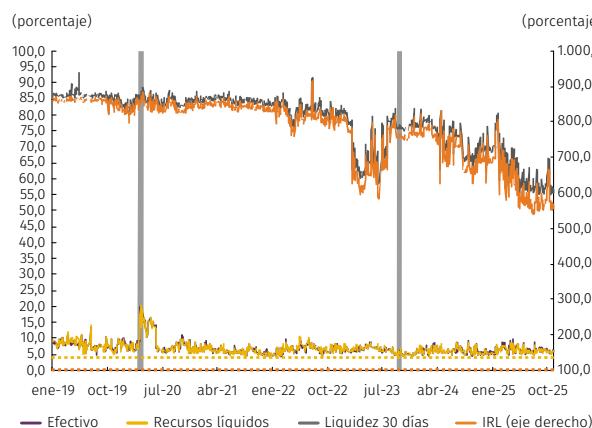
A. Ficaspp monetarios



B. Ficaspp balanceados



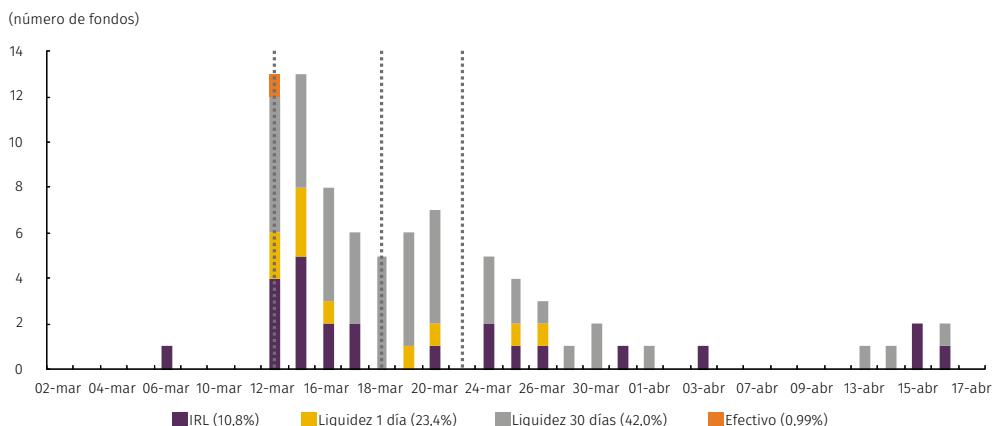
C. Ficaspp renta variable



Nota: las líneas horizontales corresponden a los límites regulatorios de los indicadores de liquidez.

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

Gráfico 3.15
Número de Ficaspp con incumplimientos de liquidez durante marzo de 2020



Nota 1: las líneas verticales señalan los días en que el Banco de la República implementó medidas de provisión de liquidez.

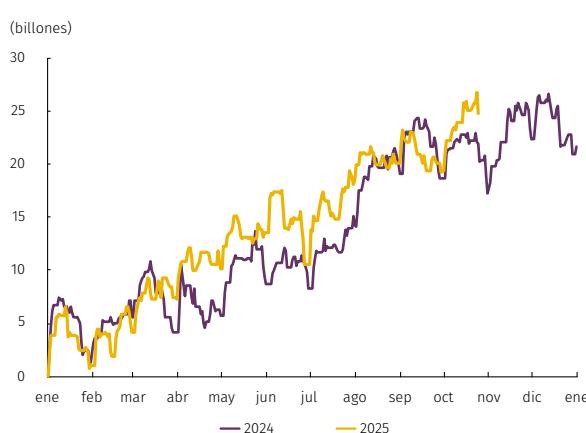
Nota 2: entre paréntesis se muestra la participación, dentro del activo total, de los Ficaspp que incumplieron cada indicador de liquidez en el período analizado.

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

los desequilibrios de los mercados, como las ventas forzosas de activos para atender los retiros, el Banco de la República, al igual que otros bancos centrales¹⁴, amplió el acceso a sus facilidades de liquidez¹⁵. En particular, permitió que las sociedades administradoras de los Ficaspp participaran en las subastas de expansión transitoria con títulos de deuda pública y privada. Esta medida permitió que los fondos recuperaran su liquidez, lo que se reflejó en una mejora de sus indicadores. Además, redujo el incentivo de los inversionistas a redimir sus participaciones por temor a una caída en el valor del fondo, ya que los Ficaspp contaban con recursos suficientes para atender los retiros sin necesidad de vender sus activos. Como resultado, el número de fondos que incumplían algún límite de liquidez disminuyó significativamente, luego de que, en el punto más crítico de la crisis, se registraran hasta trece Ficaspp en situación de incumplimiento de sus indicadores.

En los últimos dos años no se han presentado períodos de fuertes retiros en los Ficaspp; por el contrario, el mayor crecimiento de estos fondos se ha registrado entre 2024 y lo corrido de 2025, consolidándose como una alternativa sólida y diversificada para inversionistas de distintos perfiles. Desde 2024, los aportes de capital han superado los retiros, lo que ha generado un balance neto positivo (Gráfico 3.16). En consecuencia, el activo ha crecido de manera sostenida, alcanzando niveles superiores al promedio histórico. No obstante, los episodios de retiros masivos evidenciaron vulnerabilidades que pueden amplificarse mutuamente: la susceptibilidad a retiros repentinos y disruptivos, junto con la liquidación de activos

Gráfico 3.16
Aportes netos acumulados por año Ficaspp



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

14 Para mayor detalle véase el *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial* (GFSR), octubre de 2023.

15 El 12 de marzo, el Banco de la República autorizó las operaciones repo con títulos de deuda privada y el acceso a las subastas de expansión transitoria con estos títulos para los fondos administrados a través de las sociedades administradoras. Posteriormente, el 18 de marzo, el Emisor autorizó el acceso a las subastas de expansión transitoria con títulos de deuda pública, y el 23 de marzo autorizó las operaciones de expansión definitiva con títulos de deuda privada para EC y sociedades administradoras por cuenta propia y de terceros.

para atender dichas redenciones. Esta problemática no es exclusiva de Colombia, sino que ha sido objeto de análisis y atención de diversas jurisdicciones. Al respecto, organismos internacionales como la IOSCO, el FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por su sigla en inglés) han desarrollado estudios orientados a identificar y desarrollar medidas orientadas a mitigar estas vulnerabilidades.

