

RMF

Reporte de Mercados Financieros

I trimestre de 2021





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre del 2021

Banco de la República

Abril de 2021

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Carlos Andrés Quicazán
Jefe

Sara Ariza
Ittza Alejandra Barreto
Laura Viviana León
Diego Alejandro Martínez
Julián Camilo Mateus
Camilo Andrés Orozco
Cristhian Hernando Ruiz
Nicolás Fernando Torres

Estudiantes en práctica profesional

Camilo Eduardo Almario
Juan Camilo Quintero
Juliana Salazar

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen ejecutivo	7
2.1	Entorno internacional	7
2.2	Percepción de riesgo a nivel local	7
2.3	Mercado cambiario	7
2.4	Política monetaria y mercado monetario local	8
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	8
2.6	Mercado accionario	8
3	Entorno internacional	9
4	Percepción de riesgo a nivel local	18
5	Mercado cambiario	22
5.1	Mercado cambiario global	22
5.2	Mercado cambiario colombiano	24
6	Mercado monetario y renta fija	27
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	27
6.2	Mercado monetario colombiano	29
6.3	Mercado de deuda pública	30
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	30
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	33
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región	37
7	Mercado de deuda privada	40
8	Mercado accionario	41

Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante el 1T21	9
2	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas	10
3	PMI manufacturero en economías desarrolladas	10
4	PMI de servicios en economías desarrolladas	10
5	Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del FMI para 2021	11
6	Dosis administradas por cada cien habitantes	11
7	Número de nuevos casos semanales de Covid-19	12
8	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas	12
9	Inflación en economías desarrolladas	13
10	Desempleo en economías desarrolladas	13
11	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU	13
12	Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent	15
13	Cambio en los precios de productos básicos	15
14	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa	15
15	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica	16
16	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI)	16
17	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes	17
18	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes	18
19	Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes	18
20	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local	19
21	Índices de confianza	20
22	Expectativas de crecimiento (EOF)	21
23	Expectativas de inflación (EOF)	21
24	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	21
25	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	21
26	VIX vs índices de monedas	22
27	Tasas de cambio de Latinoamérica	23
28	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	24
29	Precio del petróleo frente al peso colombiano	25
30	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)	26
31	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC	26
32	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local	27
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos	28
34	Inflación IPC en los países de la región	29
35	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N	29
36	Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario	30
37	Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021	30
38	Curva cero cupón de EE.UU.	30
39	Curvas cero cupón de países de la región	32
40	Proyección de vencimientos TES	34
41	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR	35
42	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia	35
43	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia	36

44	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros	36
45	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación	37
46	Monto promedio negociado por plazos de TES	37
47	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	37
48	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil	38
49	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú	38
50	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México	38
51	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia	39
52	Rendimientos deuda externa en USD Colombia	39
53	Globales USD vs TES locales	39
54	TES Globales vs TES locales	40
55	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada	40
56	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada	40
57	Colocaciones por tasa de interés	41
58	Participación de las emisiones por plazo de colocación	41
59	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	42
60	Evolución de los índices accionarios de la región	43
61	COLCAP y volumen transado diario	44
62	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente	44
63	Volatilidad condicional índices accionarios	45
64	Capitalización bursátil ajustada/PIB*	45

Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	22
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)	24
3	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)	24
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	25
5	Intervención cambiaria del Banxico	25
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia	25
7	Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a marzo de 2021	28
8	Inflación año completo y meta de inflación 2021	29
9	Emisiones deuda privada 1T21	41
10	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (1T21)	44

1 Introducción

El Banco de la República genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* está enmarcado dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el servicio que presta el Banco de ofrecer información e investigación económica de calidad.

En línea con lo anterior, este reporte busca proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte señala los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

Durante el primer trimestre de 2021 (1T21) los mercados financieros giraron en torno al mayor optimismo ante las expectativas de una recuperación económica global más rápida de lo anticipado previamente, liderada por EE.UU. y China, ante el mayor estímulo fiscal, la continuación del estímulo monetario, los avances en la distribución de las vacunas contra el Covid-19 y el proceso de reapertura económica, así como a las expectativas de que el exceso de ahorro privado conlleve a una fortaleza del crecimiento económico impulsado por el consumo. Lo anterior llevó a un continuo fortalecimiento de los mercados accionarios en economías desarrolladas, y en menor medida en economías emergentes. Además, se observaron mayores precios de los *commodities*, en su mayoría por encima de los niveles observados antes de la crisis Covid-19.

El mayor optimismo frente a la recuperación económica, principalmente en EE.UU, así como las mayores presiones inflacionarias que acompañarían esta recuperación, llevaron a un fortalecimiento del dólar estadounidense y a un aumento importante de las tasas de largo plazo de los bonos soberanos en EE.UU. (*Treasuries*). En consecuencia, esto se tradujo en un mayor apetito por activos en economías desarrolladas, en detrimento del atractivo hacia activos de economías emergentes. Lo anterior se vio reflejado en unas mayores primas de riesgo, depreciaciones de las tasas de cambio y desvalorizaciones importantes de los títulos de deuda de las economías emergentes.

A nivel local, durante el 1T21, las cifras de confianza y actividad económica continuaron evidenciando una recuperación gradual de la economía, aunque esta recuperación sigue siendo vulnerable ante la imposición de nuevas medidas de confinamiento como las observadas a comienzos del año. Sin embargo, el menor apetito por activos de economías emergentes, así como la incertidumbre fiscal en el país, condujeron a un aumento de los indicadores de percepción de riesgo. Durante este periodo la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció, la deuda pública del país se desvalorizó y el mercado accionario colombiano tuvo uno de los peores comportamientos en la región. Durante este trimestre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo su tasa de interés en 1,75% con el objetivo de seguir brindando estímulo a la economía, además, la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia.

En esta edición, el documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en el entorno económico internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado

monetario y de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios.

Además, en esta edición, se incluye un recuadro que estudio el rol del Banco de la República como (*trade repository*), en la recolección y almacenamiento de la información de las operaciones con derivados cambiarios que pactan los residentes en Colombia. Se analiza la situación del banco central de Colombia, frente a la experiencia internacional, puntualmente con los Estados Unidos y Europa. La comparación se enfoca en analizar cómo se reporta, quiénes lo hacen, los componentes relevantes y económicos del reporte, entre otras consideraciones, con el objetivo de posicionar al banco central colombiano frente a la experiencia internacional, para así concluir sobre las fortalezas y debilidades en el caso local.

2 Resumen ejecutivo

2.1 Entorno internacional

Durante el 1T21 los mercados financieros continuaron con el fortalecimiento de los mercados accionarios en economías desarrolladas, y en menor medida en la mayoría de economías emergentes. Además, se observaron unos mayores precios de los *commodities*, en su mayoría por encima de los niveles pre-crisis. Este comportamiento se dio como consecuencia del mayor optimismo ante las expectativas de una recuperación económica global más rápida de lo anticipado previamente, liderada por EE.UU. y China, ante el mayor estímulo fiscal, la continuación del estímulo monetario, los avances en la distribución de las vacunas contra el Covid-19 y el proceso de reapertura económica asociado a estos avances. Lo anterior generó mayores expectativas de que el exceso de ahorro privado acumulado durante la pandemia conlleve a una fortaleza del crecimiento económico impulsado por el consumo.

El mayor optimismo frente a la recuperación económica, principalmente en EE.UU, así como las mayores presiones inflacionarias que acompañarían esta recuperación, llevaron a un fortalecimiento del dólar estadounidense y a un aumento importante de las tasas de largo plazo de los bonos soberanos en EE.UU. (*Treasuries*). En consecuencia, esto se tradujo en un mayor apetito por activos en economías desarrolladas, en detrimento del atractivo que venían presentando los activos de economías emergentes desde el 4T20. Lo anterior se vio reflejado en unas mayores primas de riesgo, depreciaciones de las tasas de cambio y desvalorizaciones importantes de los títulos de deuda las economías emergentes.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 1T21, las cifras de confianza y actividad económica continuaron evidenciando una recuperación gradual de la economía colombiana, aunque continúa siendo vulnerable ante la imposición de nuevas medidas de confinamiento como las observadas a comienzos del año. Lo anterior se vio reflejado en la revisión alza de las proyecciones de crecimiento para 2021. Pese a lo anterior, el menor apetito por activos de economías emergentes, así como la incertidumbre fiscal en el país, condujeron a un aumento de los indicadores de percepción de riesgo local. Por último, se destaca que la tasa de desempleo y la confianza de los consumidores aún son más débiles frente los niveles observados durante el periodo pre-crisis.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 1T21 el dólar estadounidense se fortaleció frente a algunas de las monedas de países desarrollados y la mayoría de monedas de emergentes. La mayoría de monedas de la región se depreciaron y su comportamiento estuvo explicado por: *i*) un menor apetito por riesgo de los inversionistas; *ii*) las nuevas medidas de confinamiento impuestas en estos países; y *iii*) factores idiosincráticos. Estas monedas se debilitaron a pesar del alza del precio de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre.

En el 1T21 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció un 7,2%, a pesar del aumento del precio del

petróleo. La depreciación del peso estuvo explicada por: *i*) un contexto internacional menos favorable para activos riesgosos, *ii*) la demanda de dólares por parte de agentes extranjeros ante salidas de inversión de portafolio y *iii*) las preocupaciones a nivel local en torno al lento avance en las vacunaciones y respecto a la situación fiscal

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 1T21, los bancos centrales de la región mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos históricos, excepto el Banco de México (Banxico) y el Banco Central de Brasil (BCB). En primer lugar, el Banxico redujo su tasa en 25 pb a 4% (en línea con lo esperado por el mercado) dado que las presiones inflacionarias dieron indicios de ser transitorias, y la tasa de política se encontraba en un nivel alto comparado con sus pares de la región. Por el contrario, el peor desempeño de los activos brasileños frente a sus pares de la región, así como las presiones inflacionarias observadas durante el 1T20, llevaron al BCB a aumentar su tasa de intervención en 75 pb a 2,75%, 25 pb por encima de lo que descontaba el mercado.

Durante el 1T21 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo su tasa de interés en 1,75% con el objetivo de seguir brindando estímulo a la economía. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 1T21 la deuda pública del país se desvalorizó en línea con lo observado en los títulos de los demás países de la región, reflejando el empinamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU. desde mediados de febrero ante expectativas de una rápida recuperación económica en EE.UU. que podría venir acompañada de presiones inflacionarias. Además, estas desvalorizaciones también incorporaron la incertidumbre fiscal, el menor ritmo de vacunación en comparación con otros países de la región y, en el caso de los TES denominados en pesos, la venta de títulos por parte de inversionistas extranjeros. Así mismo, durante el trimestre la deuda externa de Colombia y la de los países de la región también registró desvalorizaciones en línea con los *Treasuries*.

2.6 Mercado accionario

En el 1T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría valorizaciones, especialmente en economías desarrolladas, continuando con el impulso observado en los trimestres anteriores. A nivel regional, el mercado bursátil europeo presentó el mejor comportamiento con una valorización de 7,7%, seguido por el mercado estadounidense (5,4%) y el mercado asiático (5%), mientras que el mercado Latinoamericano cayó un 0,3%.

En el 1T21 el índice *Colcap* tuvo el peor comportamiento en la región y continúa presentando un rezago importante frente a los países analizados. Esto estuvo explicado principalmente por caída de las acciones pertenecientes al sector financiero, dado que tiene la más alta ponderación dentro del índice y en menor medida por la caída de aquellas pertenecientes a los sectores de servicios públicos y materiales.

3 Entorno internacional

Durante el 1T21 los mercados financieros continuaron con el fortalecimiento de los mercados accionarios en economías desarrolladas, y en menor medida en la mayoría de economías emergentes. Además, se observaron unos mayores precios de los *commodities*, en su mayoría por encima de los niveles pre-crisis. Este comportamiento se dio como consecuencia del mayor optimismo ante las expectativas de una recuperación económica global más rápida de lo anticipado previamente, liderada por EE.UU. y China, ante el mayor estímulo fiscal, la continuación del estímulo monetario, los avances en la distribución de las vacunas contra el Covid-19 y el proceso de reapertura económica asociado a estos avances. Lo anterior generó mayores expectativas de que el exceso de ahorro privado acumulado durante la pandemia conlleve a una fortaleza del crecimiento económico impulsado por el consumo.

El mayor optimismo frente a la recuperación económica, principalmente en EE.UU, así como las mayores presiones inflacionarias que acompañarían esta recuperación, llevaron a un fortalecimiento del dólar estadounidense y a un aumento importante de las tasas de largo plazo de los bonos soberanos en EE.UU. (*Treasuries*). En consecuencia, esto se tradujo en un mayor apetito por activos en economías desarrolladas, en detrimento del atractivo que venían presentando los activos de economías emergentes desde el 4T20. Lo anterior se vio reflejado en unas mayores primas de riesgo, depreciaciones de las tasas de cambio y desvalorizaciones importantes de los títulos de deuda de las economías emergentes (*Gráfico 1*).

Optimismo frente a la recuperación económica global

El principal determinante del comportamiento de los mercados financieros durante el 1T21 fue el optimismo asociado con una recuperación económica global más rápida de lo previsto. Esta recuperación estaría liderada principalmente por EE.UU. y China. En el caso de EE.UU, luego que el Partido Demócrata ob-

Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante el 1T21

	Tasa de política	Tasa 2 años	Tasa 10 años	Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI	Commodity
Alemania	0	3	27	-3,98%	10,32%			
Reino Unido	0	27	70	0,83%	3,92%			
Japón	0	0	7	-6,75%	6,32%			
EE.UU.	0	4	84	3,66%	5,77%			
Colombia		80	169					
UVR	0	41	91	-6,69%	-8,42%	46	10	21,12%
Brasil	75	251	214	-7,83%	-2,00%	83	22	9,24%
México	-25	60	130	-2,54%	7,21%	32	-10	21,12%
Chile	0	12	97	-1,18%	17,26%	14	-22	13,54%
Perú	0	30	154	-3,35%	2,64%	27	20	13,54%
Otros EM	0	40	69	-1,14%	1,95%	34	4	10,23%

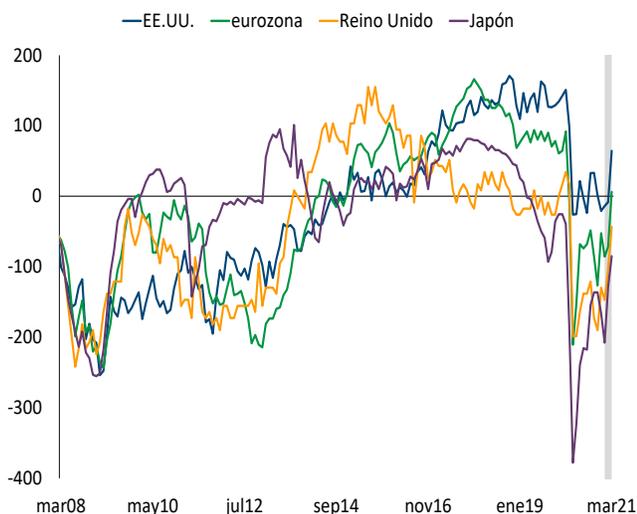
Fuente: Bloomberg, Banrep. Las tasas a 2 y 10 años corresponden a las tasas cero cupón de los bonos soberanos en moneda local. Las variaciones de la tasa de política, tasas de bonos soberanos, CDS a 5 años y EMBI, se presentan en pb. Las variaciones positivas de la tasa de cambio implican una apreciación de la moneda. Commodity presenta la variación del precio de la principal materia prima de exportación: Petróleo Brent en Colombia y México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil.

tuviera el control del Senado tras las elecciones del estado de Georgia en enero, sumado a la victoria presidencial del candidato de este partido en noviembre de 2020 y al control que ya tenían los demócratas sobre la Cámara, los mercados comenzaron a descontar una rápida aprobación de un paquete fiscal ambicioso, el cual finalmente fue aprobado por el Congreso en marzo por un monto de USD 1,9 billones. Este nuevo paquete fiscal, sumado a los que se aprobaron el año pasado, más el ahorro precautelativo por parte de la población dada la crisis, y las restricciones al consumo dadas las medidas de confinamiento impuestas, han generado expectativas de que el exceso de ahorro privado contribuya en buena medida a la rápida recuperación de la actividad económica a nivel global. Por su parte, China ha venido presentando un buen desempeño económico luego de haberse contraído durante los primeros meses de 2020 como consecuencia del surgimiento del Covid-19 por primera vez en ese país. Este desempeño ha estado influenciado por la recuperación de la balanza comercial y el consumo privado dado el impacto limitado que ha tenido la pandemia en el país.

Las cifras de alta frecuencia más recientes sustentan el optimismo frente a una rápida recuperación en las economías desarrolladas. Por un lado, el *Gráfico 2* muestra un rebote de los indicadores de confianza del consumidor en EE.UU, la eurozona, Reino Unido y Japón durante febrero y marzo de 2021, luego del estanca-

miento observado a finales de 2020, asociado al aumento de nuevos casos de Covid-19 y las nuevas medidas de aislamiento adoptadas por varios gobiernos en países desarrollados con el fin de contener el avance del virus. Por su parte, los PMI¹ manufactureros continuaron aumentando durante el trimestre, alcanzando niveles elevados en su mayoría (Gráfico 3). Por último, los PMI de servicios también presentaron niveles elevados en EE.UU. y el Reino Unido, aunque en la eurozona y Japón estos indicadores aún se encuentran en niveles contractivos (Gráfico 4).

Gráfico 2: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas

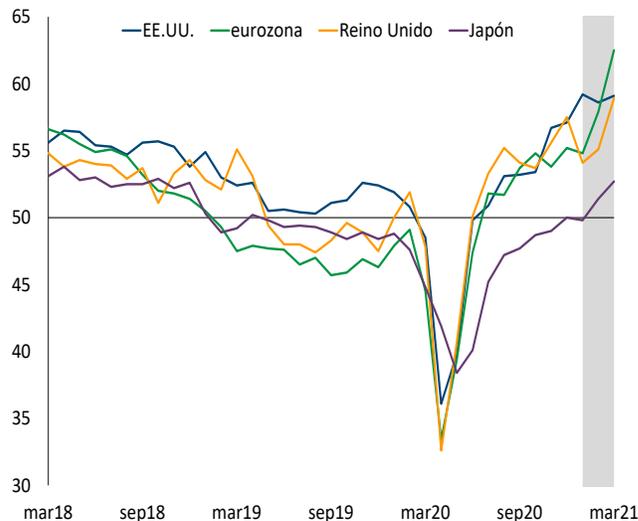


Fuente: Bloomberg. Las series se presentan estandarizadas.

Este optimismo, así como las cifras que lo sustentan, se ven reflejados en la actualización más reciente de las proyecciones de crecimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI, Gráfico 5). En estas se destaca que: i) de las trece economías analizadas, doce presentaron una revisión al alza por parte del FMI; y ii)

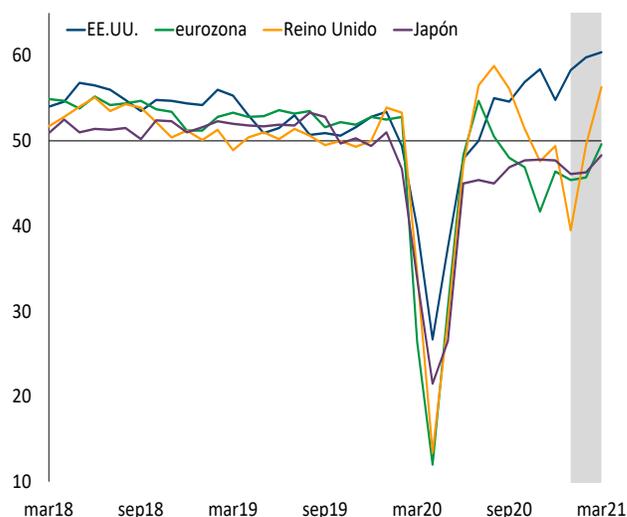
¹El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión frente al mes anterior, mientras que un dato por debajo indica contracción frente al mes anterior.

Gráfico 3: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: PMI de servicios en economías desarrolladas

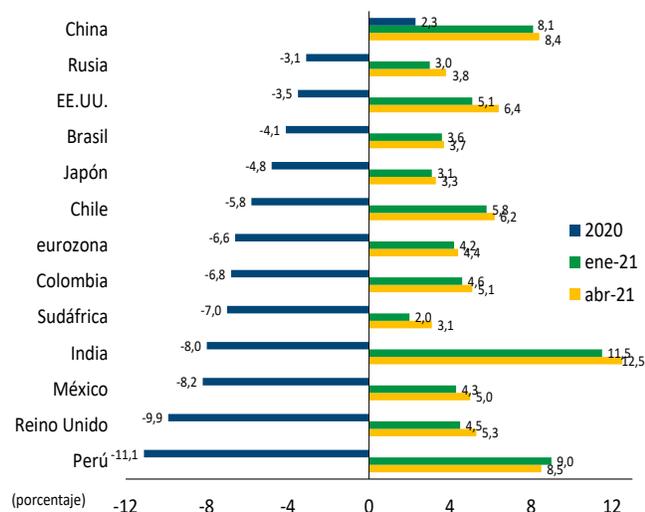


Fuente: Bloomberg.

EE.UU., Rusia, Chile e India serían algunas de las economías que en 2021 recuperarían completamente la contracción observada durante 2020, además de China que fue la única economía analizada que no se contrajo durante ese año. Como se muestra a continuación,

los avances en el proceso de inmunización de la población también han favorecido la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento global por parte del FMI.