Análisis de las vulnerabilidades en los Ficaspp

Los períodos de fuertes retiros en los Ficaspp han motivado el análisis de los factores que explican este comportamiento. El estudio de Mariño-Montaña *et al.* (2025)¹⁶ encuentra que las variables macrofinancieras, como una menor liquidez en el mercado monetario o una mayor volatilidad en los mercados de deuda, desempeñan un papel determinante en los aportes netos de los Ficaspp. Asimismo, los niveles de liquidez de los fondos tienen un impacto significativo: en fondos con menores activos líquidos, los inversionistas pueden anticipar que las redenciones de otros participantes obligarán a vender activos, afectando así los rendimientos de quienes permanecen en el fondo. Por su parte, los inversionistas institucionales¹⁷ muestran una mayor sensibilidad (en magnitud) a las condiciones del mercado, en comparación con los del sector real y las personas naturales. Esto puede deberse a que los institucionales realizan un monitoreo constante de los portafolios y cuentan con estrategias de gestión más activas, lo que los lleva a reaccionar con mayor rapidez ante cambios en la rentabilidad y liquidez de los Ficaspp, o ante variaciones en el entorno macroeconómico.

Por otro lado, con el objetivo de evaluar la resiliencia de los Ficaspp ante distintos niveles de retiros diarios, se realizan pruebas de estrés sobre estos fondos. Este ejercicio, conocido en la literatura como estrés a la inversa¹⁸, busca cuantificar el nivel de retiros diarios que provocaría que Ficaspp que, en conjunto, representan el 20 % del total del activo administrado, incumplan el límite regulatorio de liquidez¹⁹. En términos prácticos, se calcula el IRL que presentaría cada fondo ante retiros equivalentes al 1% y 30 % del activo total, suponiendo que estos atienden las redenciones únicamente con sus recursos líquidos, lo que implica una reducción de sus activos líquidos de alta calidad (ALAC). Posteriormente, para cada nivel de retiro, se identifican los Ficaspp que incumplirían el límite regulatorio del IRL y se calcula su participación conjunta sobre el total del activo del sector. Los resultados sugieren que, desde 2024, el choque de retiro neto diario necesario para inducir incumplimientos en el 20 % del activo total de los Ficaspp se ubica alrededor del 4 % (Gráfico 3.17). Al analizar la distribución histórica de los retiros netos, se observa que este nivel corresponde a un evento de baja probabilidad de ocurrencia, ya que se ubica dentro del percentil 1. En contraste, durante marzo de 2020, incluso sin un choque adicional de retiros, existían fondos en situación de incumplimiento, los cuales representaban hasta el 5 % del activo total.

Adicionalmente, se realizó un estudio enfocado en analizar los posibles canales de transmisión del choque de retiros observado en los Ficaspp durante marzo de 2020, encontrándose efectos sobre el mercado de CDT y el crédito corporativo de los EC.

16 Mariño, J.; Rodríguez, D.; Sánchez, C. (2025). "Exploring the Flow-Performance Relation in Colombia Open-End Investment Funds", *Borradores de Economía*, núm. 1323, Banco de la República de Colombia.

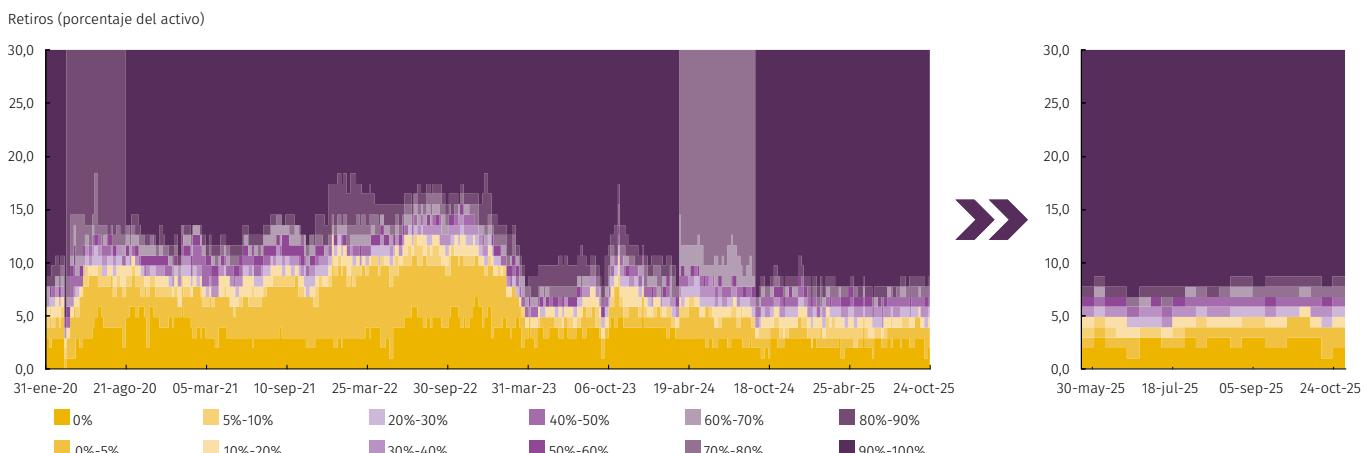
17 Los inversionistas institucionales corresponden a SFD, SCB, fondos de pensiones y sociedades administradoras de inversiones.

18 Los ejercicios de estrés a la inversa se utilizan para determinar el nivel o la combinación de choques de estrés que llevarían a las entidades a una situación de incumplimiento de requerimientos regulatorios o quiebra.

19 El 20 % corresponde aproximadamente al doble de la participación en el activo total administrado de los Ficaspp que incumplieron con el requerimiento del IRL el 12 de marzo de 2020, en medio del choque económico ocasionado por la pandemia del covid-19.