Gráfico 5: Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del FMI para 2021



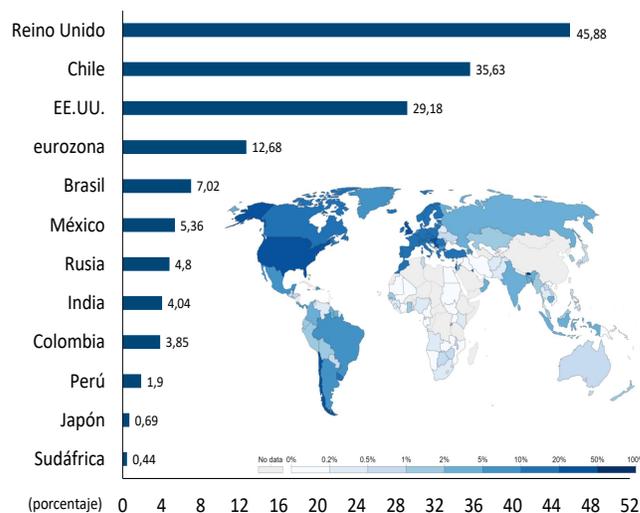
Fuente: FMI.

Avances en los procesos de vacunación y evolución de la pandemia

A finales de 2020 e inicios de 2021, las autoridades sanitarias en la mayoría de países comenzaron a aprobar las vacunas desarrolladas por varias empresas farmacéuticas, de manera que la distribución de estas vacunas comenzó en los países desarrollados a los pocos días que fueran aprobadas. El Gráfico 6 presenta al 31 de marzo las dosis de estas vacunas administradas por cada cien habitantes. Se observa que Reino Unido, Chile y EE.UU. ya han aplicado al menos una dosis a casi una tercera parte o más de su población. EE.UU. es uno de los casos de éxito dado el tamaño de su población. En enero, una vez Joe Biden se posesionó como presidente de EE.UU., prometió que vacunaría a cien millones de estadounidenses durante sus primeros cien días de gobierno; sin embargo, al día sesenta ya había cumplido con su meta, de manera que la duplicó a doscientos millones de personas, lo cual el grueso de analistas ve bastante probable. Por el contrario, la eu-

roza, así como el grueso de los países emergentes, han vacunado a su población a un ritmo mucho más lento, de manera que les tomará más tiempo volver a los niveles de actividad económica previos a la crisis.

Gráfico 6: Dosis administradas por cada cien habitantes



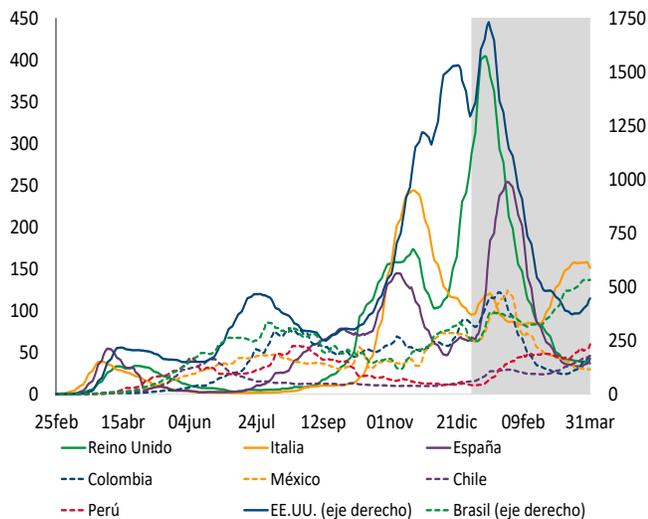
Fuente: Our World in Data. Datos al 31 de marzo de 2021.

El Gráfico 7 presenta la evolución de nuevos casos semanales de Covid-19 en varios países desarrollados y emergentes. En primer lugar, se observa la rápida reducción de los nuevos casos durante el 1T21 en EE.UU, Reino Unido y España como consecuencia de las medidas de confinamiento adoptadas a finales de 2020 y la distribución de las vacunas en estos países. Por otro lado, dado el rezago que presentan los países latinoamericanos frente a sus pares desarrollados, hacia finales del 1T21 parece observarse el comienzo de otra ola de contagios en la región.

Continuación del estímulo monetario y fiscal

Desde que empezó la pandemia, la mayoría de los bancos centrales y Gobiernos de países desarrollados y emergentes, han tomado diversas medidas con el fin de estimular la actividad económica hasta que estas economías se recuperen plenamente. Dentro de las medidas adoptadas por los Gobiernos se cuentan transferencias directas a los hogares, apoyos a las empre-

Gráfico 7: Número de nuevos casos semanales de Covid-19



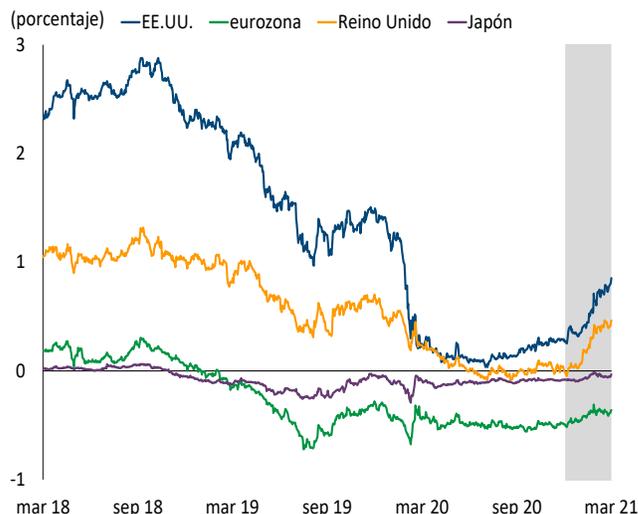
Fuente: Bloomberg.

sas para amortiguar el impacto de la pandemia sobre el empleo, medidas temporales de relajación de impuestos, garantías con el fin de mantener la oferta de crédito, entre otras. Como ya se mencionó, adicional a las medidas adoptadas por el Gobiernos durante 2020 (superiores al 10% del PIB en el caso de los países desarrollados), este año el nuevo Gobierno de EE.UU. consiguió pasar en el Congreso un paquete de estímulo fiscal por USD 1,9 billones, que se suma al paquete fiscal por USD 935 mm aprobado bajo la administración Trump durante diciembre de 2020.

Por otro lado, las autoridades monetarias tomaron varias medidas de política como la reducción de tasas de interés donde había espacio para hacerlo, la inyección de liquidez en moneda local y extranjera, la compra de activos (flexibilización cuantitativa), entre otras. Dada la magnitud del choque experimentado a nivel global como consecuencia de la pandemia, los mercados financieros esperaban que los bancos centrales mantuvieron sus tasas en niveles mínimos históricos por al menos tres años con el fin de soportar la recuperación económica. Sin embargo, el optimismo que ha caracterizado el IT21 ha venido acompañado de expectativas de aumentos más tempranos de las tasas de política

(Gráfico 8).

Gráfico 8: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas

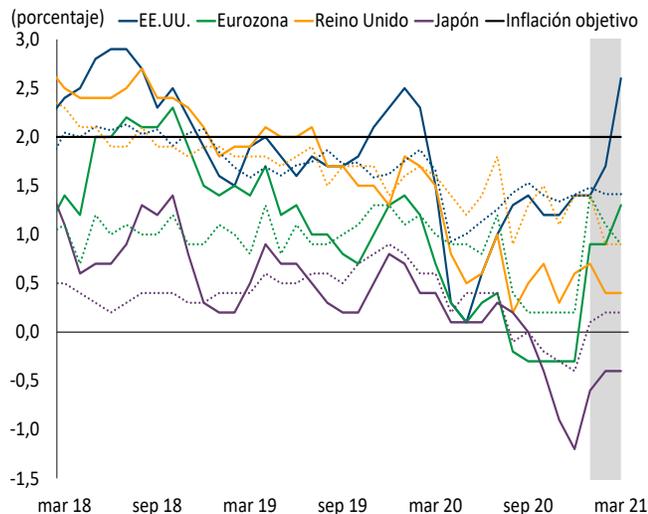


Fuente: Bloomberg.

Dada la magnitud de los estímulos monetarios adoptados a nivel global y la promesa de los bancos centrales de mantenerlos en niveles expansivos por un tiempo prolongado, las expectativas de inflación han aumentado en varias economías, lo que a su vez soporta las expectativas de un retiro de los estímulos monetarios antes de lo previsto anteriormente. En particular, el Gráfico 9 muestra que la inflación en EE.UU. se ubicó en 2,6% en marzo, ligeramente por encima del 2,5% que esperaba el mercado, y superior a la meta de 2% de la Reserva Federal (Fed). Aunque se espera que la inflación continúe aumentando durante los próximos meses, en parte como consecuencia de la baja base estadística dada la caída del nivel de precios a partir de marzo del año pasado como consecuencia de la pandemia, durante los próximos meses los mercados estarán pendientes de la presiones inflacionarias que provengan de la recuperación de la demanda, y que puedan eventualmente conducir a un retiro de los estímulos monetarios antes de lo anticipado.

Sin embargo, las autoridades monetarias, especialmente en EE.UU, han hecho énfasis en que sus decisiones no dependerán solamente del comportamien-

Gráfico 9: Inflación en economías desarrolladas

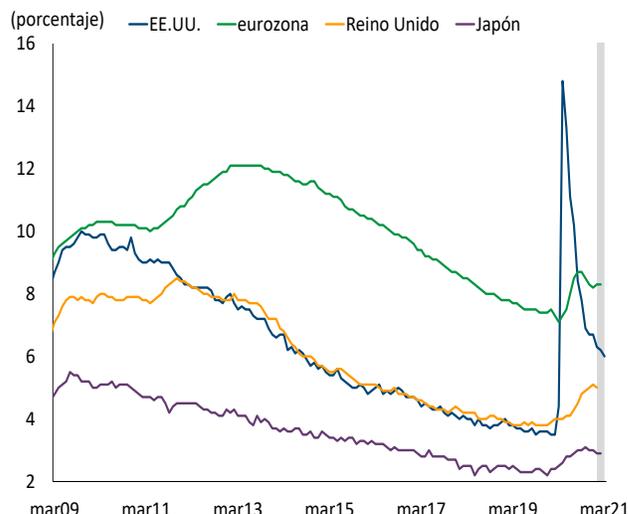


Fuente: Bloomberg.

to de la inflación sino que también deberán ver progresos sustanciales en el frente laboral antes de retirar los estímulos vigentes. En este sentido, el Gráfico 10 muestra que las tasas de desempleo en EE.UU, la eurozona, Reino Unido y Japón aún se encuentran por encima de los niveles observados previos a la crisis. Así mismo, para el caso de EE.UU, el Gráfico 11 muestra que pese a la reducción de las solicitudes semanales por subsidios de desempleo, estas aún se mantienen en niveles históricamente altos. Lo anterior refleja la debilidad que aún presentan los mercados laborales a nivel global, pese a la mejora reciente de los índices de confianza y actividad económica. En consecuencia, esta debilidad soportaría en el corto plazo las expectativas de estabilidad de la política monetaria en economías desarrolladas.

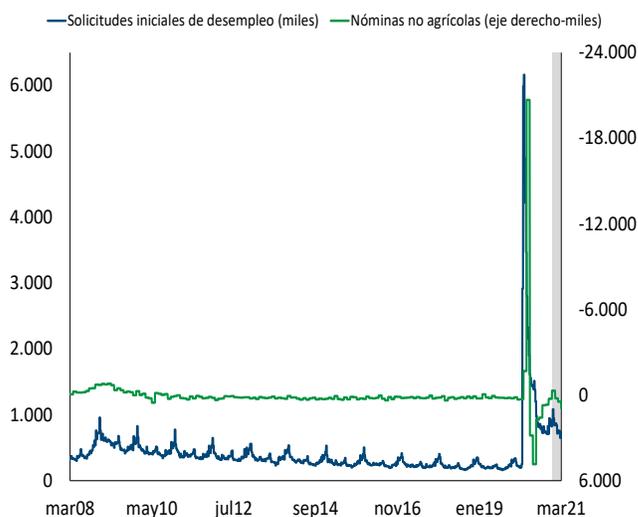
En Latinoamérica, la mayoría de los países anunciaron nuevas medidas monetarias y fiscales y continuaron con sus políticas de intervención en el mercado cambiario. Por ejemplo, en México, el Banco Central (Banxico) y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores decidieron ampliar de manera conjunta el plazo de aplicación de las excepciones vigentes sobre las disposiciones de carácter general sobre los requerimien-

Gráfico 10: Desempleo en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Los datos se encuentran a febrero, excepto los de EE.UU. que se encuentran a marzo.

Gráfico 11: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU



Fuente: Bloomberg.

tos de liquidez para las instituciones de banca múltiple (por 6 meses más adicionales²). Así mismo, el Ban-

²Además, el Comité de Regulación de Liquidez Bancaria anunció que establecerán un periodo de eliminación gradual de estas

xico: *i*) extendió las medidas extraordinarias de provisión de la liquidez³ (hasta el 30 de septiembre de 2021); y *ii*) anunció que cuenta con instrumentos para promover un funcionamiento adecuado del mercado de dinero, de bonos y cambiario y tiene la posibilidad de usarlos cuando sea necesario⁴.

En cuanto a Chile, durante el trimestre el Consejo del Banco Central de Chile (BCCh) decidió iniciar un programa gradual de reposición y ampliación de reservas internacionales para fortalecer la posición de liquidez internacional del país, en preparación del término de la Línea de Crédito Flexible del Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2022⁵. Por otra parte, el BCCh también anunció el inicio de la tercera etapa de la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las colocaciones (FCIC, una medida de liquidez de mediano plazo a bajo costo creada en marzo de 2020).

Finalmente, en Brasil, el Consejo Monetario Nacional autorizó al Banco Central (BCB) para extender el plazo del contrato de swap con la Fed hasta el 30 de septiembre de 2021. Además, el BCB decidió extender el plazo de la tasa temporal del 17% del encaje legal sobre recursos a plazo de abril a noviembre de 2021.

Mayores precios de los *commodities*

Durante el 1T21, el precio del petróleo mostró un comportamiento favorable, los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron 22,2% y 21,5%, respectivamente. Las cotizaciones de crudo estuvieron presionadas al alza debido a: *i*) los anuncios de la OPEP+ de mantener el aumento de producción previamente

excepciones durante seis meses adicionales.

³Incluyendo las medidas para proveer liquidez a las instituciones financieras con el fin de que puedan canalizar crédito a micro, pequeñas y medianas empresas y a personas físicas afectadas por la pandemia.

⁴Estos instrumentos son: operaciones para mantener el nivel de liquidez, operaciones de permuta de valores gubernamentales y operaciones de coberturas cambiarias liquidables por diferencias en dólares.

⁵La iniciativa busca incrementar el nivel de reservas internacionales hasta alrededor de 18% del PIB.

acordado para inicios del año y continuar con su producción de petróleo sin cambios hasta abril⁶; *ii*) las expectativas de un aumento de la demanda como resultado del proceso de vacunación a nivel mundial; *iii*) los recortes voluntarios de producción anunciados por Arabia Saudita e Irak; y *iv*) la interrupción en la producción petrolera en los EE.UU. como consecuencia del fuerte invierno. No obstante, desde mediados de marzo los precios del crudo se vieron afectados debido a mayores preocupaciones en torno a la demanda, ante las nuevas restricciones por aumentos de casos de Covid-19 y la suspensión en algunos países de la vacuna de AstraZeneca.

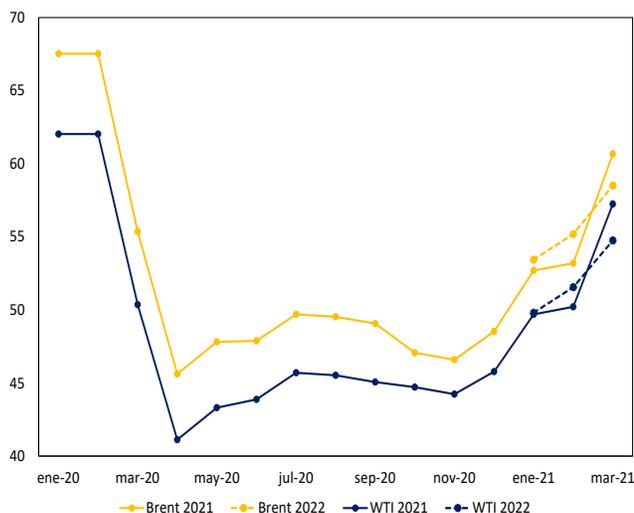
En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, la *Agencia Internacional de la Energía (AIE)* en sus perspectivas energéticas a corto plazo de inicios del mes de marzo, espera precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 60,67 y USD 58,51 en 2021 y 2022, respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, pronostica un precio promedio anual de USD 57,24 y USD 54,75 para estos mismos años. Por otra parte, en su reporte la AIE espera que en los próximos meses surjan presiones a la baja en los precios, a medida que el mercado se vuelva más equilibrado y manifiesta que sus pronósticos estarán sujetos a algunos factores de incertidumbre en relación con la demanda y oferta de crudo⁷ (*Gráfico 12*).

En general, durante el 1T21 se presentaron valorizaciones de los productos industriales y productos agrícolas y desvalorizaciones de los metales preciosos. Los precios de los metales industriales presentaron aumentos, en particular el precio del cobre superó su valor máximo en los últimos 10 años ante una

⁶El 5 de enero de 2021, la OPEP+ anunció que mantendría el aumento de producción previamente acordado de 0,5 millones de barriles por día (b/d) para principios del año y anunció aumentos de la producción de Rusia y Kazajistán en febrero y marzo. En su reunión de marzo, la organización decidió mantener su producción de petróleo sin cambios por un mes más, y anunció que Arabia Saudita mantendría su recorte de producción voluntaria de 1 m de b/d para abril.

⁷Como la velocidad de recuperación de la demanda de petróleo, que está sujeta a las tasas de vacunación y al grado en que las condiciones de viajes y empleo retornen a los niveles previos al Covid-19.

Gráfico 12: Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent



Fuente: AIE.
Los valores en 2020 corresponden a los pronósticos de precios spot de la AIE para el 2021. A partir del 2021 la AIE incorporó pronósticos para 2022.

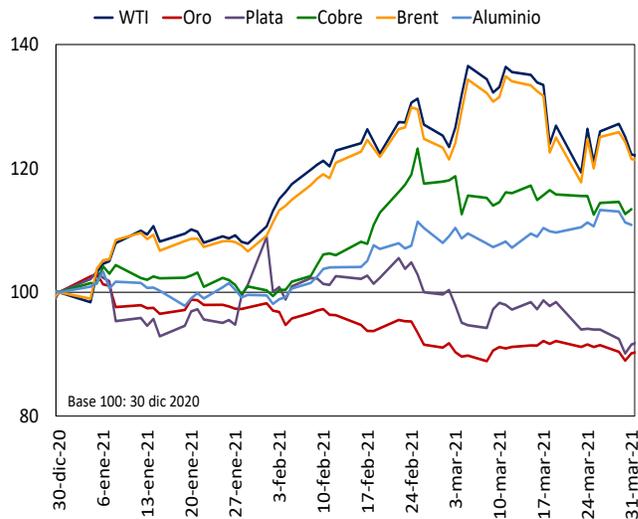
mayor demanda y mejores perspectivas del mercado. Así mismo, los precios de algunas materias primas agrícolas como la soya y el maíz aumentaron impulsados por una mayor demanda. Por su parte, los precios de los metales preciosos como el oro y la plata que son considerados activos refugio, disminuyeron como consecuencia del repunte en las tasas de los tesoros de EE.UU y el fortalecimiento del dólar (Gráfico 13).

Eventos generadores de incertidumbre

Dado el optimismo a nivel global, los indicadores de percepción de riesgo como el *Vix*⁸ y el *Vstox*⁹ disminuyeron de manera notoria durante el 1T21, aunque aún se ubican por encima de los niveles observados previos a la pandemia. Por el contrario, el *Move*¹⁰ presentó un aumento importante durante el trimestre como consecuencia del rápido aumento de las tasas de los

⁸El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.
⁹El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.
¹⁰El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los *Treasuries*.

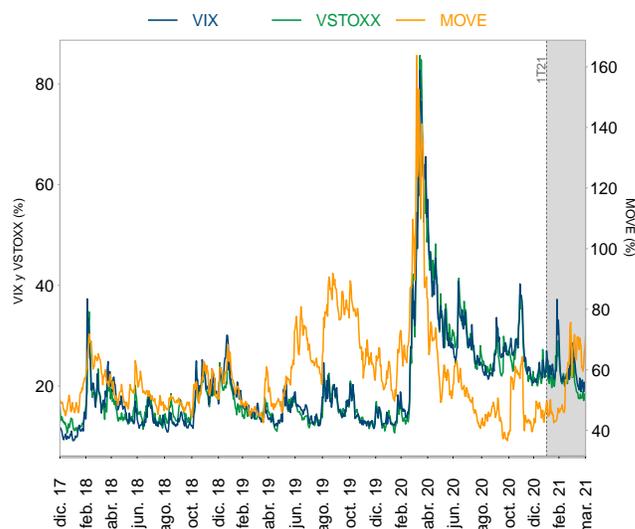
Gráfico 13: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

Treasuries de largo plazo (Gráfico 14).

Gráfico 14: Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa

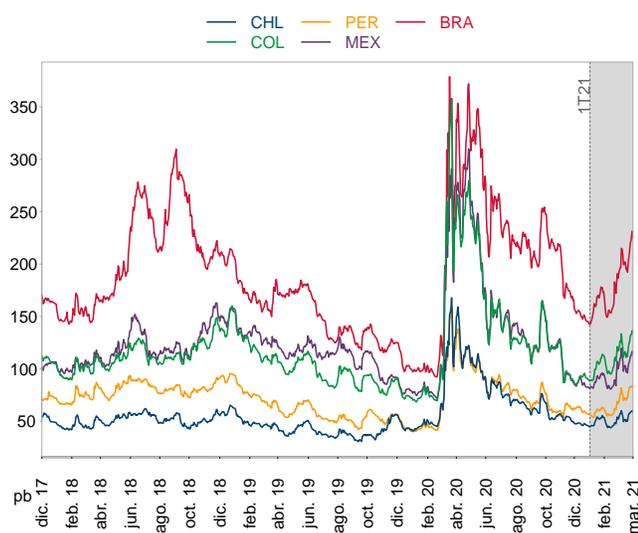


Fuente: Bloomberg.