Gráfico 3.17

Resultados del ejercicio de estrés sobre Ficaspp



Nota: las tonalidades del gráfico corresponden a la participación en el activo total de los Ficaspp que incumplen el límite regulatorio del IRL ante diferentes choques de retiros (eje vertical). Así, el morado más oscuro indica que los fondos que incumplen representan entre el 90% y 100% del total del activo.

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

El trabajo de Müller *et al.* (2025a)²⁰ muestra que las redenciones por parte de los inversionistas llevaron a los administradores de los Ficaspp a la rápida liquidación de CDT para asegurar la liquidez y cumplir con las redenciones, lo que incrementó la volatilidad en el mercado de CDT. La oportuna intervención del Banco de la República, mediante la compra de CDT en el mercado secundario, alivió las tensiones de liquidez y redujo gradualmente la transmisión del choque al mercado de CDT. El estudio identificó que los bancos con mayor exposición a los Ficaspp (por sus tenencias de CDT) ajustaron al alza las tasas de interés en cerca de 100 pb y redujeron el plazo de los créditos otorgados entre 3,8 y 8,6 meses a empresas del sector real. El estudio evidencia que la interdependencia entre los Ficaspp y los bancos a través del mercado de CDT puede facilitar la transmisión de choques entre ambos sectores del sistema financiero. Esta evidencia resalta la importancia de contar con una regulación prudencial que limite dicha interdependencia entre ambos sectores, fenómeno que también ha sido observado en otras jurisdicciones (Muller *et al.*, 2025b)²¹.

Revisión de medidas regulatorias para abordar los riesgos de los Ficaspp

Las lecciones aprendidas durante los episodios de tensión en los Ficaspp, especialmente el de marzo de 2020, resaltan la importancia de evaluar la regulación aplicable a este sector. El estrés financiero de marzo de 2020 evidenció vulnerabilidades significativas en la industria de los Ficaspp a nivel global. Por ello, el FSB publicó en octubre de 2021 el informe *Propuestas de política para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado*, en el cual señala que abordar dichas vulnerabilidades contribuye a reducir el riesgo sistemático y minimizar la necesidad de intervenciones futuras por parte de los bancos centrales. En consecuencia, recomienda adoptar medidas regulatorias enfocadas en cuatro objetivos: 1) trasladar a los inversionistas los costos de redención; 2) implementar mecanismos para absorber pérdidas derivadas de retiros; 3) reducir la transformación de plazos, y 4) reducir la probabilidad de retiros abruptos por “efectos umbral”. Tomando como

20 Müller, C., M. Ossandon Busch, M. Sarmiento, y F. Pinzón-Puerto (2025a). “Fragile Wholesale Deposits, Liquidity Risk, and Banks’ Maturity Transformation”, BIS Working Papers, núm. 1263, Bank for International Settlements.

21 Müller, C., M. Ossandon Busch, M. Sarmiento, y F. Pinzón-Puerto (2025b). “When NBFIs Become Systemic: Lessons for Emerging and Advanced Economies”, Suerf Policy Brief, núm 1254, septiembre.

referencia estas reformas propuestas por el FSB (2021), se analizó la regulación vigente para los Ficaspp en Colombia, y se encontró que ésta ya incorpora varias de las medidas sugeridas, especialmente en materia de gestión de liquidez, aunque aún existe espacio para mejoras.

En la misma línea, en 2025, las autoridades financieras colombianas solicitaron al FMI una asistencia técnica para evaluar la regulación aplicable a los Ficaspp en Colombia. La solicitud fue realizada de manera conjunta por el Banco de la República, la SFC y el MHCP, a través de la URF, en su calidad de entidades miembros de la Red de Seguridad Financiera colombiana. La asistencia técnica se realizó en marzo de 2025 e incluyó reuniones con las entidades solicitantes, que se encargan de la regulación, supervisión y monitoreo de los Ficaspp, así como con representantes de la industria, entre ellos las entidades administradoras de estos fondos. El objetivo fue revisar y evaluar el marco regulatorio vigente, con el fin de determinar la pertinencia de implementar ajustes o medidas que permitan abordar las vulnerabilidades identificadas en este sector.

Entre los principales hallazgos de la asistencia técnica se destaca que las prácticas de regulación y supervisión de los Ficaspp en Colombia son sólidas, aunque se identificaron algunas áreas con oportunidad de mejora. El informe final²² resalta que la liquidez de los Ficaspp está respaldada por un marco regulatorio robusto, que establece estrictos parámetros mínimos de liquidez. Asimismo, se valoran positivamente las medidas implementadas por la SFC para recopilar información sobre la liquidez de los fondos, así como la buena práctica de realizar ejercicios de estrés. Estos elementos han contribuido a que, incluso en períodos de tensión (como el de marzo de 2020), ningún fondo haya tenido que suspender los retiros, a diferencia de lo ocurrido en otras jurisdicciones, lo que evidencia su resiliencia. Por otro lado, el informe señala la utilidad de clasificar los Ficaspp por categorías; sin embargo, considera pertinente implementar medidas que reduzcan el perfil de riesgo de los fondos monetarios y permitan diferenciarlos más claramente, en términos de composición de portafolio, respecto a los fondos balanceados. Adicionalmente, se indica que, conforme a la regulación vigente, las herramientas de gestión de liquidez (LMT, por su sigla en inglés) pueden aplicarse a los Ficaspp. No obstante, se observa que, hasta la fecha, ningún fondo ha optado por incorporarlas en su prospecto. Aunque su adopción no se considera prioritaria, dado que las LMT complementan otras herramientas existentes para la gestión de liquidez, se sugiere fortalecer el marco regulatorio para incentivar su uso.

Las recomendaciones de la asistencia técnica se enfocaron en fortalecer la resiliencia del marco de gestión del riesgo de liquidez de los Ficaspp. El informe final agrupa las recomendaciones en cinco líneas de acción, de las cuales cuatro se orientan a: 1) fortalecer la supervisión de los Ficaspp; 2) modificar normas y leyes aplicables para reducir los riesgos de los fondos monetarios y mitigar sus vulnerabilidades; 3) adoptar medidas adicionales para que los fondos balanceados mantengan activos suficientemente líquidos en escenarios de estrés, y 4) ajustar las normas y guías vigentes para que los administradores de los fondos tengan claridad sobre el uso potencial de las LMT. Finalmente, la quinta recomendación propone la creación de un grupo interinstitucional encargado de definir el apetito de riesgo para determinar el enfoque de implementación de las recomendaciones.

Con base en las recomendaciones, y reconociendo la importancia de los Ficaspp dentro del sistema financiero colombiano, las entidades que conforman la Red de Seguridad Financiera están evaluando las medidas propuestas.

22 IMF (2025). *Colombia: Technical Assistance Report-Open-Ended Fund Liquidity*, vol. 2025, núm. 071.

Recuadro 4. La demanda por CDT en el mercado de fondos de inversión colectiva

1. Introducción

El crecimiento acelerado de los activos de los fondos de inversión colectiva del mercado monetario (*money market mutual funds*) ha llevado a un seguimiento más riguroso de sus portafolios de inversión, debido a las posibles externalidades que podría generar una liquidación masiva o rápida de activos ante choques financieros adversos, como los observados durante la crisis financiera global de 2008 y la pandemia del covid-19 (Aldasoro *et al.*, 2022; Correa *et al.*, 2018; FMI, 2025; Nikolaou, 2025; Sarmiento, 2025). Usualmente, los inversionistas buscan incorporar ciertos instrumentos financieros (activos seguros) como mecanismo de protección frente a perturbaciones financieras adversas (Gorton *et al.*, 2012; Caballero *et al.*, 2016; Cobas *et al.*, 2025; Barro *et al.*, 2022). Sin embargo, en momentos de redenciones significativas, los administradores de los fondos tienden a liquidar activos, incluso cuando disponen de reservas de efectivo, lo que puede amplificar las ventas rápidas (*fire sales*) (Morris, Shim y Shin, 2017).

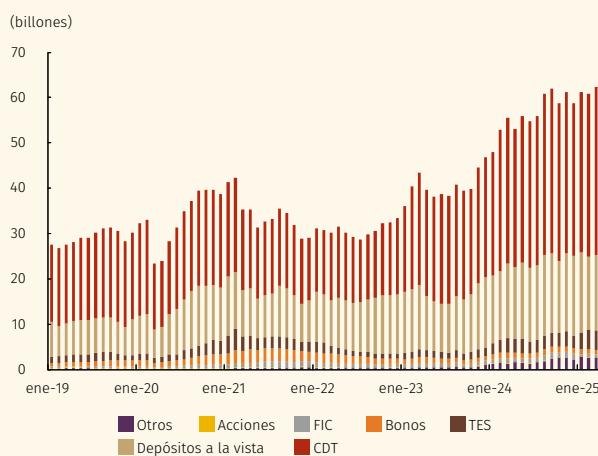
En el caso de Colombia, los Ficaspp concentran el 60 % de los activos de los fondos de inversión colectiva, equivalente a COP 128 billones (b), y mantienen alrededor del 60 % de su portafolio en CDT emitidos por los bancos, 25 % en efectivo, 8 % en TES y el restante en otros activos¹. La mayor tenencia de CDT en los portafolios de los Ficaspp ha generado una interdependencia significativa entre las inversiones de estos fondos y los depósitos de los bancos, con implicaciones sobre la oferta de crédito y el fondeo de los bancos en períodos de estrés (Müller *et al.*, 2025). En este recuadro se presentan los resultados de un estudio en desarrollo (Aldasoro *et al.*, 2025) que emplea información granular del portafolio de inversiones de los Ficaspp monetarios y balanceados para analizar la sensibilidad de su demanda por CDT ante cambios en los precios de mercado, los aportes netos de los inversionistas, las características del fondo y las condiciones macrofinancieras.

2. Antecedentes

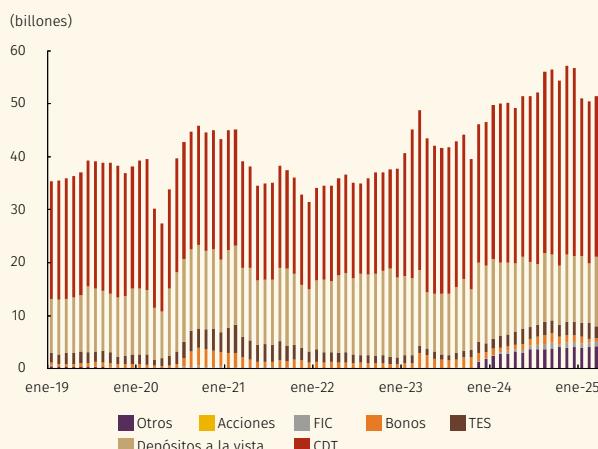
El Gráfico R4.1 muestra la composición del activo de los Ficaspp monetario y balanceado por instrumento entre enero de 2019 y marzo de 2025. Se observa que en ambos tipos de fondo predomina la inversión en CDT. En el caso de los fondos monetarios se presentó un aumento de COP 8,1 b en sus tenencias de CDT, las cuales pasaron de COP 22,2 b en enero de 2019 a COP 30,3 b en marzo de 2025, lo que corresponde a un crecimiento del 36 %, con una participación en el activo relativamente estable (62,6 % al 59,0 %). Por su parte, las tenencias de TES en estos Ficaspp pasaron de COP 1,2 b a COP 4,5 b en el mismo periodo y su participación lo hizo del 5,2 % al 4,3 % (panel A). En el caso de los Ficaspp balanceados, las tenencias de CDT crecieron 117 %, al pasar