Por el contrario, durante el trimestre las primas de riesgo de los países de la región se incrementaron, en gran medida como consecuencia del incremento en las ta-

sas de los *treasuries*, las posibles salidas de capitales, la incertidumbre en torno a la evolución de la pandemia, las nuevas medidas de confinamiento en algunos países y la oferta limitada de vacunas y las debilidades en la eficiencia de su aplicación. Así, durante el 1T21, el CDS a 5 años aumentó 81 pb en Brasil, 45 pb en Colombia, 32 pb en México, 26 pb en Perú y 14 pb en Chile (Gráfico 15). Por otra parte, en promedio, los EMBI¹¹ para la muestra de países de la región aumentaron en promedio 4 pb (2,2%)¹² y el EMBI+ aumentó 31,1 pb (9,2%) (Gráfico 16).

Gráfico 15: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



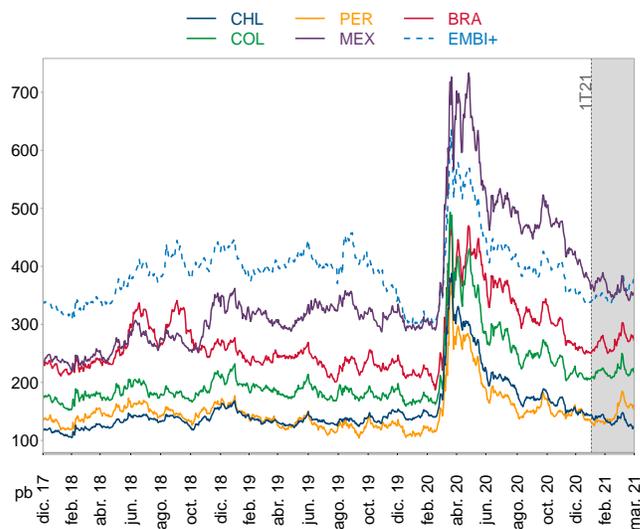
Fuente: Bloomberg.

En línea con el aumento de las primas de riesgo de los países de la región, algunos activos financieros se vieron afectados por eventos idiosincráticos. En Brasil,

¹¹El EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en puntos básicos -pb-) entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Un incremento de este indicador refleja mayor riesgo de crédito del país emisor.

¹²Variaciones EMBI países: Colombia: 10 pb (4,9%), Brasil: 22 pb (8,8%), México: -10 pb (-2,8%), Perú 20 pb (15,2%) y el EMBI Global Chile: -22 pb (-15,3%).

Gráfico 16: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) la persistencia de las preocupaciones en el frente fiscal, principalmente por la alta carga que representan los programas sociales; *ii*) la intervención del presidente Bolsonaro en Petrobras al reemplazar al director ejecutivo después de una disputa sobre el aumento de los precios del combustible¹³; *iii*) la posibilidad de que el presidente ejecute su agenda política, sacrificando la agenda promercado del ministro de economía¹⁴; y *iv*) el nombramiento de un nuevo ministro de salud, cargo para el cual se completan cuatro cambios en un año, en la medida en que la situación del sistema de salud es delicada.

En Perú, hubo incertidumbre política en torno a las elecciones presidenciales de abril, donde algunos de los candidatos han propuesto cambios en la Constitución y en la política macroeconómica, y medidas como limitar los derechos de propiedad en el sector de la minería. Por otra parte, se conocieron declaraciones

¹³En medio de una amenaza de huelga de los camioneros, el Gobierno suspendió los impuestos al diésel después que Petrobras anunció un aumento en los precios.

¹⁴Agenda de reformas que incluyen inversiones en infraestructura y revisiones de las normas fiscales.

de la presidenta de la Asociación de Fondos de Pensiones, Giovanna Prialé, quien advirtió sobre los riesgos económicos y sociales de los proyectos de ley en el congreso que plantean retiros voluntarios del ahorro pensional¹⁵.

En el caso de México, en febrero el presidente Andrés Manuel López Obrador presentó un proyecto al congreso para modificar la ley de la industria eléctrica, con el fin de fortalecer la presencia de la empresa estatal Comisión Federal de Electricidad (CFE) en el mercado. Al respecto, Moody's indicó que los cambios propuestos a la ley de la industria eléctrica del país podrían llevar a un alza en los costos de generación de la estatal CFE, lo que, aunado a una esperada mayor emisión de deuda de la compañía para financiar sus proyectos, afectaría su nota crediticia.

Por último, en Chile, la calificadora S&P redujo la calificación de la deuda extranjera gubernamental de largo plazo de A+ a A, debido a la debilidad de las finanzas públicas por la pandemia, y la menor flexibilidad fiscal, en medio de un contexto político delicado dada la reforma constitucional y la proximidad de las elecciones.

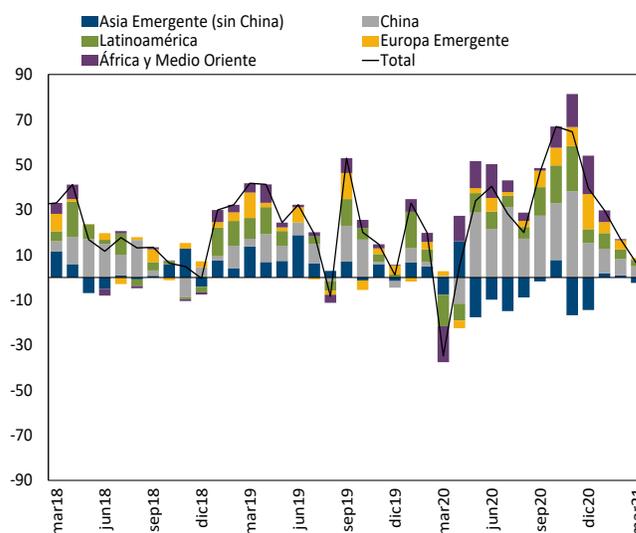
En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), en lo corrido de 2021 se ha visto una disminución en las entradas de capital de portafolio hacia los mercados emergentes. Durante el 1T21 se presentaron entradas netas de USD 73,9 miles de millones (mm) (en el 4T20 se reportaron entradas de USD 231,5 mm), de las cuales USD 10,1 mm se presentaron en marzo y representaron las menores entradas mensuales desde abril de 2020. Las entradas del trimestre se explican por: *i*) USD 53 mm de entradas al mercado de deuda; y *ii*) USD 21 mm de entradas al mercado accionario (*Gráficos 17 y 18*).

De los flujos observados en el trimestre, China tuvo las mayores entradas de capital de portafolio por un total

¹⁵De acuerdo con Prialé, de ser aprobados nuevos retiros aumentará el número de trabajadores que no tendrían seguro pensional en su vejez.

de USD 42,9 mm, de las cuales USD 23 mm y USD 19,9 corresponden a entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente. Por su parte, en Latinoamérica hubo entradas netas de USD 23,2 mm, que se explican por USD 14 mm y USD 9,1 de entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente.

Gráfico 17: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes

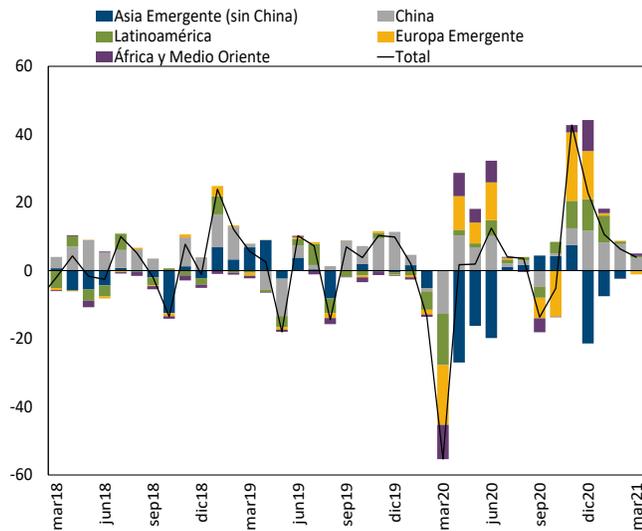


Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF¹⁶, se puede observar que durante el trimestre hubo volatilidad y aún no se han recuperado las salidas de capitales que se generaron como consecuencia del Covid-19. Desde el inicio de la pandemia al cierre del 1T21 se han acumulado salidas por un total de USD 47,5 mm (USD 26,3 y USD 21,2 en renta fija y renta variable, respectivamente) (*Gráfico 19*).

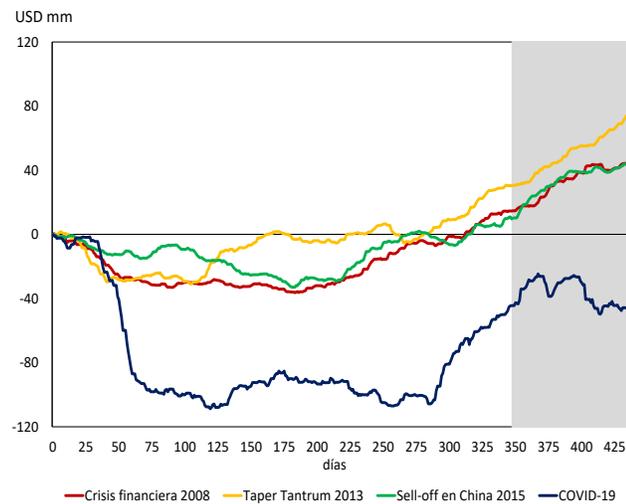
¹⁶Los flujos diarios del IIF cubren un grupo de países más pequeño que los flujos mensuales, para estos últimos se tienen en cuenta variables adicionales para estimar los flujos, incluidos los datos de emisiones, una medida de la aversión al riesgo de los inversionistas y una medida de las expectativas del mercado en relación con la política futura de la Fed.

Gráfico 18: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

Gráfico 19: Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes

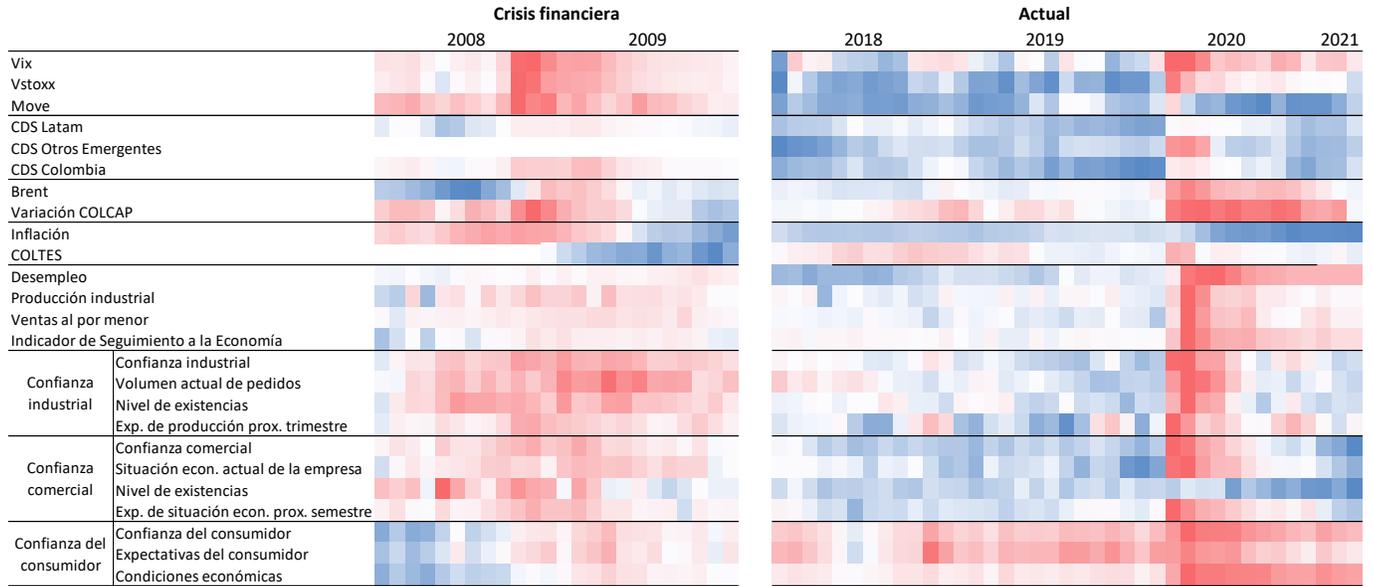


Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares. Flujos acumulados de portafolio de no residentes a economías emergentes hasta 436 días después de la fecha de inicio de cada evento (8-sep-08 para la crisis financiera de 2008; 17-may-13 para el Taper Tantrum de 2013; 26-jul-15 para el sell-off de acciones en China en 2015; 21-ene-20 para el COVID-19)

4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 1T21, las cifras de confianza y actividad económica continuaron evidenciando una recuperación gradual de la economía colombiana, aunque continúa siendo vulnerable ante la imposición de nuevas medidas de confinamiento como las observadas a comienzos del año. Lo anterior se vio reflejado en la revisión alza de las proyecciones de crecimiento para 2021. Pese a lo anterior, el menor apetito por activos de economías emergentes, así como la incertidumbre fiscal en el país, condujeron a un aumento de los indicadores de percepción de riesgo local. Por último, de acuerdo con el Gráfico 20, se destaca que la tasa de desempleo y la confianza de los consumidores aún son más débiles frente los niveles observados durante el periodo pre-crisis.

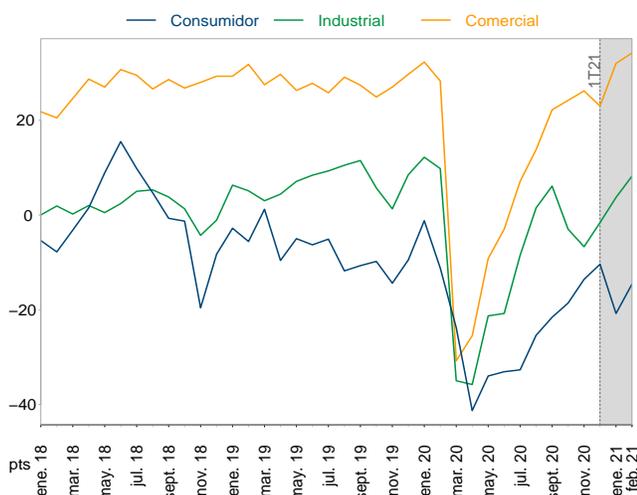
Gráfico 20: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banrep. Cálculos: Banrep. Nota: Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable. Datos a marzo de 2021.

En el *Gráfico 21* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo¹⁷. Se observa una continuación en la recuperación de los índices de confianza comercial, industrial y del consumidor luego del deterioro observado en enero de este año como consecuencia de las medidas de confinamiento adoptadas para contener el aumento del ritmo de contagios de Covid-19. También se destaca que la confianza industrial volvió a ubicarse en niveles similares a los observados pre-crisis mientras que la confianza comercial alcanzó en marzo un máximo histórico al ubicarse en 38,7%¹⁸.

Gráfico 21: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 1T21 se publicaron cifras de crecimiento anual de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) que evidenciaron una recuperación gradual de la actividad económica, aunque susceptible a la imposición de medidas confinamiento como las observadas en enero. En noviembre (obs: -0,2%; esp: 1,0%; ant: -

2,7%), el crecimiento de la producción manufacturera se ubicó por encima del dato anterior, pero por debajo de lo esperado por el mercado, mientras que en diciembre (obs: 1,5%; esp: 0,8%; ant: -0,2%) se ubicó por encima de lo observado en noviembre y de lo proyectado por los analistas, y en enero (obs: -1,6%; esp: -1,9%; ant: 1,5%) volvió a ubicarse por encima de lo estimado por el mercado pero por debajo del dato previo. De manera similar, en noviembre (obs: 4,1%; esp: 5,6%; ant: 3,0%) el crecimiento de las ventas al por menor se ubicó por encima del dato anterior, pero por debajo de lo esperado por el mercado, mientras que en diciembre (obs: -2,8%; esp: 2,1%; ant: 4,1%) se ubicó por debajo del dato anterior y de lo proyectado por los analistas, y en enero (obs: -6,4%; esp: -6,7%; ant: -2,8%) volvió a ubicarse por debajo de la cifra previa, pero por encima de lo esperado por el mercado. Por último, el ISE se ubicó en línea con las expectativas de los analistas en noviembre (obs: -3,4%; esp: -3,4%; ant: 4,5%), por encima en diciembre (obs: -2,5%; esp: -4,0%; ant: -3,4%), pero por debajo de lo esperado en enero (obs: -4,6%; esp: -4,5%; ant: -2,5%)¹⁹.

En la Encuesta de Opinión Financiera²⁰ se observó que entre diciembre y marzo, las expectativas de crecimiento para Colombia durante 2021 aumentaron al pasar de 4,5% a 4,8%. Por su parte, para 2022 los analistas prevén que la economía colombiana crezca 3,75% (*Gráfico 22*). Respecto a las expectativas de inflación, estas se redujeron para 2021 de 2,78% a 2,63%, pero aumentaron para 2022 de 2,78% a 3% (*Gráfico 23*).

Finalmente, durante el 1T21, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para todos los plazos, excepto para el de un año donde se mantuvo estable²¹. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 1T21, frente al promedio del 4T20, tam-

¹⁷Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

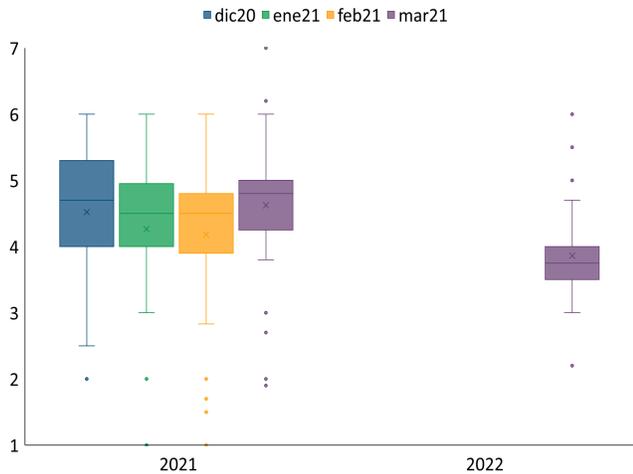
¹⁸La serie de confianza industrial y comercial se encuentra disponible desde junio de 1980.

¹⁹Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

²⁰Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

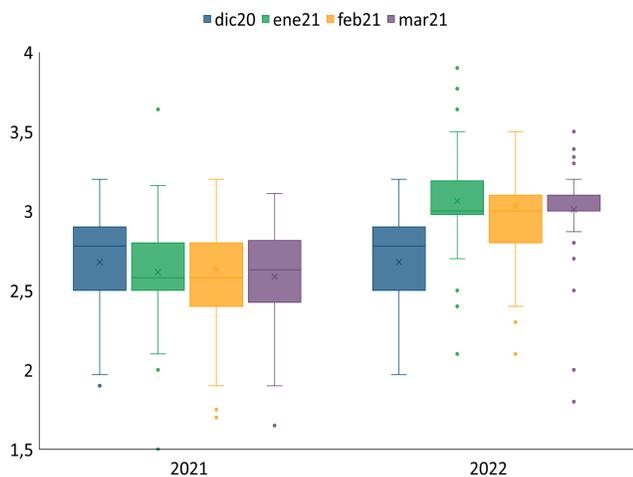
²¹En particular, para plazos inferiores a 1 año: 2 pb, entre 1 y 3 años: -13 pb, entre 3 y 5 años: -172 pb y 5 años o más: -169 pb

Gráfico 22: Expectativas de crecimiento (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 23: Expectativas de inflación (EOF)

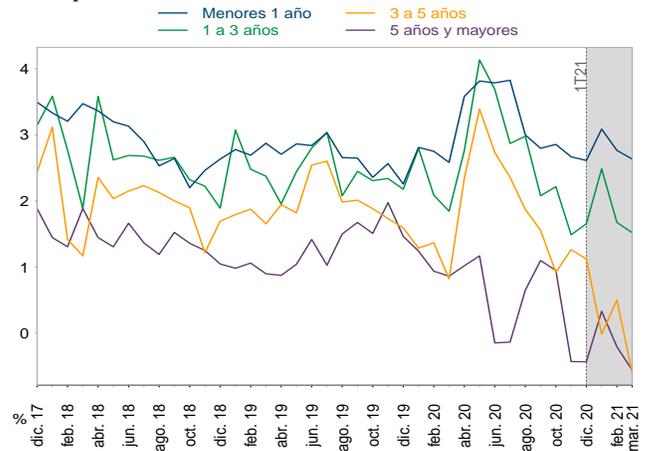


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

bién se observó una reducción para los plazos superiores a tres años, y un aumento para los plazos inferiores. En general, las disminuciones del promedio de los *spreads* para plazos superiores a tres años se explican por reducciones de las tasas de la cartera preferencial y aumentos de las tasas de los TES, mientras que los aumentos observados para los plazos inferiores se die-

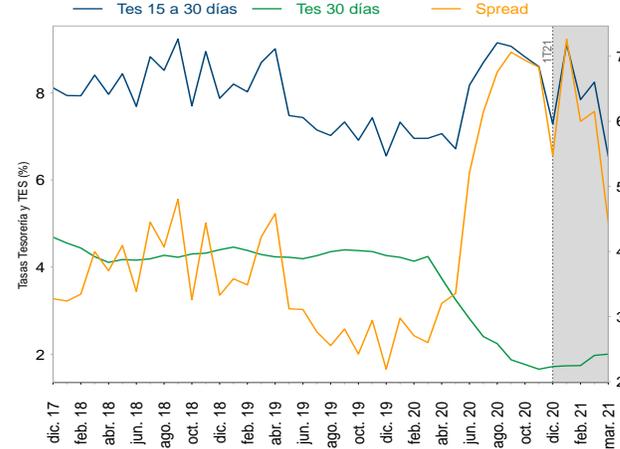
ron como consecuencia de menores tasas de los TES²² (Gráfico 24 y Gráfico 25).

Gráfico 24: Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banrep.