Gráfico R4.1
Portafolio de inversiones Ficaspp por tipo de instrumento

A. Portafolio Ficaspp monetarios



B. Portafolio Ficaspp balanceados

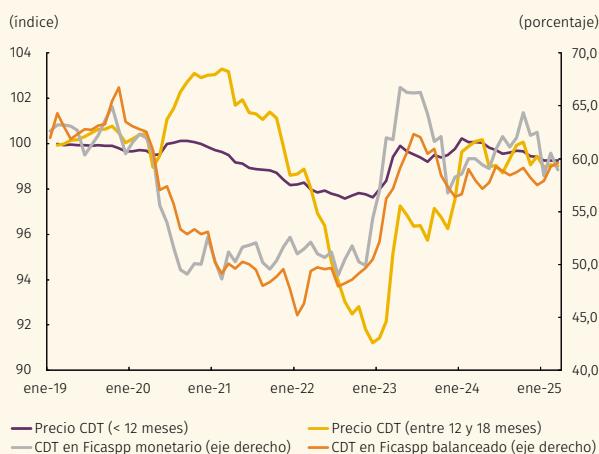


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

1 Como se explicó en el capítulo 3 de este Reporte, en Colombia los fondos de inversión colectiva (FIC) pueden ser de naturaleza abierta o cerrada. La diferencia radica en el momento en que los inversionistas pueden redimir sus participaciones. En los fondos cerrados no se permite el retiro de los recursos antes del vencimiento del plazo establecido o de la duración del fondo. Estos se agrupan en FIC de capital privado, FIC inmobiliarios y otros. Por su parte, los fondos abiertos se dividen en dos tipos: con pacto y sin pacto de permanencia. Los segundos permiten el retiro de las participaciones en cualquier momento, sin compromisos de permanencia mínima. Este tipo de fondo, conocido como fondo de inversión colectiva abierto sin pacto de permanencia (Ficaspp), es el más representativo dentro del sector (Gráfico R4.3).

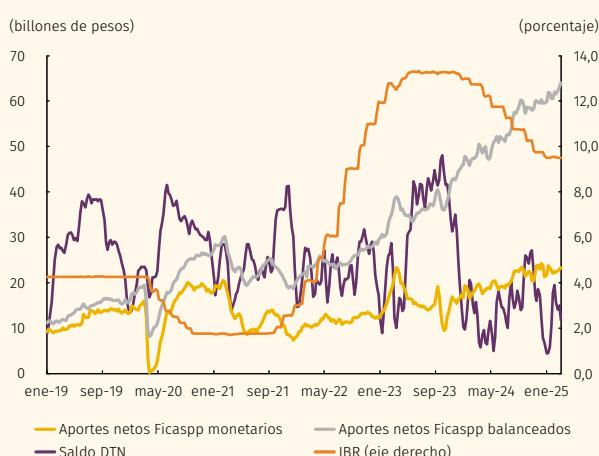
de COP 17,1 b a COP 37,1 b en el mismo periodo, con una participación relativamente estable (pasó del 62,0 % al 59,6 %). Por su parte, las tenencias de TES crecieron 2,8 veces, al pasar de COP 1,3 b a COP 4,8 b, y su participación aumentó del 4,6 % al 7,2 % en el periodo (panel B). En ambos tipos de Ficaspp, las tenencias de CDT se ubican alrededor del 60 % y las de TES no superan el 7 % del portafolio. Esto sugiere una preferencia por títulos de deuda privada, en especial por los CDT, que en un 80 % son emitidos por los bancos. Las mayores tenencias de CDT frente a TES en estos fondos sugieren una preferencia por instrumentos emitidos por la banca, cuyas condiciones de madurez y rentabilidad parecen primar sobre la mayor liquidez de los TES.

Gráfico R4.2
Evolución de los precios de los CDT y las inversiones en CDT de los Ficaspp



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

Gráfico R4.3
Aportes netos de los Ficaspp, depósitos de la DTN y el IBR



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

El Gráfico R4.2 muestra la evolución de los precios de los CDT, junto con la participación de los CDT en el total del activo para cada tipo de Ficaspp. Se observa una mayor estabilidad en los precios de los CDT de corto plazo (inferiores a doce meses) frente a los de mediano plazo (entre doce y dieciocho meses)². Se destaca la rápida caída de las tenencias de CDT durante el periodo inicial de la pandemia covid-19. Entre marzo y julio de 2020 la participación de los CDT pasó del 61,2 % al 51,6 % en los Ficaspp monetarios, y del 62,6 % al 55,7 % en los balanceados. Las menores tenencias de CDT obedecieron a la venta de estos instrumentos con el fin de atender las redenciones de los inversionistas de los Ficaspp (Müller et al., 2025). Posteriormente, el periodo de bajas tasas de interés (marzo de 2020 a agosto de 2021) se asoció con una reducción gradual en los precios de los CDT y una mayor volatilidad en las tenencias de este activo por parte de los Ficaspp, lo cual puede estar explicado por la mayor incertidumbre en la economía y el menor retorno de estos activos. A partir del último trimestre de 2022, se inició un incremento en las tenencias de CDT, motivado, en buena medida, por el aumento de las tasas de interés. En marzo y septiembre de 2023 se presentaron episodios de fuertes redenciones en los Ficaspp que condujeron a caídas en las tenencias de CDT. Desde mediados de 2024 se ha dado un incremento gradual en las tenencias de CDT, el cual ha permanecido hasta el primer trimestre de 2025.

En el Gráfico R4.3 se muestra la evolución de los aportes netos de los Ficaspp junto con el comportamiento del indicador bancario de referencia (IBR) *overnight* y los depósitos de la Dirección Nacional del Tesoro (DTN) en el Banco de la República durante el periodo de estudio. Las redenciones netas han mostrado un comportamiento cíclico asociado con el IBR y con episodios de mayor volatilidad alrededor del periodo de la pandemia y durante algunos meses de 2023. En marzo de 2023, el pago de impuestos corporativos motivó grandes redenciones en los Ficaspp por parte de las empresas contribuyentes (COP 15,9 b), lo que incrementó de manera importante los depósitos de la DTN en el Banco de la República, que pasaron de COP 20 b a COP 40 b entre febrero y abril, y, por ende, lo que redujo la liquidez del mercado monetario. Los depósitos de la DTN siguieron aumentando hasta alcanzar los COP 47 b en septiembre de 2023. Para marzo de 2024 estos depósitos registraron niveles históricamente bajos (alrededor de COP 5,7 b) y al finalizar el primer trimestre de 2025 se ubican en COP 11,8 b. La volatilidad en el uso de estos depósitos del Gobierno aumentó la incertidumbre sobre la disponibilidad de liquidez en el mercado monetario, lo cual conduce a desviaciones de la tasa de referencia (IBR) y la tasa de política monetaria (Banco de la República, 2023a).