Gráfico 25: Spread crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banrep.

²²En particular, para plazos inferiores a 1 año: 12 pb, entre 1 y 3 años: 11 pb, entre 3 y 5 años: -114 pb y 5 años o más: -61 pb.

5 Mercado cambiario

5.1 Mercado cambiario global

En comparación con el 4T20, durante el 1T21 el dólar estadounidense se fortaleció frente a algunas de las monedas de países desarrollados y la mayoría de monedas de emergentes (de acuerdo con el DXY²³, el dólar se fortaleció 4,0%) y su dinámica estuvo explicada por los factores internacionales anteriormente mencionados (Cuadro 1 y Gráfico 26).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: la lira turca (11,8%)²⁴, el peso argentino (9,3%), el real brasileño (8,5%), el yen japonés (7,3%) y el peso colombiano (7,2%).

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	4T 2020	1T 2021	País	4T 2020	1T 2021
Monedas Principales			Asia		
eurozona	-4,7%	4,8%	Corea del Sur	-7,2%	4,2%
Gran Bretaña	-5,2%	-1,1%	India	-0,6%	-0,3%
Australia	-6,8%	1,1%	Hong Kong	0,0%	0,3%
Nueva Zelanda	-8,1%	3,1%	China	-3,9%	0,5%
Canadá	-4,2%	-1,5%	Malasia	-2,9%	2,7%
Suecia	-8,5%	6,5%	Tailandia	-5,2%	4,3%
Suiza	-4,3%	7,1%	Indonesia	-5,6%	3,4%
Japón	-2,2%	7,3%	I/ADXY	-3,6%	1,4%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-11,2%	7,2%	Islandia	-8,3%	-0,1%
Brasil	-7,4%	8,5%	Rusia	-4,3%	1,8%
México	-10,0%	2,7%	Polonia	-3,5%	5,9%
Argentina	10,5%	9,3%	Turquía	-4,3%	11,8%
Perú	0,5%	3,4%	Israel	-6,1%	3,9%
Chile	-9,2%	1,0%	Sudáfrica	-12,8%	1,1%
I/LACI	-6,7%	5,5%			

Fuente: Bloomberg.

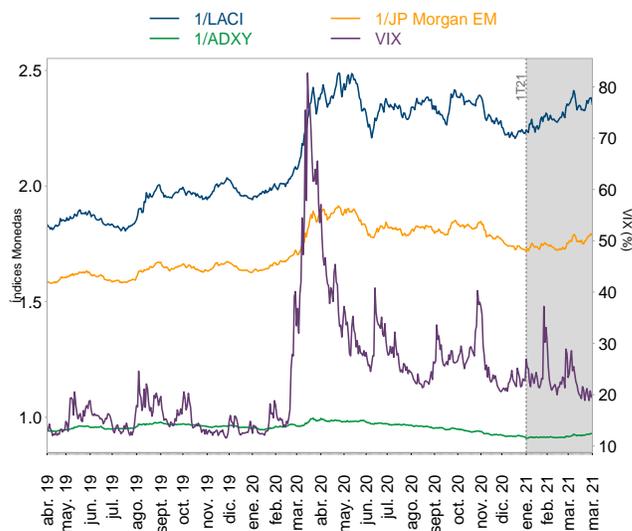
Nota: Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación. Los índices ADXY y LACI se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un valor positivo de 1/índice indica una depreciación de su canasta de monedas.

En América Latina se depreciaron frente al dólar: el real brasileño (8,5%); el peso colombiano (7,2%), el

²³Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

²⁴La lira turca se depreció 8,1% del 19 al 22 de marzo de 2021, después de que el presidente Erdogan despidiera al jefe del banco central dos días después del aumento de 200 pb de la tasa de política monetaria (a 19%).

Gráfico 26: VIX vs índices de monedas



Fuente: Bloomberg.

Nota: Los índices ADXY, LACI y JP Morgan EM se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un incremento de las series 1/índice indica una depreciación de sus canastas de monedas.

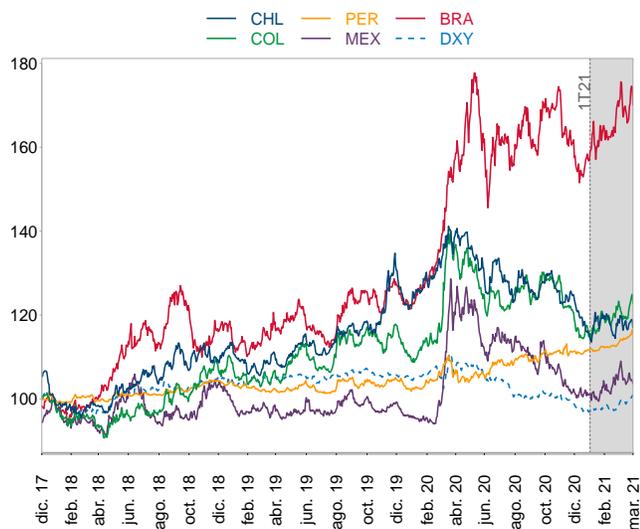
sol peruano (3,4%), el peso mexicano (2,7%) y el peso chileno (1,0%) (Gráfico 27). El comportamiento de las monedas de la región estuvo explicado por: *i*) un menor apetito por riesgo de los inversionistas; *ii*) las nuevas medidas de confinamiento impuestas en estos países; y *iii*) factores idiosincráticos. Estas monedas se debilitaron a pesar del alza del precio de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre.

El real brasileño lideró las depreciaciones de la región. Dentro de los factores idiosincráticos que contribuyeron al debilitamiento de la moneda, se destacan: *i*) las preocupaciones en el frente fiscal; *ii*) la intervención del presidente en Petrobras; *iii*) algunos riesgos políticos en el país; y *ii*) la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de 2021 por parte del Banco Central²⁵, dada la incertidumbre concerniente al avance de la pandemia y a la respuesta del Gobierno.

En el trimestre, la tasa de cambio de Perú se ubicó en

²⁵En su Reporte Trimestral de Inflación, el BCB comunicó que espera que el PIB crezca 3,6%, cifra inferior a la previsión de diciembre de 2020: 3,8%.

Gráfico 27: Tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de junio de 2017.

niveles máximos históricos frente al dólar y alcanzó su mayor nivel de 3,77 soles por dólar el 30 de marzo de 2021. La depreciación del sol peruano estuvo asociada a la incertidumbre política en torno a las próximas elecciones presidenciales.

En cuanto al peso mexicano, la moneda estuvo afectada por los problemas en el suministro de electricidad y gas natural generados a partir de una oleada de frío en varios estados del norte y la aprobación en la cámara de diputados y envió al senado de la ley de la industria eléctrica impulsada por el gobierno.

Finalmente, el peso chileno presentó una alta volatilidad. Iniciando el trimestre, la moneda se debilitó ante el dato desfavorable de la actividad económica²⁶ y el retroceso del precio del cobre. Posteriormente, la moneda se fortaleció principalmente por el incremento del precio y mejores perspectivas del mercado de cobre; por otra parte, el peso estuvo soportado por las mejores perspectivas de crecimiento económico por parte de Santander y Moody's, dado el buen

²⁶Disminución de 0,4% interanual en diciembre.

avance de los procesos de vacunación²⁷. Finalmente, en marzo el peso presentó un comportamiento mixto como consecuencia de: *i*) la publicación de algunas cifras económicas más débiles de lo esperadas y la imposición de cuarentena estricta en 28 distritos del país²⁸; *ii*) los resultados favorables de crecimiento del 4T20; y *iii*) el aumento de la proyección de crecimiento económico para 2021 por parte del Banco Central.

Con respecto al promedio registrado en el 4T20, en el 1T21 la volatilidad condicional promedio disminuyó para la mayoría de las monedas de los países de la región analizados a excepción del sol peruano. Durante el trimestre, el real brasileño presentó en promedio, la mayor volatilidad, seguida por el peso mexicano, el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano (Gráfico 28).

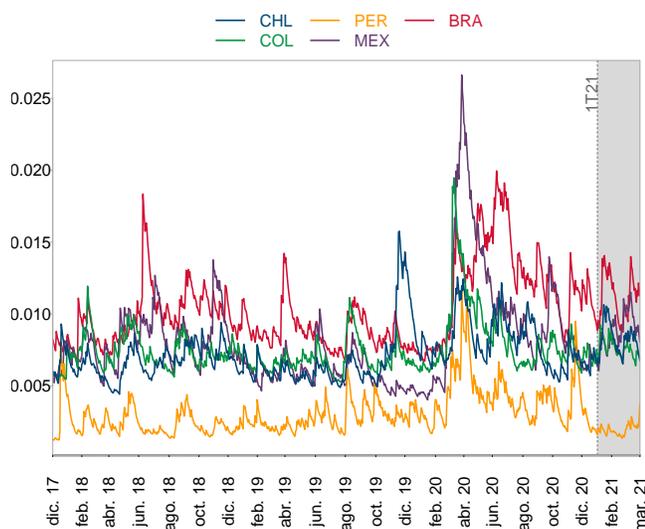
En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre los Bancos Centrales de los países de la región analizados realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos. En Brasil, el BCB realizó operaciones de venta en el mercado de contado por USD 6.645 m y a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 16.356 m. Por otra parte, tuvo una posición compradora a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por USD 1.250 m (Cuadro 2).

En Chile, el 13 de enero el BCCh anunció que decidió iniciar un programa de reposición y ampliación de reservas internacionales, con este programa busca incrementar durante los próximos 15 meses el nivel de reservas internacionales por aproximadamente un 18% del PIB, adquiriendo USD 12.000 m por medio de

²⁷En febrero Moody's Investors Service incrementó el pronóstico de crecimiento del país para 2021 de 4,5% a 5,8%, debido al "rápido ritmo de vacunación contra el Covid-19 y la fuerte demanda de cobre". El Banco Santander también mejoró los pronósticos de crecimiento para este año de 4,5% a un rango de entre 5,5% y 6,5%, debido al "rápido proceso de vacunación, un cierre de 2020 más dinámico y un contexto externo más favorable".

²⁸Debido a un incremento de los contagios de Covid-19, a pesar del plan de vacunación masivo. No obstante, las autoridades estiman que los efectos positivos de la vacunación se notarán a partir del 15 de abril y que el 80% de la población vulnerable estará vacunada en junio.

Gráfico 28: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

compras diarias de divisas por USD 40 m. De acuerdo con lo anterior, en el 1T21 el BCCh ha comprado USD 2.120 m en el mercado de contado. Adicionalmente, a partir de enero, dejó de realizar subastas de FX-repos (Cuadro 3).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 2.396 m y en *Non-Delivery Cross Currency Swap* por un monto de USD 5.525 m. Adicionalmente, el BCRP realizó ventas de dólares a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 113 m (Cuadro 4).

Por su parte, durante el trimestre, el Banxico continuó con las renovaciones del saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*). Así mismo, se llevaron a cabo dos subastas de crédito en dólares en marzo para renovar los vencimientos de las operaciones celebradas en diciembre. En total se adjudicaron USD 400 m y se vencieron USD 1.130 m en estas subastas (Cuadro 5).

Finalmente, el Banco de la República tuvo una posi-

ción compradora en *forward NDF* por USD 91 m, debido a vencimientos de las operaciones de venta que no fueron renovados en marzo (Cuadro 6).

Cuadro 2: Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	FX-Repos y CCS (B)*	Repos con títulos denominados en dólares (C)**	Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***	Cambio en la posición cambiaria (A+D)
2020	-24.768	3.600	0	-23.291	-48.059
Ene	0	0	0	-11.319	-11.319
Feb	0	2.590	0	-2.879	-2.879
Mar	-6.645	-1.340	0	-2.158	-8.803
1T21	-6.645	1.250	0	-16.356	-23.001

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos
 *Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tiene un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.
 **Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales.
 ***Denominados por el BCB como FX-interest rate swaps o FX swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

Cuadro 3: Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	FX Repos (B)*	Venta Forward NDF (C)	Cambio en la posición cambiaria (A+C)
2020	-100	190	4.240	4.140
Ene	400	0	0	400
Feb	800	0	0	800
Mar	920	0	0	920
1T21	2.120	0	0	2.120

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.
 *El BCCh se refiere a este instrumento como compras swap de divisas. Altera temporalmente el nivel de reservas.

5.2 Mercado cambiario colombiano

En el 1T21 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció un 7,2%, a pesar del aumento del precio del petróleo²⁹. La depreciación del peso estuvo explicada por: *i*) un contexto internacional menos favorable para activos riesgosos, *ii*) la demanda de dólares por

²⁹ En el trimestre la correlación entre la tasa de cambio y el precio del petróleo fue de 0,6, mientras que en el 4T20 fue de -0.9.

Cuadro 4: Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*	CDR's (C)	CDL's (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)
2020	-159	-1.817	-1.768	0	-3.744
Ene	-618	-246	-120	0	-984
Feb	-631	-451	-260	0	-1.342
Mar	-1.147	-4.827	267	0	-5.707
1T21	-2.396	-5.525	-113	0	-8.034

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. Se tienen en cuenta los vencimientos y las renovaciones.

*Denominados por el BCRP como Swaps Cambiario de Venta (o de Compra). No afecta el nivel de reservas internacionales.

**Tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

Cuadro 5: Intervención cambiaria del Banxico

	Compras netas de contado (A)*	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF(C)*	Subasta de crédito en USD (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
2020	0	0	-1.991	-1.130	-1.991
Ene	0	0	0	0	0
Feb	0	0	0	0	0
Mar	0	0	0	730	0
1T21	0	0	0	730	0

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

*El BCM las denomina subastas de coberturas cambiarias y solo se tienen en cuenta las subastas iniciales del programa, no incluye vencimientos ni renovaciones.

**Los recursos provienen de la línea swap que estableció el BCM con la Fed el 19 de marzo de 2020 por hasta USD 60.000 m, por lo que no altera el nivel de reservas.

parte de agentes extranjeros ante salidas de inversión de portafolio y *iii*) las preocupaciones a nivel local en torno al lento avance en las vacunaciones y respecto a la situación fiscal (Gráfico 29).

En general, durante el 1T21 se observó una mejor liquidez en los mercados de contado y *forward* peso-dólar frente al trimestre anterior. En el mercado *spot* peso-dólar³⁰ el promedio diario de negociación³¹ se ubicó en USD 1.338 m, cifra superior al promedio ob-

³⁰Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes.

³¹Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

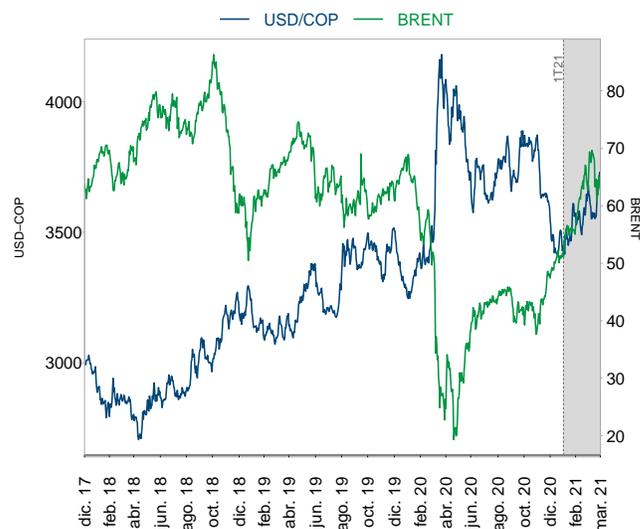
	Compras netas de contado (Gobierno) (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos* (D)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
2020	3.500	0	-91	0	3.409
Ene	0	0	0	0	0
Feb	0	0	0	0	0
Mar	0	0	91	0	91
1T21	0	0	91	0	91

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

Nota: Tiene en cuenta vencimientos y renovaciones.

*El BR se refiere a este instrumento como *FX-Swap*. Estos instrumentos alteran temporalmente el nivel de reservas internacionales.

Gráfico 29: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX. El precio del petróleo está en el eje derecho invertido.

servado durante el 4T20 de USD 1.181 m. Sin embargo, el monto promedio diario negociado en este mercado fue inferior al observado durante el mismo periodo un año atrás (1T20: USD 1.447 m).

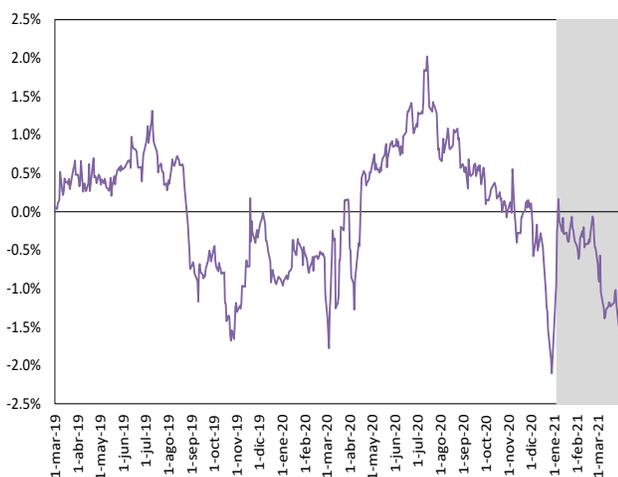
En cuanto al mercado *forward* peso-dólar³² el monto promedio diario negociado en el 1T21 se ubicó en

³²Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes.

USD 2.332 m, cifra superior a la observada en el 4T20 y a la de un año atrás³³. Así mismo, al analizar los montos de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio diario negociado en contratos *forward* aumentó durante el 1T21 respecto al 4T20 y al de un año atrás, ubicándose en USD 4.987 m³⁴.

En este mismo periodo, la diferencia promedio entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a un mes y la devaluación teórica³⁵ disminuyó y se mantuvo en niveles negativos. La disminución puede estar asociada a la oferta de dólares en el mercado *forward* de los inversionistas extranjeros con IMC en febrero y de los Fondos de Pensiones y Cesantías con IMC durante marzo (Gráfico 30).

Gráfico 30: Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)



Fuente: Bloomberg y Banrep, cálculos DOAM.
*Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

En línea con lo anterior, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumenta-

³³Promedios diarios: 4T20: USD 2.303 m, 1T20: USD 2.004 m. Fuente: Banco de la República.

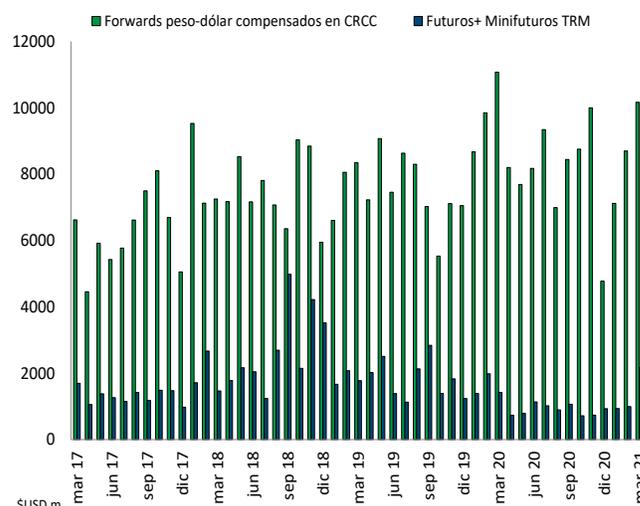
³⁴Promedios diarios: 4T20: USD 4.293 m, 1T20: USD 4.583 m. Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banrep.

³⁵Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días.

ron de USD 23,5 mm en total durante el 4T20 a USD 26 mm en el 1T21 (Gráfico 31).

Así mismo, durante el trimestre aumentó el volumen de negociación de algunos derivados estandarizados. Se negociaron en total 80.702 futuros de TRM³⁶ (47.130 contratos en el 4T20), por un monto total de USD 4.035,1 m. Respecto a los mini futuros de TRM³⁷, se negociaron un total de 10.882 contratos (5.126 contratos en el 4T20), por un monto total de USD 54,4 m y se negociaron 9 contratos de opciones de TRM (Gráfico 31).

Gráfico 31: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: CRCC. Cálculos: Banrep.

En adición a lo anterior, al analizar las operaciones COP – OIS³⁸ negociadas en *Chicago Mercantile Exchange* (CME), el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 1.706 m, cifra superior al volumen promedio diario transado durante el 4T20 (USD 872,4 m). El

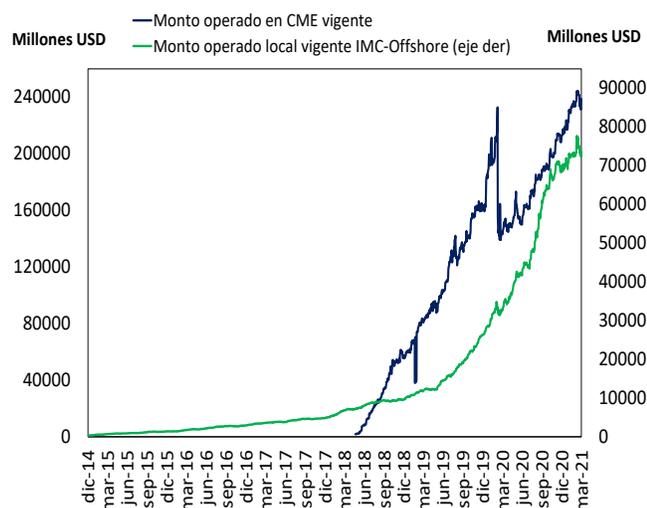
³⁶Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

³⁷Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

³⁸El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap - OIS el cual es un contrato swap de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija en por un índice de tasa de interés de referencia flotante (IBR overnight compuesta). La máxima duración de este contrato es de 20 años, se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

monto operado vigente de este tipo de operaciones en el CME al 31 de marzo de 2021 aumentó y se ubicó en USD 238.702 m (el saldo vigente promedio durante el 1T21 se ubicó en USD 229.969 m) y alcanzó un nuevo máximo el 16 de marzo de 2021 (USD 244.323 m). De manera similar, el monto operado vigente promedio de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior alcanzó los USD 73.629,6 m en el 1T21, el saldo promedio durante el 1T21 se ubicó en USD 72.517,4 m (Gráfico 32).

Gráfico 32: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



Fuente: CME, reportes enviados por los IMC al Banrep. A partir del 1 de enero de 2021 se incorpora la información reportada por los Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas al Banrep, esta información se actualizó con las operaciones vigentes desde el 19 de junio de 2020. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de las operaciones de compra y venta menos vencimientos. Para calcular el monto operado local vigente se tienen en cuenta las operaciones de swaps que intercambian flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior.

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁹, en el 1T21 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 3.303 m, de los cuales USD 3.225 m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD 78 m a ingresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 3.433 m, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 6.807

³⁹La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

m y por otras operaciones especiales por USD 311 m, mientras que se presentaron reintegros netos de capital oficial por USD 3.685 m.

En el 1T21, la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta⁴⁰ por USD 1.620 m y por préstamo neto por USD 843 m y se observaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta⁴¹ por USD 1.381 m y por operaciones especiales del sector privado por USD 7.889 m⁴².

Frente a los flujos presentados en el 4T20, se destacan las mayores salidas de divisas en la cuenta de capital (4T20: salidas por USD 601 m vs. 1T21: salidas por USD 3.433 m), las cuales estuvieron explicadas principalmente por las salidas por concepto de inversión extranjera de portafolio neta (1T21: salidas por USD 1.381 m vs. 4T20: entradas por USD 1.050 m), lo cual contrarrestó con el comportamiento de la inversión de portafolio en otras economías de la región.

6 Mercado monetario y renta fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 1T20, los bancos centrales de la región mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos históricos, excepto el Banco de México (Banxico) y el Banco Central de Brasil (BCB). En primer lugar, el Banxico redujo su tasa en 25 pb a 4% (en línea con lo esperado por el mercado) dado que las presiones inflacionarias dieron indicios de ser transitorias, y la tasa de política se encontraba en un nivel alto comparado con sus pares de la región. Por el contra-

⁴⁰Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

⁴¹Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

⁴²Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

rio, el peor desempeño de los activos brasileños frente a sus pares de la región, así como las presiones inflacionarias observadas durante el 1T20, llevaron al BCB a aumentar su tasa de intervención en 75 pb a 2,75%, 25 pb por encima de lo que descontaba el mercado (Gráfico 33 y Cuadro 7).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 7: Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a marzo de 2021

País	Variación 1T21*	TPM Mar-21**
COL	0	1,75%
BRL	75	2,75%
MEX	-25	4,00%
PER	0	0,25%
CHL	0	0,50%

Fuente: Bloomberg.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de diciembre y el 31 de marzo de 2021.

** Nivel al cierre de marzo de 2021.

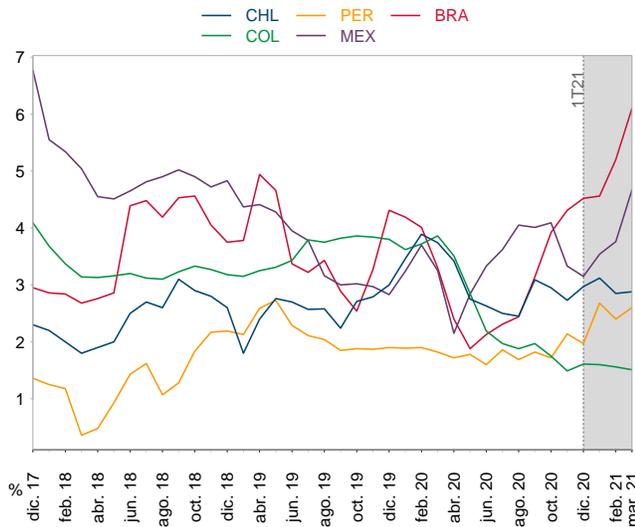
A nivel local, durante el trimestre la Junta Directiva del Banrep (JDBR) mantuvo su tasa de política inalterada en 1,75%, un mínimo histórico, luego de haberla recortado en 250 pb durante 2020. Tras el ingreso a la JDBR de un nuevo Gerente y dos nuevos codirectores durante el trimestre, la decisión adoptada durante la reunión de marzo se tomó de manera unánime. De acuerdo con el comunicado del Banrep, esta decisión tomó en consideración que:

- La inflación anual hasta febrero de 1,56% fue inferior a la meta. Las expectativas de inflación continúan estables y son en promedio de 2,7% y 3,1% para fines de 2021 y 2022 respectivamente.
- Los pronósticos de crecimiento para el presente año se han revisado al alza. El equipo técnico lo estima preliminarmente en 5,2%.
- Los indicadores del mercado laboral continúan siendo muy débiles. La tasa de desempleo en enero llegó a 17,3%.
- El sistema financiero continúa presentando condiciones favorables y estables de solvencia y liquidez. En ese contexto, la cartera de crédito y las tasas de interés siguen respondiendo a los estímulos de política monetaria.
- Las condiciones financieras externas siguen siendo favorables para la financiación de la economía colombiana. Sin embargo, algunos factores, incluido el reciente aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazo en los mercados financieros internacionales, sugieren que, en el margen, estas condiciones se han apretado.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia ésta continuó reduciéndose durante el 1T21, alejándose del límite inferior del rango meta del Banco (2% - 4%), aunque se ubicó por encima de lo esperado por el mercado en febrero y marzo, y por encima del mínimo histórico observado en noviembre (1,49%). Este comportamiento estuvo asociado principalmente a la debilidad de la demanda, la cual se vio reflejada en una menor inflación de servicios y alimentos. Por el contrario, en Chile la inflación continuó fluctuando alrededor del punto medio del rango meta del BCCh, mientras que en los demás países de la región se observaron presiones inflacionarias, especialmente en Brasil y México. En ambos países la inflación de marzo se ubicó por fuera del rango meta de sus bancos centrales, lo que generó expectativas de que haya otro aumento de 75 pb por parte del BCB durante su reunión de mayo, y que el Banxico no pueda continuar otorgando un ma-

por estímulo monetario a la economía mediante una menor tasa de interés (Gráfico 34 y Cuadro 8).

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2021

País	Dic 2020	Mar 2021	Rango meta 2021*
COL	1,61 %	1,51 %	2,00 % - 4,00 %
BRA	4,52 %	6,10 %	2,25 % - 5,25 %
CHL	3,00 %	2,90 %	2,00 % - 4,00 %
MEX	3,15 %	3,76 %	2,00 % - 4,00 %
PER	1,97 %	2,60 %	1,00 % - 3,00 %

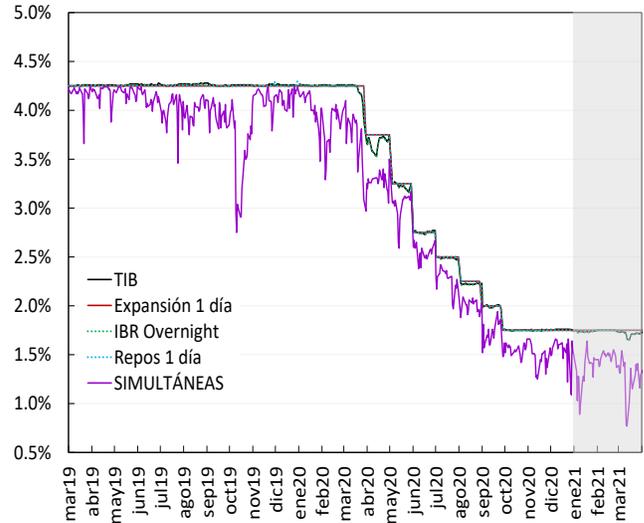
Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 1T21 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo su tasa de interés en 1,75% con el objetivo de seguir brindando estímulo a la economía. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia (Gráfico 35). La tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de referencia lo que pudo estar motivado por un mayor apetito de algunos agentes de cubrir operaciones en corto.

Gráfico 35: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



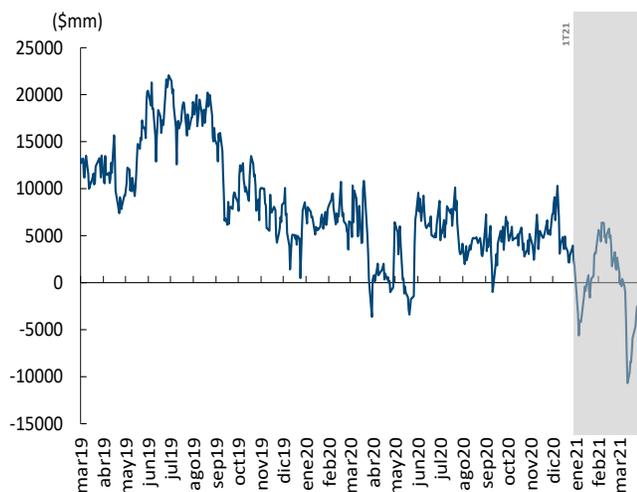
Fuente: Banco de la República.

En los meses de enero y marzo de 2021 la posición del Banco de la República con el sistema financiero fue deudora mientras que en febrero fue acreedora⁴³. Durante el 1T21, el promedio diario de la posición neta del Banco se ubicó en COP -303 mm cifra inferior al promedio diario observado durante el 4T20 (COP 4.765 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 5 de febrero, momento en el cual se registró un nivel de COP 6.383 mm (Gráfico 36). Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 13.500 mm (cifra superior al saldo máximo de COP 3.122 mm observado en el 4T20).

Finalmente, durante el 1T21 el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación en el Banco de la República se ubicó en COP 21.892 mm cifra inferior al promedio

⁴³ Generalmente el Banco de la República (El Banco) es acreedor neto con el sistema financiero, es decir, los saldos de expansión (esto es, cuando el banco central presta) son superiores a los de contracción (cuando pide prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, en este escenario a menudo se observa que las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al Banco en lugar de darle crédito a otras entidades con necesidades de liquidez. Estas últimas terminan, entonces, acudiendo a la subasta del banco central o a la ventanilla de expansión.

Gráfico 36: Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario



Fuente: Banrep.

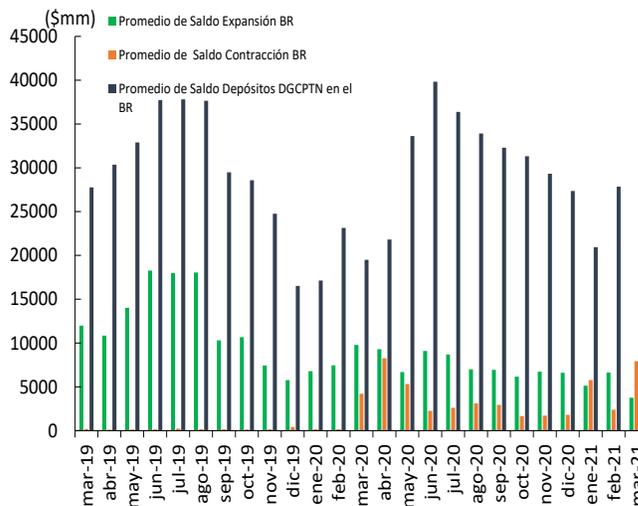
observado durante el 4T20 (COP 29.333 mm) (Gráfico 37), lo cual estuvo asociado principalmente a las transferencias y pagos que hizo el gobierno durante el trimestre debido al pago de cupones y vencimientos de títulos de deuda pública.

6.3 Mercado de deuda pública

6.3.1. Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región

Durante el 1T21, la curva de EE.UU. presentó un empinamiento importante como consecuencia de las desvalorizaciones observadas en los *Treasuries* de los tramos medio y largo de la curva. Este comportamiento se dio en un entorno de expectativas de una recuperación económica más rápida en EE.UU, la cual vendría acompañada de presiones inflacionarias, producto de los avances en el plan de vacunación y la aprobación del paquete de estímulo fiscal por USD 1,9 billones propuesto por el Gobierno Biden. Por el contrario, el tramo corto se mantuvo estable ante la continuación

Gráfico 37: Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021

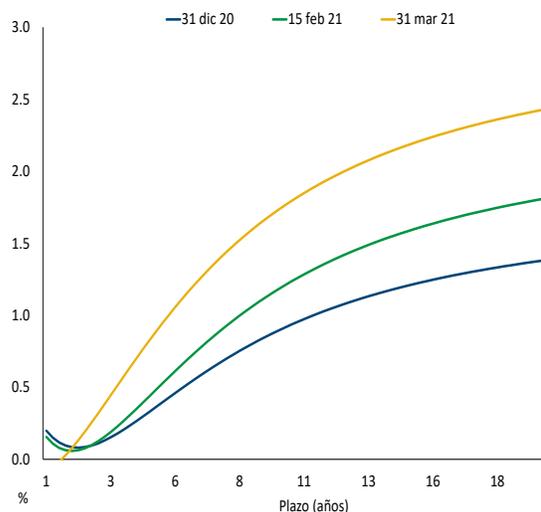


Fuente: Banrep.

Nota: Información al 31 de marzo de 2021. El saldo de disponibilidades de la DTN en el BR incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

de las expectativas de que no haya aumentos del rango de los fondos federales en el corto plazo (Gráfico 38).

Gráfico 38: Curva cero cupón de EE.UU.

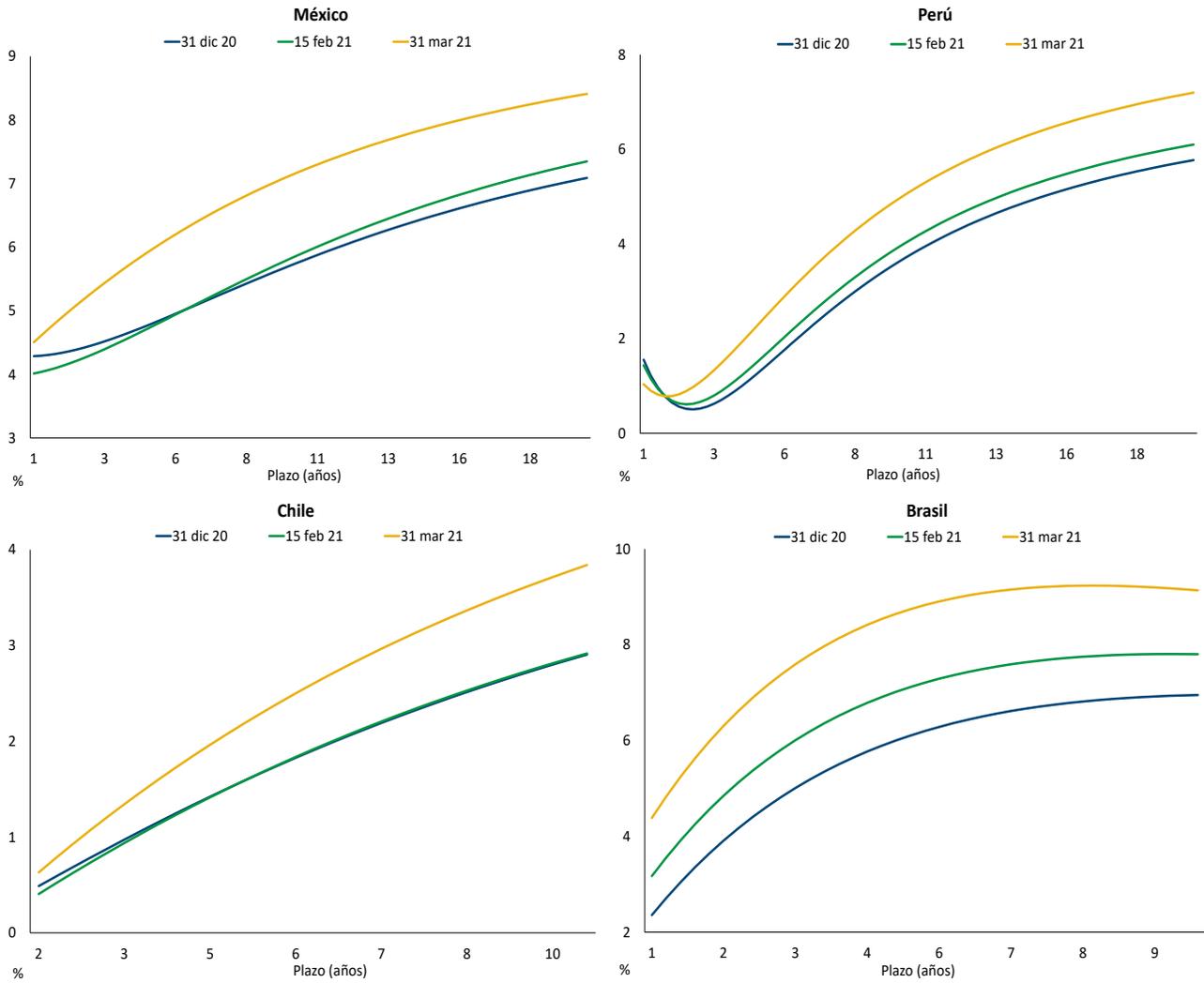


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Con respecto a las curvas de los países de la región, en el 1T21 la mayoría presentó un empinamiento im-

portante, en línea con el comportamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU. Por el contrario, la curva de Brasil se aplanó ante las mayores desvalorizaciones de los títulos del tramo corto frente a los de los demás tramos. Lo anterior como consecuencia del aumento de la tasa de política por parte del BCB por encima de lo esperado por el mercado, y la expectativa de que continúe incrementando la tasa durante sus próximas reuniones. Por su parte, las tasas de largo plazo de Brasil han presentado un peor desempeño frente a sus pares de la región como consecuencia de la incertidumbre política y fiscal que ha afectado el desempeño de los activos brasileños durante los últimos meses. Por último, se destaca que las desvalorizaciones de los títulos de corto plazo de los países de la región se ha dado en un contexto de retiro gradual del estímulo monetario por parte de los bancos centrales de Brasil, Rusia y Turquía, lo cual ha generado expectativas de que más bancos centrales de economías emergentes tomen decisiones similares durante los próximos meses (*Gráfico 39*).

Gráfico 39: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

Entre el 31 de diciembre del 2020 y el 31 de marzo del 2021 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de COP 348,0 billones (b) a COP 354,3 b. En el trimestre se emitieron COP 12,3 b⁴⁴ de TES de largo plazo de los COP 39,7 b aprobados para 2021⁴⁵. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado para 2021 es COP 26 b⁴⁶ y al 31 de marzo se habían expedido COP 3,6 b y cancelado COP 2,8 b.

A continuación se describen los principales eventos que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

Durante el trimestre se publicaron los datos de inflación de diciembre del 2020, enero y febrero del 2021, los cuales en el primer y último caso se ubicaron por encima de las expectativas del mercado, al tiempo que el dato para enero (publicado el 5 de febrero) estuvo en línea con la encuesta del Banrep y por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg*⁴⁷.

El 30 de diciembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) expidió la Resolución No. 2684

⁴⁴Valores nominales. COP 8,4 b de TES en pesos y COP 3,9 b de TES UVR.

⁴⁵Cupo autorizado para TES largo plazo, Decreto 1769 de diciembre 24 del 2020.

⁴⁶Ídem.

⁴⁷El Dane publicó el 5 de enero la variación del índice de precios al consumidor de diciembre, el cual se ubicó en 0,38 % mes a mes, por encima del dato de la encuesta del Banrep (0,19 %) y de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,19 %), al tiempo que la variación anual fue de 1,61 % (esp: 1,45 %). Luego, el 5 de febrero se dió a conocer la variación del índice de precios al consumidor de enero, que se ubicó en 0,41 % mes a mes, en línea con las expectativas según la encuesta del Banrep (0,41 %) pero por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,46 %); su variación anual fue de 1,60 % (esp: 1,65 %). Por último, el Dane publicó el 5 de marzo la variación del índice de precios al consumidor de febrero, el cual se ubicó en 0,64 % mes a mes, superior a lo esperado según la encuesta del Banrep (0,50 %) y de *Bloomberg* (0,51 %). La variación anual fue de 1,56 % (esp: 1,44 %).

de 2020, en la cual designó los Creadores de Mercado del Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública para la vigencia 2021. Así, se anunció que el programa contaría con la participación de 14 entidades⁴⁸ dentro de las cuales se destacó la inclusión de un nuevo Creador de Mercado: el Banco Santander de Negocios de Colombia S.A, siendo esta la primera ampliación del esquema desde 2016. El MHCP destacó que la llegada de la nueva entidad confirmaba la solidez y el atractivo del mercado de deuda pública colombiano.

El 14 de enero el MHCP subastó exitosamente \$1,05 billones de una nueva referencia de TES denominados en pesos colombianos con vencimiento en 2036, constituyéndose como referencia en el nodo de 15 años de la curva de rendimientos. De esta operación, el MHCP destacó que *la colocación atrajo alta demanda de inversionistas locales y extranjeros. Se recibieron ofertas de compra por \$2,57 billones, 3,7 veces el monto convocado inicialmente. La sólida demanda permitió activar cláusulas de sobre adjudicación del 50%, equivalente a \$350 mil millones adicionales al monto inicialmente subastado de \$700 mil millones.*

El 4 de marzo el MHCP presentó el cierre fiscal preliminar de 2020 y la actualización del Plan Financiero 2021. En particular, los ajustes reflejaron los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre las finanzas públicas y la respuesta de política que ha tenido el Gobierno para mitigar sus efectos. Los analistas del mercado destacaron lo siguiente:

- El MHCP anticipa mayor recaudo tributario neto para 2021 en línea con la recuperación económica, de \$147,2 billones (2020: \$130,5 billones).

⁴⁸Para esta nueva vigencia, el programa contará con la participación de 14 entidades las cuales cumplieron con los requisitos establecidos en la Resolución 5112 del 21 de diciembre de 2018: Bancolombia S.A, BBVA Colombia, Scotiabank, Citibank, JP Morgan Corporación Financiera S.A, Credicorp Capital Colombia S.A, Banco Davivienda S.A, Banco de Bogotá, Corporación Financiera Colombiana S.A, Banco Agrario de Colombia S.A, Banco GNB Sudameris S.A, BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa, Itaú Corpbanca Colombia S.A. y Banco Santander de Negocios de Colombia S.A.