Adicionalmente, en septiembre de 2023 se presentó una alta concentración de vencimientos de CDT en los EC, que coincidió con la incertidumbre sobre la política de renovación de los CDT bajo la nueva

2 El índice se calcula desde enero de 2019 (mes base) usando información diaria del saldo de los CDT negociados y registrados en Deceval; cálculos del Banco de la República (DOAM).

administración del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet), el cual invierte alrededor del 20 % en CDT (AMV, 2023). Esto condujo a un aumento del diferencial entre la deuda privada y la pública, seguido de grandes redenciones en los Ficaspp (COP 16,0 b). Esta coyuntura coincidió con el cumplimiento de una de las modificaciones de los ponderadores del CFEN para los EC, lo que incrementó las tasas de los CDT en 60 pb³. Las condiciones de liquidez descritas motivaron la provisión adicional de liquidez del Banco de la República en el mercado monetario mediante la compra de TES por COP 2,0 b en abril, que alcanzó los COP 10,0 b en septiembre, y la extensión del plazo de los repos de expansión monetaria de 14 y 30 días en abril, y de 90 y 180 días entre agosto y septiembre de 2023 (Banco de la República, 2023a; 2023b). Desde mediados de 2024 y hasta el primer trimestre de 2025 se ha dado un incremento gradual en los aportes netos, siendo este más pronunciado en los Ficaspp balanceados. En general, se observa que la dinámica de los precios acelera o contrae de forma gradual las tenencias de CDT por parte de los Ficaspp, pero, a su vez, el comportamiento de los inversionistas, los factores de mercado y las condiciones de liquidez acentúan de manera importante esta relación precio-demanda.

3. Especificación y resultados

En la identificación de los factores que afectan la demanda por CDT en los Ficaspp y su potencial condición de activo seguro, se emplea un modelo de datos panel con efectos fijos usando datos semanales a nivel de fondo. En la estimación se emplean datos semanales del formato 351 de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) sobre las tenencias de activos por parte de los Ficaspp monetarios y balanceados, y las características de cada fondo junto con variables macro y financieras del Banco de la República y del DANE entre enero de 2019 y marzo de 2025.

La especificación de la ecuación (1) busca identificar cómo responde el cambio en la razón de CDT a activos del fondo f en la semana t ($\Delta \text{CDT_Activo}_{f,t}$) ante la variación rezagada ($t-1$) en los precios de los CDT de corto plazo ($\Delta \text{CDT Precios}_{t-1}$), las entradas netas de recursos de los inversionistas del fondo (aportes menos redenciones) ($\Delta \text{Aportes}_{f,t-1}$), las características del fondo ($Z_{f,t-1}$) y condiciones de mercado (Mercado_t).

$$\begin{aligned} \Delta \text{CDT_Activo}_{f,t} = & \alpha + \beta_1 \Delta \text{CDT Precios}_{t-1} + \beta_2 \Delta \text{Aportes}_{f,t-1} + \delta \text{Mercado}_t + \\ & \sigma (\text{Mercado}_t \times \Delta \text{CDT Precios}_{t-1}) + \theta Z_{f,t-1} + \lambda_f + \gamma_t + \varepsilon_{tf} \quad (1) \end{aligned}$$

Entre las condiciones de mercado se incluye la volatilidad semanal en la posición de la DTN en el Banco de la República (Volatilidad DTN_{t-1}), la tasa de inflación, la tasa de los CDT a noventa días, el saldo de los CDT en circulación y el IBR *overnight* como proxy de la tasa de política monetaria. Se incluyen variables dicótomas para identificar los períodos de estrés (covid-19, entre marzo-julio de 2020) y de cambios en condiciones de liquidez (Liquidez) por temas regulatorios y de mercado (marzo-abril de 2023 y septiembre-octubre de 2023), períodos en los que se presentaron altas redenciones por parte de los inversionistas de los Ficaspp. También se incluye una variable indicativa del periodo de contracción de la política monetaria entre septiembre de 2021 y agosto de 2023 (Ciclo_PM). Las características del fondo ($Z_{f,t-1}$) incluyen las tenencias de TES sobre el total del activo, el efectivo sobre el total del activo y el tamaño del fondo (*log* del total de los activos administrados).

El coeficiente de interés β_1 indica la sensibilidad de la demanda por CDT ante cambios en los precios de los CDT de corto plazo (inferiores a doce meses), segmento en el que se concentra alrededor del 87% de los CDT en el portafolio de los Ficaspp. Una baja sensibilidad sugiere que los CDT cumplen con las características de activo seguro. La especificación incluye efectos fijos de fondo (λ_f) para controlar por la heterogeneidad no observada de los Ficaspp y efectos fijos de tiempo (γ_t) que controlan por los cambios de la liquidez agregada de la economía.

Los resultados se presentan en el Cuadro R4.1. En el panel A, las columnas 1 a 3 son para los Ficaspp monetarios y en el panel B las columnas 4 a 6 son para los balanceados. Los resultados sugieren que la sensibilidad de las tenencias de CDT a los cambios en los precios es relativamente baja. Una variación de una desviación estándar en los precios de los CDT (0,78

³ El cambio regulatorio consistió en la reducción del ponderador de los depósitos de los Ficaspp en los bancos del 25 % al 0 %, con cumplimiento en septiembre de 2023. Sin embargo, dada la coyuntura del mercado de CDT y las condiciones de liquidez agregada de la economía, la SFC extendió su cumplimiento hasta agosto de 2025 y posteriormente volvió a extender el plazo para noviembre de 2026 (véase el Recuadro 2 de este Reporte).