- El déficit a financiar para 2021 será de \$94,6 billones en usos, lo que equivale a 8,6% del PIB, reflejando una extensión de los programas de gasto para hacer frente a la pandemia y un incremento en la inversión pública para impulsar la recuperación de la economía; mientras que en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de junio se consideraban \$57,7 billones. Para 2020, el déficit se ubicó en 7,8% del PIB.
- Por el lado de las fuentes para 2021, los desembolsos totalizarán \$90,5 billones, de los cuales 38,8% serán externos y 61,2% internos. Se anticipan subastas y sindicaciones por \$40 billones (frente a \$32 billones del MFMP de junio) y TES verdes por \$2 billones. Para 2021, contrario a 2020, la estrategia de endeudamiento privilegiará las emisiones externas sobre la deuda con multilaterales.
- El Gobierno tiene como objetivo disminuir la deuda del GNC como porcentaje del PIB de 65,4% en 2021 a 59,2% en 2031 (2019: 50,3%).
- Las amortizaciones de deuda para 2021 se redujeron \$10,5 billones frente a lo proyectado en el MFMP vigente, como respuesta a las operaciones de manejo de deuda realizadas hasta ese momento.

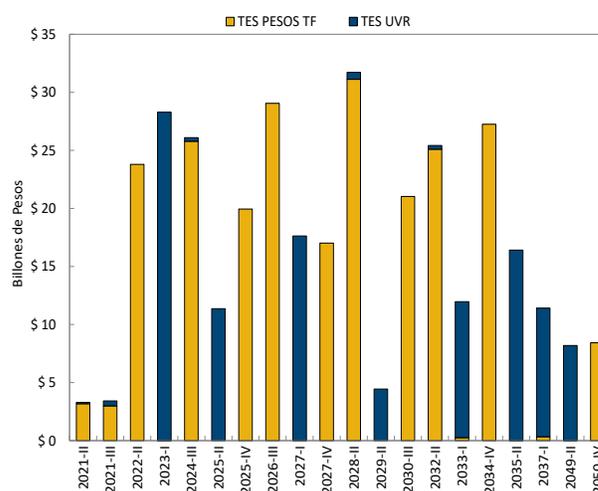
El 16 de marzo el MHCP anunció que había completado satisfactoriamente la primera operación de manejo de deuda pública interna del 2021, consistente en el intercambio de bonos en su portafolio por \$4,3 billones. En la operación se sustituyeron Títulos TES con vencimiento en 2022, por Títulos TES en pesos y TES UVR con maduración entre 2029 y 2037.

Por último, el 9 de abril el Banco de la República informó que en marzo del 2021 había efectuado ventas definitivas de TES B en el mercado por \$3.192,8 mm (valor a precios de mercado). Además, señaló que el 31 de marzo le entregó al MHCP TES de su portafolio monetario por \$3.506,2 mm (valor a precios de mercado), como parte del pago de las utilidades a distribuir

del año 2020, en atención a la solicitud realizada por dicha entidad.

En el 1T21 se presentaron vencimientos de TES en UVR por cerca de \$7,9 billones (específicamente en marzo) y, con datos al 31 de marzo, se proyectan vencimientos de TES para 2021 por \$17,3 billones, correspondientes al 4,88% del saldo en circulación. En el período analizado hubo un pago de cupón por \$278 mm del TES en UVR que venció el 10 de marzo de 2021. En el *Gráfico 40* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 40: Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banrep.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre del trimestre con las del cierre del trimestre anterior, estas presentaron variaciones de 80 pb, 144 pb y 169 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente⁴⁹ (*Gráficos 41 y 42*). Por su parte, las de los TES UVR presentaron variaciones de 41 pb, 92 pb y 91 pb para estos mismos plazos (*Gráfico 43*).

Las desvalorizaciones de la deuda pública local durante el trimestre estuvieron en línea con lo observado

⁴⁹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

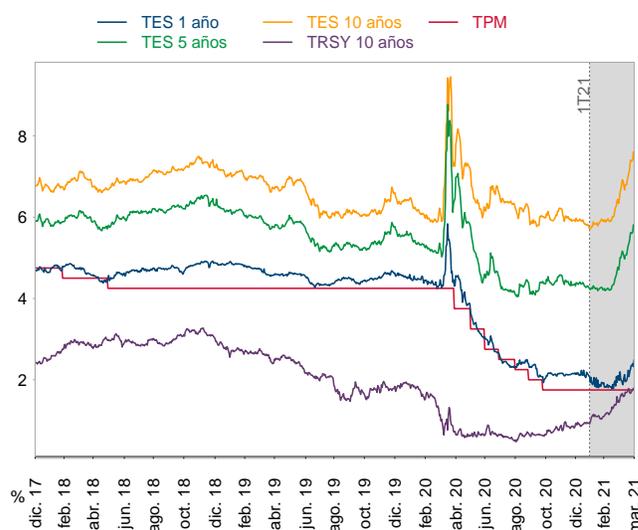
en los títulos de los demás países de la región, reflejando el empinamiento de la curva de *Treasuries* en EE.UU. Adicional a lo anterior, estas desvalorizaciones también pudieron incorporar: *i*) la publicación del Plan Financiero 2021, que se sumó a la incertidumbre fiscal y sobre el futuro de la calificación crediticia del país, que afectó el desempeño de los TES durante el trimestre; *ii*) la incertidumbre frente a la velocidad del plan de vacunación en comparación con otros países de la región⁵⁰; y *iii*) las ventas de inversionistas extranjeros de TES pesos, particularmente durante el mes de febrero.

Las menores desvalorizaciones de los TES pesos y TES UVR en el tramo corto se explicaron, en el caso de los TES Pesos, por la demanda de entidades públicas por los títulos con vencimiento en mayo del 2022 previa a la operación de manejo de deuda, y en el caso de los TES UVR por los datos de inflación para diciembre y febrero (publicados en enero y marzo, respectivamente) por encima de lo esperado por los analistas del mercado. Además, las menores desvalorizaciones de la curva UVR se explicaron por el repunte importante de estos títulos en el transcurso del mes de enero ante las estrategias estacionales que buscaban anticiparse al crecimiento de la inflación en los primeros meses del año.

En línea con lo anterior, la inflación implícita (*Break-Even Inflation*) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR tuvieron variaciones de 38 p.b, 52 pb y 78 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 31 de marzo el BEI se ubicó en 2,71%, 3,77% y 4,43% para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior reflejó las mayores desvalorizaciones (y el mayor empinamiento) de los títulos de deuda pública denominados en pesos frente a las de los TES en UVR. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de diciembre de 2020 contra las tasas promedio de marzo de 2021, se obser-

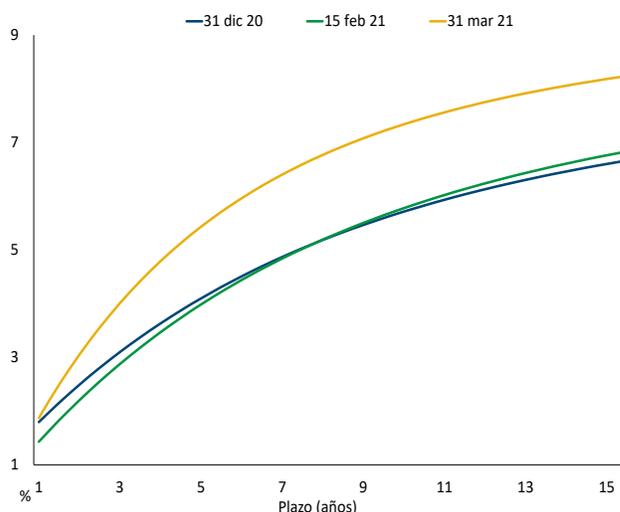
van variaciones del BEI de 23 p.b, 45 pb y 51 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 41: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 42: Curva spot en pesos, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Tal como se indicó, en el 1T21 se observó una oferta importante de TES por parte de los inversionistas extranjeros en deuda pública en el mercado de contado,

⁵⁰ Al 24 de marzo, el 2,5% de la población colombiana había recibido al menos una dosis de alguna vacuna contra el Covid-19. En Chile, esta cifra se ubicaba para la misma fecha en 48%, seguido por Brasil y Argentina con 7,3%, México con 4,7% y Perú con 2,2%.

de tal manera que registraron ventas netas de TES pesos por COP 2.113 mm (principalmente durante el mes de febrero)⁵¹ y compras netas de TES UVR por COP 417 mm. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes redujeron su posición compradora a través de contratos *Non Delivery Forward (NDF)*⁵² en TES pesos en COP 763 mm, mientras que la aumentaron para TES UVR en COP 1.501 mm.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 1T21 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 36,1% a 33,9%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,7% a 2,1% (Gráficos 44 y 45). Sobre el saldo total de TES, su participación pasó de 25,1% a 24,0%.

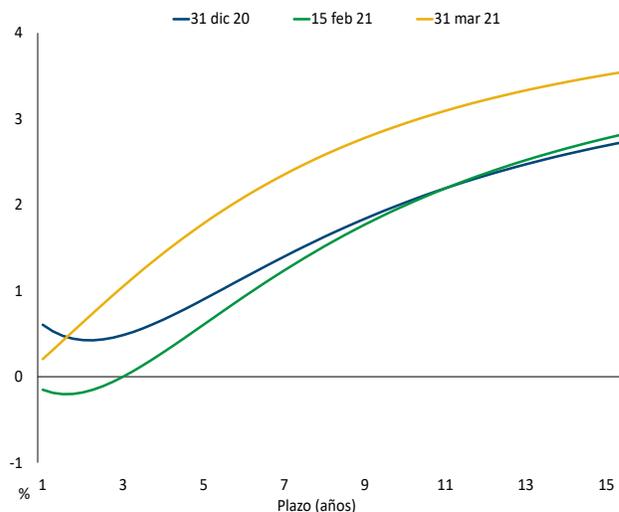
Durante el 1T21 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T20. El promedio diario de negociación fue \$3,7 b⁵³, superior a lo observado en el trimestre anterior (\$2,8 b) pero inferior a la cifra del mismo periodo del año 2020 (\$4 b) (Gráficos 46 y 47). Los títulos más tranzados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 14% a 16% entre el 4T20 y el 1T21, seguidos de los que vencen

⁵¹En enero del 2021 estos inversionistas vendieron TES pesos por COP 291 mm, al tiempo que en los meses de febrero y marzo del 2021 vendieron en neto TES pesos por COP 2.322 mm y COP 82 mm, respectivamente.

⁵²Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los *forward* con liquidación *Non Delivery (NDF)*, la liquidación se realiza por compensación, es decir, que a su vencimiento se compara el precio (o tasa) del mercado contra el precio (o tasa) pactado. En caso de que el primero sea más grande, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el nominal o viceversa. Este instrumento les permite a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo.

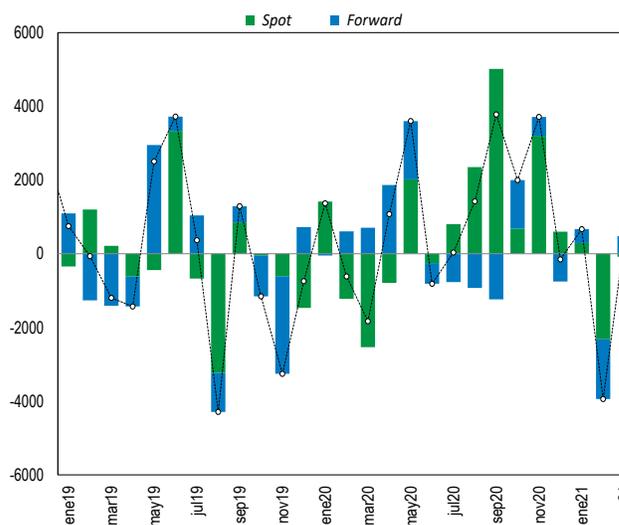
⁵³Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banco de la República) y MEC (Mercado Electrónico Colombiano, para títulos de renta fija en general, acciones, derivados y divisas, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia).

Gráfico 43: Curva *spot* en UVR, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

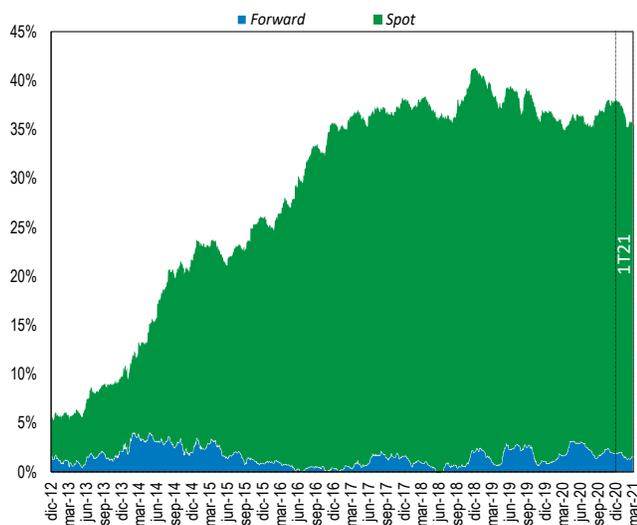
Gráfico 44: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. Miles de millones de pesos.

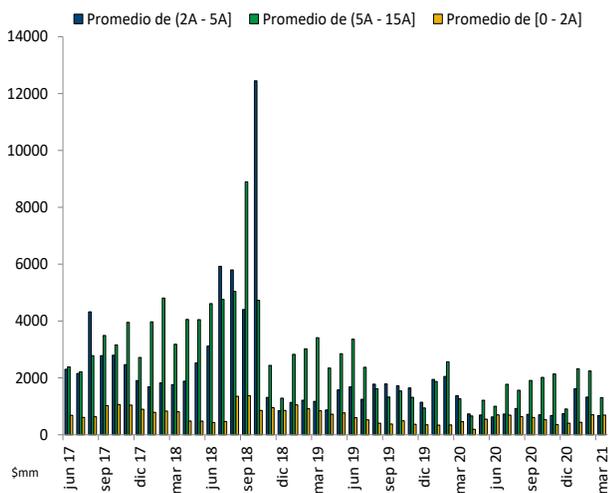
en mayo del 2022, cuya participación pasó de 11,4% a 10,9%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 46).

Gráfico 45: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep.

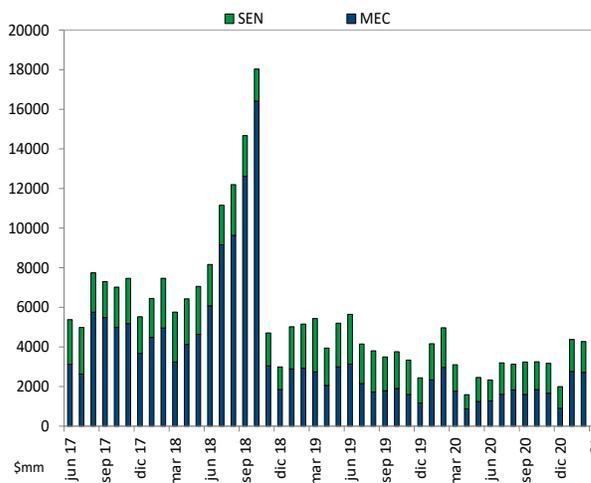
Gráfico 46: Monto promedio negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros sobre títulos TES aumentó al pasar de 33.544 contratos en el 4T20 a 36.126 contratos en el 1T21 (cada uno por COP 250 m) que equivalen a COP 9.032

Gráfico 47: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. Billones de pesos.

mm.

6.4 Deuda pública externa de Colombia y los países de la región

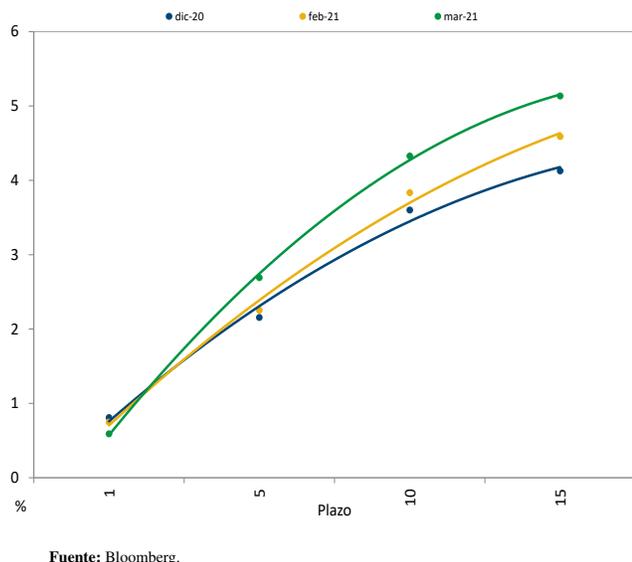
En línea con el comportamiento de la deuda pública interna de los países de la región, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares registraron desvalorizaciones durante el 1T21, principalmente desde mediados de febrero en línea con el comportamiento de los *Treasuries* (Gráficos 51, 52, 48, 49 y 50).

Por su parte, cabe destacar que el 13 de enero Colombia lanzó una operación en el mercado internacional de capitales, consistente en la emisión de una nueva referencia a 40 años por un monto de US\$1.300 millones con vencimiento en el año 2061, y la reapertura del Bono Global 2031 por US\$1.540 millones dentro de un esquema de manejo de deuda. De la operación se destacó que: *i*) la nueva referencia era el título de mayor plazo en dólares (40 años) y con la tasa cupón más baja en la historia en la parte larga de la curva

(3,875 %); y *ii*) se sustituyeron US\$1.228 millones de bonos en la parte corta de la curva en dólares (con vencimiento en 2021, 2024 y 2027) con una tasa cupón promedio ponderado de 4,01 %, por títulos con vencimiento en 2031 con una tasa cupón de 3,125 %. El MHCP indicó que con esta operación de manejo de deuda la vida media del portafolio de bonos de deuda externa se extendió de 13,55 años a 13,67 años, al tiempo que el cupón promedio disminuyó de 5,02 % a 4,99 %.

Posteriormente, el 16 de febrero, el MHCP notificó que redimiría anticipadamente la totalidad de sus bonos globales con vencimiento en julio de 2021, de los cuales el monto total en circulación ascendía a aproximadamente US\$1.294 millones. Se indicó que esta operación se realizaría en marzo del 2021 con los recursos de moneda extranjera disponibles tras la operación de financiación en el mercado internacional realizada en enero.

Gráfico 48: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



Para el caso de Colombia, en el Gráfico 53 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (coloca-

Gráfico 49: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú

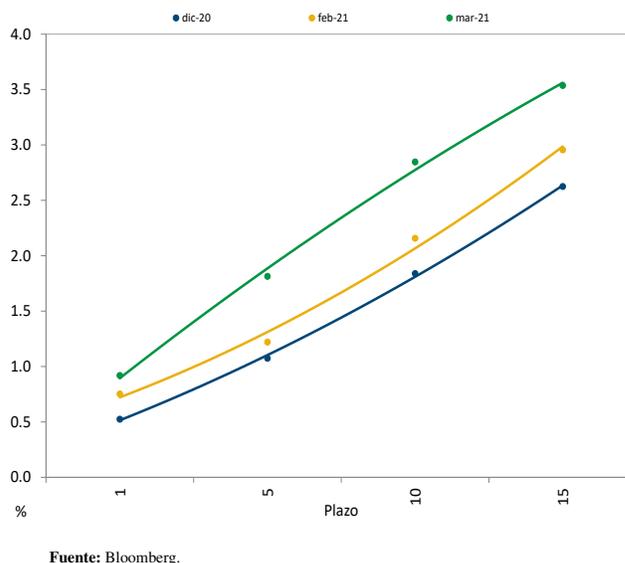
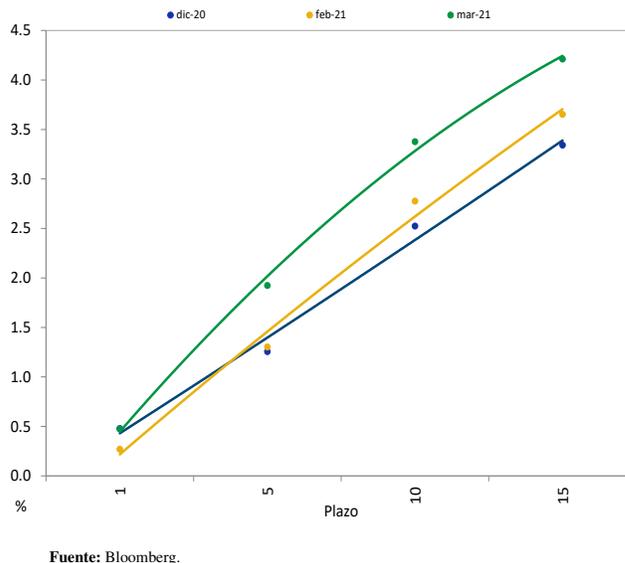
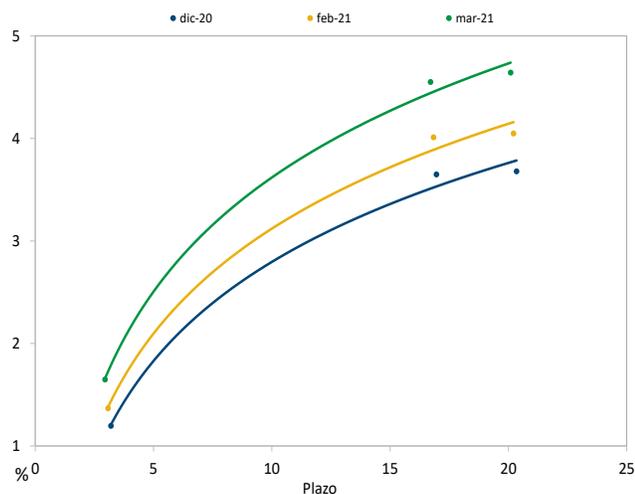


Gráfico 50: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



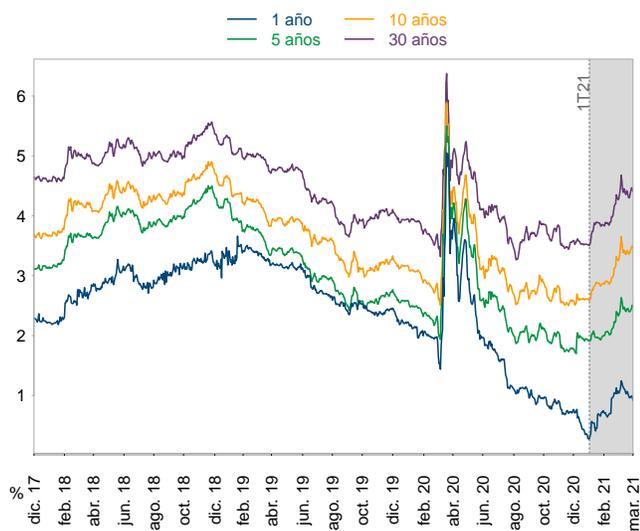
dos en los mercados internacionales), y se observa que en el 1T20 estos *spreads* presentaron variaciones de -36 pb, 88 pb y 83 pb para los títulos que vencen a 1,

Gráfico 51: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 52: Rendimientos deuda externa en USD Colombia

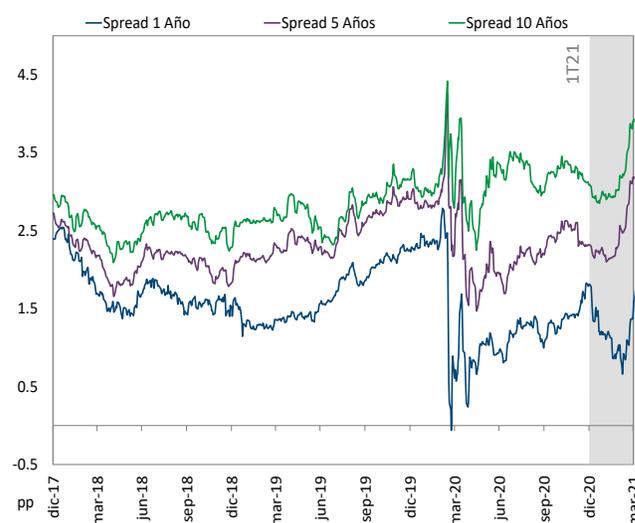


Fuente: Bloomberg.

5 y 10 años, respectivamente. El comportamiento del *spread* a 1 año reflejó desvalorizaciones más pronunciadas de los bonos externos frente a las de los locales,

mientras que el del *spread* de los títulos de mediano y largo plazo se explicó por las mayores desvalorizaciones de los bonos locales frente a los títulos externos. En general, las menores desvalorizaciones de los títulos de deuda externa se pudieron explicar por la cobertura que ofrecen estos títulos al riesgo de tasa de cambio, y que no tienen los TES locales.

Gráfico 53: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banrep.

Así mismo, en el Gráfico 54 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes también aumentaron, registrando variaciones de 86 p.b, 111 pb y 47 pb para los títulos que vencen en 2021, 2023 y 2027, reflejando las mayores desvalorizaciones de los bonos locales. En este caso, las menores variaciones de los bonos externos denominados en moneda local frente a la deuda interna, se explicaron por su baja liquidez que, en general, se refleja en cotizaciones relativamente estables de estas referencias a lo largo del tiempo.

Gráfico 54: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banrep.

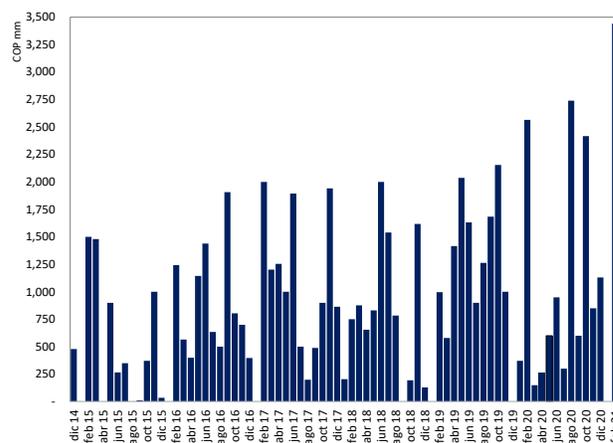
7 Mercado de deuda privada

En el 1T21 las colocaciones en el mercado de deuda privada se ubicaron por debajo de las presentadas el trimestre anterior con un total adjudicado de COP 3,4 b (4T20: COP 4,4 b). Dichas colocaciones se dieron en el mes de febrero y alcanzaron un máximo de colocaciones mensuales, desde que se tiene información (2006) (Gráfico 55).

Las colocaciones del trimestre fueron principalmente realizadas por empresas del sector financiero (58,1%), seguidas por el sector público (27.8%) y el sector no financiero (14.1%) (Gráfico 56). Este comportamiento es distinto al presentado los trimestres anteriores, en los cuales el sector no financiero lideró las emisiones (Cuadro 9).

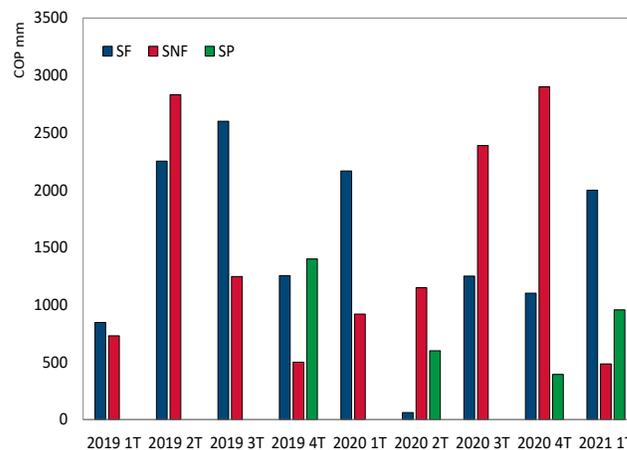
Por otra parte, se observó que las empresas en el trimestre estuvieron emitiendo principalmente a tasas indexadas a la inflación (IPC: 58% y UVR: 25%), seguidas por las colocaciones a tasa fija (17,1%) (Gráfico 57).

Gráfico 55: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

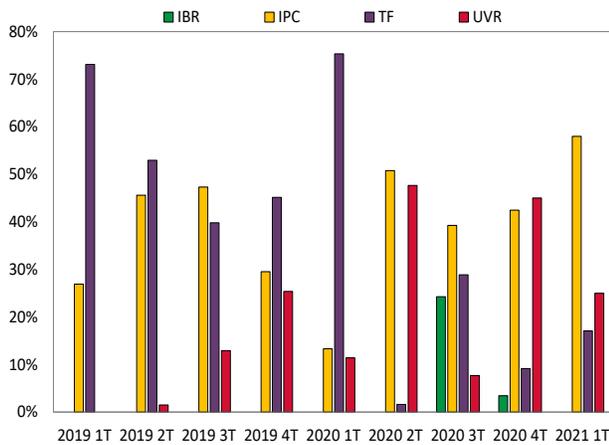
Gráfico 56: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

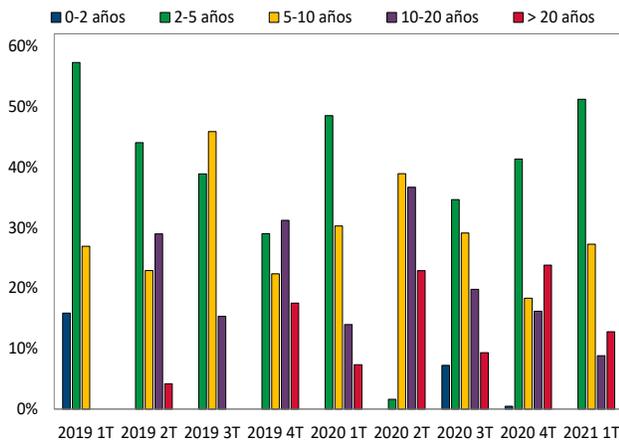
Las colocaciones se realizaron principalmente a un plazo de 2 a 5 años (51,2%), seguidas por el plazo de 5 a 10 años (27,2%), el de >20 años 12,8% y el de 10 a 20 años (8,8%) (Gráfico 58). Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas se ubicó en niveles similares al del trimestre anterior y se ubicó en 1.5 (ant:

Gráfico 57: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 58: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 9: Emisiones deuda privada 1T21

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda S.A.	699	2 a 10	IPC, TF, UVR
Banco de Bogotá S.A.	600	2 a 5	IPC, TF
BANCO W S.A.	160	2 a 5	IPC
Bogotá Distrito Capital	957	2 a >20	IPC, UVR
Titularizadora Colombiana S.A.	40	2 a 5	TF
UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	486	5 a 20	IPC, TF
Banco Comercial AV Villas S.A.	500	2 a 5	IPC

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. *miles de millones de pesos, **años

1.6). La demanda total por colocaciones fue de COP 5,3 billones.

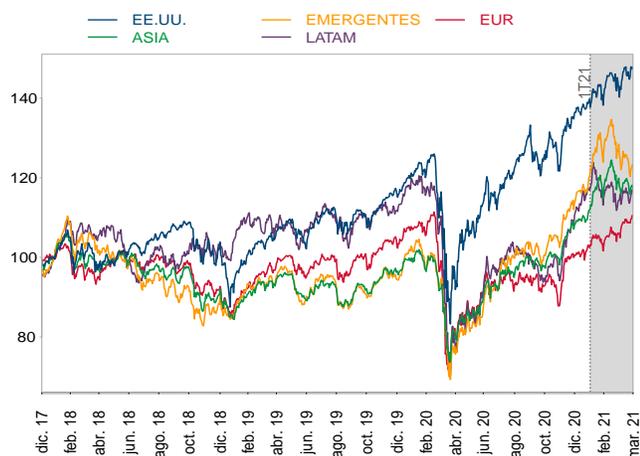
8 Mercado accionario

En el 1T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría valorizaciones, especialmente en economías desarrolladas, continuando con el impulso observado en los trimestres anteriores. A nivel regional, el mercado bursátil europeo presentó el mejor comportamiento con una valorización de 7,7%, seguido por el mercado estadounidense (5,4%) y el mercado asiático (5%), mientras que el mercado Latinoamericano cayó un 0,3%⁵⁴ (Gráfico 59).

Los principales índices accionarios de EE.UU presentaron un comportamiento volátil en enero debido a que el optimismo proveniente de las expectativas de un

⁵⁴Al 31 de marzo de 2021, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio durante el 1T21 de los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* los cuales registraron valorizaciones de 5,8%, 7,8% y 2,8% respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 31 de marzo de 2021, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

Gráfico 59: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de junio de 2017

mayor estímulo fiscal en el país y la publicación de resultados corporativos positivos⁵⁵ se vio contrarrestado por: *i*) el reporte de *Johnson & Johnson* sobre una menor efectividad de su vacuna, en comparación a sus competidoras, lo que generó caídas en la acción y *ii*) el aumento en la volatilidad del mercado⁵⁶ luego de que algunos inversionistas individuales llevaran acciones como *Gamestop*, *AMC*, entre otras, a precios extremos⁵⁷, haciendo que los inversionistas que habían realizado ventas en corto sobre estas acciones tuvieran que cerrar sus posiciones para poder respaldar las pérdidas.

En febrero y marzo el mercado bursátil de EE. UU se valorizó y los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *NASDAQ*

⁵⁵Se destaca que en el mes de enero las siguientes entidades presentaron Utilidades Por Acción (UPA) que se ubicaron por encima de lo esperado por los analistas: *JPMorgan Chase* (USD 3,79), *Citigroup* (USD 2,08), *Goldman Sachs* (USD 12,08). Adicionalmente, *Netflix* superó las expectativas en términos de ingresos y nuevos suscriptores, aunque estuvo por debajo de lo esperado en términos de UPA.

⁵⁶El 27 de enero de 2021 el índice *Vix* alcanzó un nivel de 37,21, el más alto del trimestre y máximo desde octubre de 2020

⁵⁷La acción de *Gamestop* presentó una variación de 1625 % en enero y alcanzó un nivel máximo de USD 347,51 el 27 de enero. Por otra parte, la acción de *AMC* se valorizó un 525,5 % en enero y alcanzó un máximo el 27 de enero de USD 19,9.

alcanzaron nuevos máximos históricos⁵⁸. Las valorizaciones estuvieron soportadas por la valorizaciones de sectores que se vieron afectados el año pasado por la pandemia y se beneficiarían de una sólida recuperación económica⁵⁹ y por los factores internacionales mencionados en la sección 3 de este documento. Sin embargo, parte de las ganancias se vieron contenidas porque el incremento en las tasas de los *treasuries*, ha generado también preocupaciones de una posible sobrevaloración de las acciones del sector tecnológico.

De manera similar, el mercado bursátil europeo presentó una caída de 0.8 % durante el mes de enero en un entorno de incertidumbre ante las mayores restricciones de movilidad en la región, preocupaciones sobre la distribución de las vacunas y el recorte del pronóstico de crecimiento para 2021 por parte del gobierno de Alemania. Sin embargo, las pérdidas se vieron contenidas parcialmente por la aprobación de la vacuna de Moderna, el optimismo generado respecto a la efectividad de las vacunas de *Pfizer* y *BioNTech* contra las nuevas cepas del COVID-19 y la publicación de algunos resultados corporativos positivos⁶⁰.

Posteriormente, durante febrero y marzo el mercado bursátil europeo presentó valorizaciones y cerró cerca de su máximo histórico. Las valorizaciones estuvieron sustentadas, además de los factores internacionales mencionados, por el mejor desempeño de los sectores que tuvieron un comportamiento rezagado el año pasado como el financiero y el de viajes y ocio⁶¹,

⁵⁸El 12 de febrero el índice *NASDAQ* alcanzó un nivel máximo de 14.095,47. El 26 de marzo el índice *S&P 500* alcanzó un nivel máximo de 3.974,54 y el 29 de marzo el índice *Dow Jones* alcanzó un máximo de 33.171,37.

⁵⁹Entre febrero y marzo los subíndices de aerolíneas, de exploración de petróleo y gas y de hoteles del *S&P 500* se ubicaron dentro de los 5 subíndices de mejor comportamiento, mientras que el año pasado habían presentado caídas de más del 25%. Por otra parte, el subíndice de Bancos del *NASDAQ* fue el de mejor comportamiento entre enero y febrero, mientras que el año pasado cayó 10,6%.

⁶⁰*ASML Holding* reportó utilidades por encima de lo esperado por analistas (UPA de USD 3.23). Por su parte, *UBS* reportó el 26 de enero ingresos por USD 1,7 mm para el 4T20, lo cual representa un aumento del 137%. *Philips* reportó un aumento en sus utilidades del 4T20 de 7%

⁶¹Entre febrero y marzo los subíndices de viajes y ocio y de

la publicación de resultados corporativos positivos⁶² y mejores pronósticos de algunas empresas para el año⁶³.

Por otra parte, el comportamiento negativo del índice agregado latinoamericano en el 1T21 se dio en un contexto internacional menos favorable para activos riesgosos y estuvo influenciado por el bajo desempeño de los mercados de Colombia y Brasil que cayeron 8,4% y 2%, respectivamente. Por otra parte, los mercados bursátiles de Chile, México y Perú presentaron valorizaciones de 17.3%, 7.2% y 2.6%, respectivamente (Gráfico 60).

Gráfico 60: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de junio de 2017

Al analizar el comportamiento sectorial de los índices accionarios de la región analizados, se observa que en la mayoría de países las acciones pertenecientes a los sectores de energía y materiales tuvieron un comportamiento positivo, en un contexto de aumento de los

bancos se ubicaron dentro de los de mejor comportamiento del *Stoxx 600*, con valorizaciones de 23,6% y 22,4%, respectivamente, mientras que en el 2020 el subíndice de Bancos cayó un 24,5% y el de viajes y ocio cayó un 15,5%

⁶²En el periodo, se destaca la publicación de resultados positivos de empresas como Carrefour (aumento de sus ingresos netos de 17,9% a/a), Sanofi, SIEMENS, Volvo, Volkswagen, BMW y Adidas

⁶³Las siguientes empresas mejoraron los mejoró sus pronósticos de ventas para el año y ASML, Adidas, Volkswagen, SIEMENS

precios de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre (Gráfico 10).

El comportamiento positivo del índice *IPSA* de Chile se ha visto beneficiado por el comportamiento de los sectores financiero, energía y materiales, que en conjunto ponderan más del 55% del índice. Adicionalmente, el mercado se ha visto favorecido por el avance del proceso de vacunación y el aumento de los precios del cobre a máximos históricos (Cuadro 10).

De manera similar, las valorizaciones de los índices *S&P BMV IPC* de México y *S&P BVL* de Perú estuvieron explicadas por el buen desempeño del sector de materiales, que pondera un poco más del 20% en México y cerca del 40% en Perú (Cuadro 10).

Por otra parte, las desvalorizaciones del índice *Ibovespa* de Brasil se explican por la caída de las acciones de los sectores financiero y consumo discrecional, los cuales presentaron el peor comportamiento promedio en la región y tienen una participación cercana al 35% dentro del índice (Cuadro 10).

Finalmente, el índice *Colcap* tuvo el peor comportamiento en la región y continúa presentando un rezago importante frente a los países analizados. Esto estuvo explicado principalmente por caída de las acciones pertenecientes al sector financiero, dado que tiene la más alta ponderación dentro del índice y en menor medida por la caída de aquellas pertenecientes a los sectores de servicios públicos y materiales. Cabe destacar que el sector financiero ha sido uno de los más afectados por la pandemia y en 2020 los bancos tuvieron una caída en las utilidades del 62%⁶⁴ (Cuadro 10).

En línea con lo anterior en el 1T21 las acciones que tuvieron el peor desempeño fueron Davivienda (18%), Bancolombia (17,8%) y PF-Bancolombia (16,9%), mientras que las de mejor desempeño fueron Mineros (6,3%), Ecopetrol (5,4%) y Banco de Bogota (3,2%). Por otra parte, el monto promedio diario negociado en

⁶⁴En 2020 las utilidades de los bancos fueron las siguientes: *i*) bancos nacionales (\$4,10 b), *ii*) bancos extranjeros (-\$0,12 b) y *iii*) bancos de sector público de primer piso (\$0,18 b).

este mercado durante el 1T21 fue superior al observado el 4T20 (1T21: \$105.5 mm vs 4T20: \$93.7 mm).

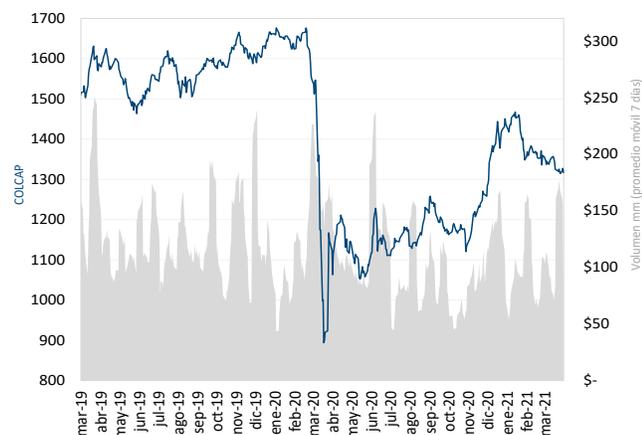
Cuadro 10: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (1T21)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-9.2	1.7	2.6		1.8
Consumo discrecional	-13.1	9.7	21.1		-9.9
Consumo básico	21.6	3.0	11.4	13.7	-2.5
Energía	1.9		23.4	87.0	2.8
Financiero	-11.9	-0.1	25.3	4.6	-7.7
Salud	-4.4	9.4			
Industrial	-0.1	-6.4	35.3	15.5	
Tecnología de la información	-3.1		5.9		
Materiales	20.9	16.3	19.6	20.5	-8.9
Industria inmobiliaria	-1.0	10.4	29.2		
Servicios públicos	-2.3	1.7	1.1	17.2	-5.9

Fuente: Bloomberg.

Los sectores corresponden a la clasificación GICS y el comportamiento de cada uno está calculado como la variación promedio de las acciones que constituyen cada sector, los valores están en porcentaje.

Gráfico 61: COLCAP y volumen transado diario



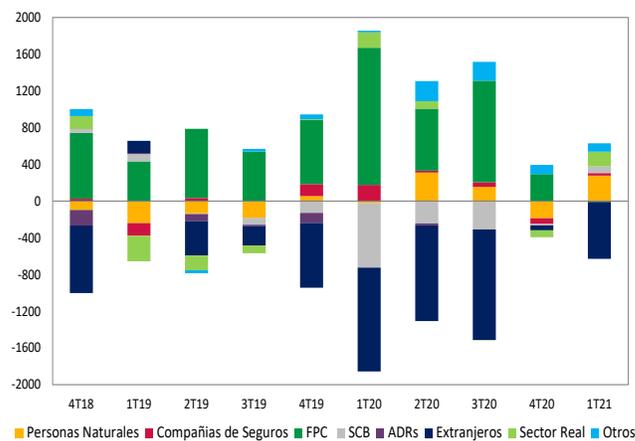
Fuente: Bloomberg.

Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el trimestre los inversionistas extranjeros volvieron a aumentar su volumen de salidas y se ubicaron como los mayores vendedores del periodo (\$619.4 mm). Por otra parte, los fondos de pensiones presentaron un comportamiento divergente al de trimestres anteriores, al dejar de ser los mayores compradores y tener una posición vendedora neta de \$9.7 mm. Finalmente, los mayores compradores netos de acciones fueron las

personas naturales por un monto de \$276,5 mm y el sector real por un monto de \$160,6 mm (Gráfico 62).

En línea con lo anterior, de acuerdo con cálculos realizados por el BR⁶⁵, el porcentaje del saldo de las inversiones de extranjeros en el mercado de renta variable disminuyó al pasar de 11,65 % en diciembre de 2020 a 11,38 % en febrero de 2021.