Cuadro R4.1
Demanda por CDT en los Ficaspp y las condiciones del mercado

VARIABLES	Panel A. FIC monetarios			Panel B. FIC balanceados		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\Delta_{CDT_Activo_{f,t}}$	$\Delta_{CDT_Activo_{f,t}}$	$\Delta_{CDT_Activo_{f,t}}$	$\Delta_{CDT_Activo_{f,t}}$	$\Delta_{CDT_Activo_{f,t}}$	$\Delta_{CDT_Activo_{f,t}}$
Precio CDT _{t-1}	0,038*** (0,012)	0,037** (0,014)	0,034*** (0,011)	0,042** (0,017)	0,044*** (0,016)	0,041*** (0,018)
Aportes netos _{f,t-1}	0,126*** (0,012)	0,115*** (0,013)	0,122*** (0,019)	0,145*** (0,022)	0,149*** (0,024)	0,161*** (0,026)
Volatilidad DTN _{t-1}	-0,011* (0,006)	-0,015** (0,007)		-0,016*** (0,003)	-0,013*** (0,005)	
Precio CDT _{t-1} x Ciclo_PM		0,013*** (0,003)			0,018** (0,009)	
Precio CDT _{t-1} x Liquidez			0,019*** (0,004)			0,023*** (0,006)
Precio CDT _{t-1} x Aportes_Inst _f	0,035*** (0,003)			0,032** (0,008)		
Observaciones	4986	4986	4986	14688	14688	14688
R-squared	0,36	0,37	0,39	0,31	0,33	0,34
Tiempo FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Fondo FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Controles	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

Notas: errores estándar robustos entre paréntesis, con *clusters* a nivel de fondo y tiempo. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$. Datos semanales a nivel de fondo para 18 fondos monetarios (panel A) y 54 balanceados (panel B). Período: enero de 2019 a marzo de 2025. Los controles incluyen la tasa de inflación, la tasa de los CDT a noventa días, el saldo de los CDT en circulación y el IBR *overnight* como proxy de la tasa de política monetaria. Asimismo, se incluyen las características del fondo, como las tenencias de TES sobre total del activo, el efectivo sobre el total del activo y el tamaño del fondo (*log* del total de los activos administrados).

Fuente: cálculos de los autores.

unidades) se asocia con una variación de 0,038 puntos porcentuales (pp) en las tenencias de CDT de los Ficaspp monetarios y del 0,042 pp en los Ficaspp balanceados (columnas 1 y 4, en su orden). La magnitud del coeficiente se mantiene relativamente estable en las demás especificaciones. Se observa que la demanda de CDT está afectada en buena medida por el comportamiento de los inversionistas a través de sus aportes al fondo. El coeficiente estimado sugiere que un aumento (una caída) de una desviación estándar en los aportes netos de los inversionistas de los Ficaspp se asocia con un aumento (una reducción) en las tenencias de CDT de 0,13 pp y 0,15 pp, respectivamente. Al analizar el efecto del tipo de inversionista⁴, se observa que la sensibilidad de la demanda por CDT al precio se incrementa de forma importante para aquellos fondos que tienen mayor exposición a inversionistas institucionales (Aportes Inst_f), lo que sugiere que los aportes de estos inversionistas reaccionan más ante cambios en las condiciones de mercado (Mariño-Montaña *et al.*, 2025). Este resultado indica que los aportes netos de los inversionistas institucionales tienen un efecto importante sobre la demanda por CDT de los Ficaspp, lo que condiciona la asignación de las inversiones del fondo, dado que este debe incorporar el potencial uso de los recursos para atender las redenciones futuras de inversionistas más informados y, a su vez, cumplir los objetivos de rentabilidad y seguridad del portafolio (Morris, Shim y Shin, 2017)⁵.

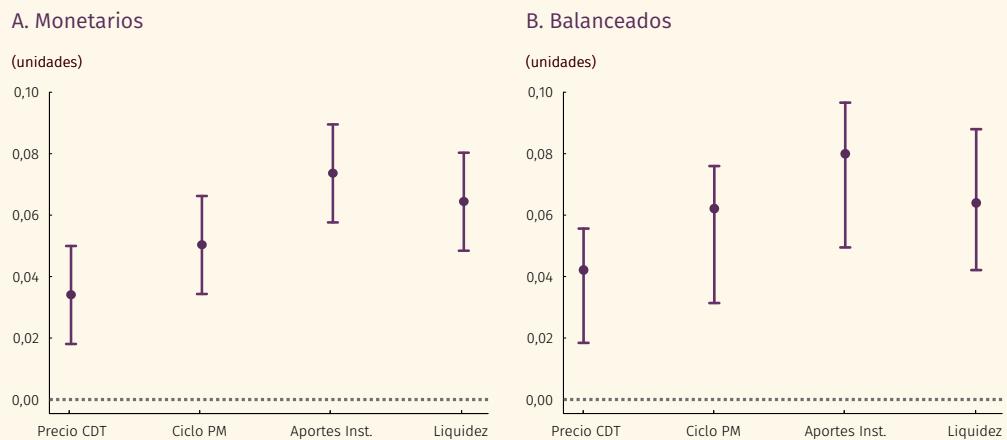
4 Para la variable de aportes institucionales se clasifican los inversionistas del fondo en tres categorías: institucional, persona natural y sector real. Si más del 33 % del valor de los aportes del fondo provienen de inversionista institucionales la variable toma el valor de 1 en ese fondo, de lo contrario, toma el valor de 0. Esta variable captura si el fondo tiene una mayor exposición a los inversionistas institucionales, los cuales tienen un factor de retiros más alto (SFC, 2020).

5 En ejercicios adicionales se presenta el efecto de otras variables de mercado incluidas como controles en la especificación, y que por extensión del documento no se muestran en este recuadro.

Se encuentra, también, que la mayor volatilidad en los depósitos de la DTN en el Banco de la República se asocia con un menor apetito por CDT en los Ficaspp, posiblemente por la mayor volatilidad que transmite al mercado monetario, tal como se observó en septiembre de 2019 en el mercado monetario de los Estados Unidos (Anbil *et al.*, 2021).

En las columnas 2 y 5 se incluye la interacción del precio de los CDT con el periodo de contracción de la política monetaria (Ciclo_PM). El coeficiente sugiere que durante ese periodo la sensibilidad de las tenencias de CDT se incrementó en 0,013 pp y 0,018 pp, lo que corresponde a un aumento relativo del 34% y 40% sobre la sensibilidad estimada de del precio de los CDT. En las columnas 3 y 6 se incluye la interacción del precio de los CDT con la variable que captura periodos de cambios en las condiciones de liquidez por temas regulatorios o de mercado (Liquidez). Se observa que esos episodios se relacionan con un aumento relativo del 56% y del 48% en la sensibilidad de las tenencias de CDT a cambios en los precios de mercado. En el Gráfico R4.4 se presenta el efecto base de la sensibilidad de la demanda por CDT a cambios en los precios de los CDT para cada tipo de fondo, junto con el efecto total estimado para las interacciones con cada variable de interés. Los resultados sugieren que la estabilidad de la relación precio-demanda por CDT se afecta de forma importante ante cambios regulatorios que influyen en el mercado de CDT (CFEN), cambios en las condiciones de inversión de entidades públicas que invierten en CDT (Fonpet), las redenciones de los aportantes por temas impositivos, y las condiciones del mercado monetario.

Gráfico R4.4
Sensibilidad precio-demanda de CDT en los Ficaspp



Notas: el gráfico muestra el coeficiente estimado del cambio del precio de los CDT estimado en la ecuación 1 (Cuadro R4.1) y los efectos totales al agregar el coeficiente de cada interacción del precio de CDT con las variables de interés (Ciclo PM, Aportes Inst. y Liquidez) al efecto base en la especificación correspondiente.

4. Conclusiones

Los Ficaspp invierten alrededor del 60 % de su activo en CDT emitidos por los bancos comerciales y ostentan el 16 % del total de los CDT en circulación con plazo inferior a un año, lo cual los convierte en jugadores clave del mercado de CDT. Se observa una mayor preferencia por CDT frente a TES, lo cual obedece a las preferencias de los administradores de los Ficaspp en términos de madurez, rentabilidad y liquidez, y a la interdependencia entre los Ficaspp y la banca comercial en los mercados financieros.

Los resultados obtenidos evidencian que la demanda de CDT por parte de los Ficaspp presenta una sensibilidad relativamente baja ante variaciones en los precios, lo que refuerza el papel de estos instrumentos como activos seguros dentro del portafolio de los fondos. Sin embargo, la interdependencia entre los Ficaspp y el sistema bancario, así como la alta sensibilidad de la demanda de CDT a los flujos netos de los inversionistas, implica que episodios particulares —como los impulsados por cambios regulatorios, eventos impositivos o choques de liquidez— pueden amplificar la volatilidad en el mercado de CDT y, por ende, en el fondeo bancario. Esto resalta la importancia de fortalecer los marcos regulatorios y de supervisión, así como de promover una gestión prudente de la liquidez en los fondos, con el fin de mitigar el riesgo sistémico ante escenarios de redenciones masivas o cambios abruptos en las condiciones de mercado. En suma, la estabilidad financiera del sistema se ve favorecida por la resiliencia de la demanda de CDT, pero requiere atención continua a los factores que pueden alterar dicho equilibrio.

Referencias

- Aldasoro, I.; Balke, F.; Barth, A.; Eren, E. (2022). "Spillovers of funding dry-ups", *Journal of International Economics*, vol. 137, 103622.
- Aldasoro, I.; Müller, C.; Murcia, A.; Quicazán, C.; Sarmiento, M. (2025). "Funding Dry-Ups, Interest Rate Risk, and Bank Lending", mimeo, Banco de la República de Colombia.
- Anbil, S.; Anderson, A.; Senyuz, Z. (2021). "Are Repo Markets Fragile? Evidence from September 2019", Finance and Economics Discussion Series, núm. 2021-028. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- AMV (2023). "Fondos públicos como dinamizadores del mercado de capitales: caso Fonpet", Análisis AMV, núm. 4., noviembre.
- Banco de la República (2023a). *Reporte de Mercados*, primer trimestre.
- Banco de la República (2023b). *Reporte de Mercados*, tercer trimestre.
- Barro, R. J.; Fernández-Villaverde, J.; Levintal, O.; Mollerus, A. (2022): "Safe Assets", *The Economic Journal*, vol. 132, pp. 2075-2100.
- Cobas, A., Della Corte, V., Goldberg, L.S., Ostry, D., Parra-Ramirez, K., Sihvonen, M.n Ventura-Veghazy, A. (2025). "Methodological notes for the IBRN Project International Asset Positions", mimeo. International Banking Research Network.
- Correa, R.; Sapriza, H.; Zlate, A. (2021). "Wholesale funding runs, global banks' supply of liquidity insurance, and corporate investment". *Journal of International Economics*, núm. 133, 103519.
- FMI (2025). "Global Financial Stability Report", October, International Monetary Fund.
- Gorton, G.; Lewellen, S.; Metrick, A. (2012). "The Safe-Asset Share", *American Economic Review*, vol. 102, pp. 101-106.
- Nikolaou, K. (2025). "MMF Growth During Hiking Cycles: A Global Analysis", IMF Working Paper, International Monetary Fund.
- Mariño, J. S.; Rodríguez, D.; Sánchez, C. (2025). "Exploring the Flow-Performance Relation in Colombian Open-End Investment Funds", Borradores de Economía, núm. 1325.
- Morris, S.; Shim, I.; Shin, H. S. (2017). "Redemption Risk and Cash Hoarding by Asset Managers", *Journal of Monetary Economics*, núm. 89, pp. 71-87.
- Müller, C.; Ossandon Busch, M.; Sarmiento, M.; Pinzón-Puerto, F. (2025). Fragile wholesale deposits, liquidity risk, and banks' maturity transformation. BIS Working Papers, núm. 1263, Bank for International Settlements.
- Sarmiento, M. (2025). "The transmission of non-banking liquidity shocks to the banking sector", *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 6, núm. 2, 100139.
- SFC (2020). "Reflexiones frente a la composición de los adherentes como una variable relevante para la gestión del riesgo de liquidez de los FIC", Actualidad del sistema financiero colombiano, Superintendencia Financiera Colombia, diciembre.