Gráfico 62: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de m de pesos

Al analizar la volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos⁶⁶ disminuyó en el trimestre y en promedio se ubicó por debajo del dato observado el trimestre anterior para la mayoría de países. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (IBOVESPA: 1,61 %), seguida por Chile (S&P/CLX IPSA: 1,3 %), México (S&P/BMV IPC: 1,2 %), Perú (S&P/BVL: 1,08 %) y Colombia (COLCAP: 1,02 %) (Gráfico 63).

Por otra parte, si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁶⁷ como porcentaje del PIB⁶⁸ se observa que, en línea

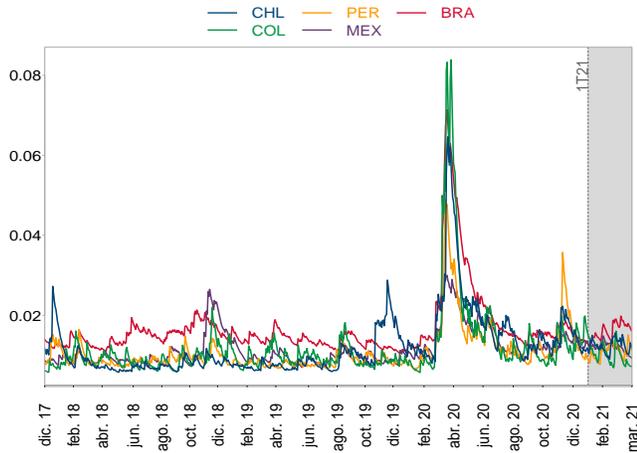
⁶⁵Con la información que se recibe a través del formato de inversión extranjera de portafolio (IPEXT).

⁶⁶Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁶⁷Ajustada por flotante disponible.

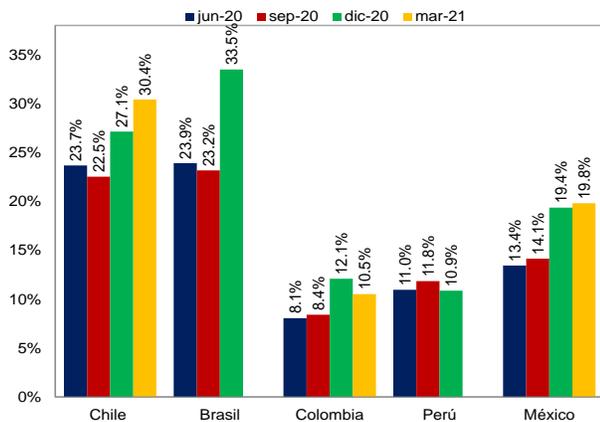
⁶⁸Estimado y/o calculado a partir de los datos del World Economic

Gráfico 63: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 64: Capitalización bursátil ajustada/PIB*



Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: Banrep

*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2019.
**Para marzo de 2021 no hay información disponible para Brasil y Perú

con el comportamiento de los mercados descrito anteriormente, el indicador aumentó en el trimestre para México y Chile, mientras que disminuyó para Colombia. En marzo el dato más alto fue el de Chile (30,4%), seguido por México (19,8%) y Colombia (10,5%) (Gráfico 64).

Outlook de Abril de 2021 para el año 2019 y que publica el Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, se negociaron 21.734 contratos de Mini Futuro COLCAP⁶⁹ durante el 1T21 (en el 4T20 se habían negociado 17.122 contratos).

⁶⁹El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del COLCAP.

Recuadro 1: evaluación de la información que el Banco de la República exige reportar de las operaciones con derivados a la luz de los *trade repositories*.

Juan Sebastián Lemus Esquivel¹

Este recuadro discute la noción de trade repository (TR) y el rol del Banco de la República como recolector y repositorio de las estadísticas de las operaciones con derivados cambiarios, y qué tan cercano se encuentra frente a la experiencia internacional, para así dilucidar fortalezas y debilidades. En primer lugar se define qué es un TR, luego se identifica en cuáles jurisdicciones es usual encontrar esta figura de mercado, y posteriormente se describe su regulación en materia de la información que reciben y almacenan. A continuación, dado que, a nivel global, los TRs se encuentran facultados para recibir operaciones con derivados sin restricciones sobre el subyacente, con ciertas excepciones y exclusiones, que, en Colombia hay entidades que reciben el reporte de las operaciones con derivados que pactan los residentes, y que el reporte al Banco de la República abarca operaciones con derivados cambiarios, para estas últimas se procederá a comparar las pautas de su reporte al banco central frente al caso internacional, para así identificar y analizar las similitudes y diferencias. Finalmente se concluye a partir de los resultados.

¿Qué es un trade repository?

Un TR se entiende como la parte de la infraestructura de los mercados financieros que se encuentra legalmente facultada para recolectar y almacenar detalles de transacciones financieras, como, por ejemplo, las operaciones con derivados, repos, transacciones en el mercado cambiario, la compraventa de activos financieros, entre otros. A nivel mundial, dichas entidades deben ser legalmente definidas y constituidas como TRs, para que puedan denominarse y operar como tal, ubicándose, por lo general, en algunas jurisdicciones del G-7. No obstante, hay otras entidades, como, por ejemplo, los bancos centrales, que no tienen un mandato específico de actuar como TRs ni se encuentran identificados internacionalmente como tal, pero desarrollan sus funciones y, por tanto, se conocen internacionalmente como TR-like entités (TR-LEs)².

En Colombia, diferentes agentes e instituciones que intervienen en los mercados financieros, en el desarrollo de sus funciones se pueden entender como TR-LEs en la recolección y almacenamiento de operaciones con derivados: el Banco de la República³, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC)⁴, la Bolsa de Valores de Colombia⁵,

¹El autor hace parte de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales del Banco de la República. Las opiniones de este documento no comprometen al Banco ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva del autor.

²Si bien un banco central tiene diferentes mandatos (e.g., encargarse de la política monetaria del país, llevar a cabo la supervisión y/o regulación a nivel micro-prudencial de los bancos y otras instituciones financieras, al igual que la supervisión macro-prudencial y evaluación de la estabilidad financiera del país y el análisis y monitoreo de los riesgos derivados de la misma), también pueden encontrarse facultados legalmente para recolectar y almacenar la información de transacciones financieras. Lo anterior, por diferentes objetivos de monitoreo o de otra índole. Dicho esto, legalmente no se identifican o reconocen a nivel internacional como TRs.

³Recolecta y almacena las operaciones con derivados para fines de regulación y/o monitoreo.

⁴Recolecta y almacena de operaciones con derivados y productos estandarizados para fines de: i) registro centralizado (bases de datos), ii) compensación/liquidación central de la obligación, iii) de servir como agente central de la contraparte y iv) gestión, exigencia y manejo de las garantías en las operaciones.

⁵Infraestructura de intercambio de dinero y título de valor, así como servir de repositorio de títulos valores de contenido crediticio, de

los *brokers* (e.g., Tradition, ICAP, GFI)⁶, los sistemas de negociación y registro de divisas (e.g., SET-FX, Enlace, ICAPCO)⁷, y de valores (MEC, SEN, Derivex)⁸, la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)⁹. En el caso puntual del banco central, el numeral 7 de la circular reglamentaria DOAM 144¹⁰ dilucida el rol del Banrep como un TR, estableciendo quién y cómo deben reportarle sus operaciones con derivados (Cuadro 1).

Los TRs y TR-LEs en el mundo

De acuerdo con el último estudio del *Financial Stability Board*¹¹, los TRs se encuentran principalmente en los Estados Unidos y jurisdicciones europeas. Dentro de los países emergentes, estas entidades se ubican en Arabia Saudita, Brasil, Corea del Sur, India y Polonia. De otra parte, el TR de los Estados Unidos es el mismo establecido en Canadá y el del Reino Unido es el mismo que opera en Australia y algunos países de la Unión Europea. Además de esta condición transversal de operación entre países, los TRs, por lo general, son operados por firmas privadas que no se limitan a participar únicamente en la recolección y almacenamiento de estadísticas de las operaciones en los distintos mercados financieros, sino en otras actividades, como la negociación, compra/venta, liquidación y proveimiento de precios de diferentes activos financieros.¹²

En otras regiones, el modelo dominante lo abarcan los TR-LEs, donde estas entidades hacen parte del sector público, como, por ejemplo, el banco central o la entidad financiera o de tipo monetario local; tal es el caso, del Banco de México, el Banco de Corea, el Banco de Indonesia, el Mercado de Valores de Argentina, la Autoridad Monetaria de Hong Kong, entre otros. Como se mencionó, estas entidades no están reconocidas ni identificadas internacionalmente como TRs. Dicho esto, dentro de sus labores está la de recolección y almacenamiento de la información de las operaciones financieras, aunque no necesariamente se rigen por estándares o prácticas internacionales, sino de aquellos que reflejan las condiciones propias de la jurisdicción o idiosincrásicas de la entidad que se mire.

participación o representativos de mercancías o instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores y emisores con el propósito de: i) llevar a cabo el registro electrónico y centralizado (construcción y almacenamiento de bases de datos), ii) compensación y liquidación central de la obligación y iii) para fines de regulación.

⁶Se refiere a los administradores de los sistemas de negociación y registro del mercado de divisas, así como a los prestadores de servicios de corretaje con el fin de llevar a cabo el registro electrónico centralizado (construcción y almacenamiento de bases de datos).

⁷Recolecta la información de divisas con el fin de i) registro electrónico centralizado (base de datos) y ii) regulación y/o supervisión.

⁸En lo que respecta a los valores, llevar a cabo la recolección de información de divisas con el fin de i) registro electrónico centralizado (base de datos) y ii) regulación y/o supervisión.

⁹Recolecta y almacena las operaciones que pacten las instituciones bajo su vigilancia, supervisión y control.

¹⁰Con vigencia desde febrero del año en curso, publicada su última versión el 30 de octubre de 2020.

¹¹Véase *Thematic Review of OTC Derivatives Trade Reporting*, Financial Stability Board, noviembre 4 de 2015.

¹²Este esquema de negocio ha permitido que grupos como el *Depository Trust & Clearing Operation* opere simultáneamente en tres continentes (América, Europa y Asia) y que ofrezca sinergias que sean de gran interés para distintos agentes del mercado, pues, además, de las actividades anteriores, ofrece servicios adicionales de *clearing*, liquidación y entrega (*settlement and delivery*) y de reporte de información de mercado en tiempo real.

Cuadro 1: Reporte de los residentes en Colombia de los derivados cambiarios al Banco de la República

Intermediarios del Mercado Cambiario\1	Sociedades comisionistas de bolsa\2	Vigilados por la SFC distintos a IMCs\3	Otros residentes
- Diario (del día hábil anterior) - Operaciones celebradas en el mercado mostrador con: i) agentes del exterior (se excluyen operaciones que tengan como subyacente divisas y tasas de interés, salvo de que se trate de operaciones con subyacentes títulos de renta fija y que se deban registrar en los sistemas de negociación y registro de divisas); ii) denominadas en divisas con residentes, otros IMCs y agentes vigilados por la SFC (se excluyen operaciones que tengan como subyacente divisas y tasas de interés externas, salvo que se trate de operaciones con subyacentes títulos de renta fija y que se deben registrar en los sistemas de negociación y registro de divisas); y, iii) estandarizadas (celebradas, compensadas y liquidadas en CCRC del exterior).	- Diario (del día hábil anterior) - Operaciones estandarizadas (celebradas, compensadas y liquidadas en CCRC del exterior).	- Diario (del día hábil anterior) - Operaciones celebradas con: i) agentes del exterior autorizados en el mercado mostrador que tengan subyacente a los títulos de renta fija, y otros subyacentes, distintos a divisas o tasas de interés; ii) y estandarizadas (celebradas, compensadas y liquidadas en CCRC del exterior).	- Estandarizados (día hábil anterior)*** - No estandarizados****

1. De los que trata el Numeral 1 del artículo 8 de la Resolución Externa 1 de 2018 del Banco de la República.

2. De los que trata el Numeral 3 del artículo 8 de la Resolución Externa 1 de 2018 del Banco de la República.

3. Distintos a los referidos en las columnas 1 y 2.

*** Que se celebren y sean compensadas y liquidadas en cámaras de compensación y liquidación del exterior, cuando en el año calendario inmediatamente anterior, el residente haya compensado y liquidado en cámaras de compensación y liquidación del exterior operaciones de derivados estandarizados por un valor nominal acumulado igual o superior a USD500.000, o su equivalente en otras monedas; operaciones de derivados estandarizados que celebre la casa matriz o controlante del exterior para el residente (distinto de IMC y de entidades vigiladas por la SFC), de tal forma que este último sea responsable de las ganancias o pérdidas de dichas operaciones, deberán informarse cuando en el año calendario inmediatamente anterior el residente haya sido responsable de operaciones de derivados estandarizados por un valor nominal acumulado igual o superior a USD500.000, o su equivalente en otras monedas.

**** Se deben informar las operaciones de derivados no estandarizados que celebren el día hábil anterior sus matrices o entidades controlantes del exterior por ellos, de tal forma que el residente sea responsable de las ganancias o pérdidas de dichas operaciones. Para el efecto, el residente deberá reportar las características de los mencionados contratos, especificando como contraparte a su casa matriz o entidad controlante. Este reporte deberá ser enviado el día siguiente al cual se conozcan las características de los contratos, y, en todo caso, antes de realizar las liquidaciones con la casa matriz. A efectos de lo dispuesto en la Ley 1328 de 2009 y en el decreto reglamentario y sus modificaciones, con el fin de que las operaciones de derivados no estandarizados realizadas con agentes del exterior autorizados puedan ser sujetas a terminación anticipada y de compensación y liquidación, en caso de que alguna de la contrapartes incurra en un proceso de insolvencia o de naturaleza concursal, toma de posesión para liquidación o acuerdos globales de reestructuración de deudas (*close-out netting*), los residentes (distintos de entidades vigiladas por la SFC) informarán diariamente al BR las operaciones de derivados no estandarizados, realizadas con agentes del exterior autorizados el día hábil anterior, incluyendo el ejercicio de opciones americanas.

Fuente: Banco de la República, Circular Externa DOAM-144.

En lo que respecta al caso europeo, la regulación EU No. 648/2012¹³, conocida como EMIR, regula las funciones y facultades de los TRs y las Cámaras Centrales de Riesgo de Contrapartes (CCRCs) en la Unión Europea. En el caso de las operaciones con derivados, reglamenta toda transacción, independiente de si se pacta en una plataforma de negociación o en el mostrador (OTC). La circular EMIR establece la obligación de reportar, a través de los TRs, todas las transacciones con derivados en la Unión (con agentes locales y del exterior); dicta las reglas que rigen a esta infraestructura de mercado, así como los estándares de su operación, y el control, monitoreo y supervisión. Cada contraparte en la operación debe reportar por separado la transacción, pero no están obligados a hacerlo al mismo TR. De acuerdo con la regulación, el objetivo de este reporte dual es garantizar mejor calidad en el reporte. Adicionalmente, las contrapartes se encuentran obligadas a guardar todos los registros de las operaciones con derivados que pacten o modifiquen, al menos durante los cinco años siguientes.

En cuanto a los detalles más específicos concernientes al caso europeo, el reporte cubre todas las operaciones pactadas antes de la fecha de promulgación de la EMIR, que aún se encontraban vigentes para ese instante o aquellas que se pactaron después. En caso de que una contraparte no tenga acceso a un TR para el reporte de operaciones con derivados, todos los detalles de la misma y de la CCRC que intervenga, si aplica esto último, deberán ser entregados, sin excepción, a la autoridad de supervisión de mercados financieros en Europa, la ESMA (*European Securities and Markets Authority*). El reporte al TR o a la ESMA debe incluir, al menos, las contrapartes de la operación y, donde aplique, los beneficiarios o responsables de los derechos u obligaciones que se originen por la misma. Asimismo, debe incluir las características principales de los contratos derivados: naturaleza, madurez, valor nocional, precio y fecha de liquidación o settlement. Independientemente de a quien se reporte, la entrega

¹³Con vigencia desde el 12 de febrero de 2014.

de la información debe hacerse por tarde un día hábil después a la terminación o renovación (con o sin modificaciones) del contrato. Además, en términos de los estándares internacionales y formato del reporte, el mismo debe acogerse a las convenciones de identificación únicos que se utilizan en los mercados financieros a nivel global (LEI, ISIN, y UTI)¹⁴. Por último, la norma aboga para que los TRs cumplan con diferentes deberes y responsabilidades, agrupados en tres categorías: confiabilidad operacional, respaldo y transparencia y disponibilidad:

- **Confiabilidad operacional:** los TRs deben contar con sistemas de control y verificación que sean seguros y confiables, al igual que con los recursos necesarios para garantizar lo anterior. Dada la alta exposición a riesgos de tipo operacional, es esencial que los datos que albergan sean, en todo momento, disponibles, confiables, precisos y actualizados.
- **Respaldo y transparencia:** se requiere a los TRs garantizar la confidencialidad, integridad y protección de la información que reciben. Por ley, están obligados a almacenar la información de cualquier transacción financiera en los diez años siguientes a la terminación del contrato.
- **Disponibilidad:** se requiere que la información en los TRs se encuentre disponible para todas las autoridades de la Unión (ESMA, autoridades de supervisión de mercados a nivel de país, bancos centrales, autoridades en sistemas de pagos e infraestructuras, etc.).

Respecto a los EE. UU., los TRs allí se denominan *swap data repositories* (SDRs), y, afín a Europa, son agentes privados. En contraste con el caso europeo, y otras jurisdicciones, en las transacciones con derivados en los Estados Unidos solo se tiene la obligación de reportar derivados pactados en el mercado OTC. Además, la regulación, desde el *Dodd-Frank Act*, requiere que solo una de las contrapartes reporte los detalles de la transacción al SDR. El reporte debe incluir, al menos, la hora y fecha de la operación, si es compensada o no, nocional, LEI y USI (*Unique Swap Identifier*). Adicionalmente, la regulación establece que se debe reportar toda transacción pactada por dos contrapartes, que involucre un cambio en su exposición al riesgo de mercado, al igual que toda información relacionada con la terminación, novación, transferencia o modificaciones del contrato y que pudo haber afectado el precio del derivado. Una característica importante del caso norteamericano es que el reporte debe realizarse en “tiempo real”, en pro de promover la eficiencia y no arbitraje de los mercados, mejorar el *price discovery* y reducir los riesgos, sobre todo de liquidez. El reporte debe hacerse “tan factible como tecnológicamente se pueda” y el estándar sugerido es dentro de los 15 minutos siguientes a la celebración de la operación¹⁵. De otra parte, en contraste con el caso europeo, en donde la regulación no explicita que información se debe excluir en el reporte, en el caso estadounidense sí hay apartes sobre el tipo de derivados que no deben reportarse, específicamente aquellas operaciones con derivados que pactan las entidades vinculadas de un conglomerado, las del mercado cambiario que se celebren con el Departamento del Tesoro y lo que excluya la definición de derivado en los Estados Unidos, que se tipifica en el término *swap*¹⁶.

¹⁴Por sus siglas en inglés, *Global Legal Entity Identifier* (identificador único a nivel mundial de entidades jurídicas que pacta entidades financieras), *International Securities Identification Number* (código alfanumérico de doce caracteres que idéntica únicamente un activo financiero que se pacte y liquide en el mercado) y *Unique trade identifier o Unique Swap Identifier* (identificador único e individual a nivel mundial de las transacciones financieras), respectivamente.

¹⁵Se permiten tiempos superiores de reporte para “block trades” o derivados con nocional “considerable”.

¹⁶Se excluyen del reporte a los “swaps internos”, es decir, aquellos pactados en su totalidad entre subordinadas de una misma matriz, pues estas transacciones darían indicios incorrectos sobre la profundidad del mercado y no aportaría al *price discovery* o la eficiencia de los mercados. Asimismo, cuando dos contrapartes deseen fraccionar un derivado en dos o más operaciones, por tener nocionales considerables, en razón a reducir su exposición y mitigar los riesgos, las nuevas operaciones no deberán reportarse. Además, no debe entregarse información

Evaluación de la información que pide el Banco de la República frente a los TRs de los EE. UU. y la U.E.

Ya con la descripción general y especificidades de los TRs en los Estados Unidos y la Unión Europea y del rol que realiza el Banco de la República como TR-LE en operaciones con derivados cambiarios; a continuación, se compara la información que pide el banco central de Colombia frente a las dos jurisdicciones que se han descrito anteriormente. La comparación se efectúa en cinco dimensiones, en donde para cada una, se resaltarán que tiene Colombia, frente a la experiencia internacional.

- (a) Tipo de instrumentos reportados al TR o al Banrep: el Banco recibe toda la información de mercado de las operaciones con derivados cambiarios. No se encuentran exclusiones para este tipo de instrumentos en el caso europeo, y en los Estados Unidos están las restricciones de reporte de las operaciones pactadas con el Departamento del Tesoro, las operaciones que pactan las entidades vinculadas de un conglomerado y los instrumentos derivados cambiarios que no quepan dentro de la definición legal de *swap*.
- (b) Campos generales de los derivados cambiarios para enviar al TR o al Banrep : en este atributo se habla de la información general sobre la transacción que se debe reportar: 1) tipo de contrato, 2) identificación de las contrapartes, y 3) códigos únicos tanto para la transacción como el instrumento derivado para su reconocimiento e identificación en cualquier parte del mundo. En los dos primeros casos, las tres jurisdicciones exigen incluirlo en el reporte, mientras que, en el tercero, las jurisdicciones foráneas se adhieren a los estándares internacionales, pues requieren asignar un código único para bautizar la operación y el derivado, denominados UTI y *Unique Product Identifier*¹⁷. Adicionalmente, en las tres jurisdicciones se exige informar la modalidad de liquidación y/o de cumplimiento del derivado.
- (c) Componentes económicos de los derivados cambiarios a enviar al TR o al Banrep : en general, se encuentra que las tres jurisdicciones establecen la exigencia de que las contrapartes que pacten derivados financieros reporten diferentes componentes económicos de la transacción, tales como: el nocional; fechas relevantes (negociación, liquidación, vencimiento o modificación); identificadores de las contrapartes; modalidad de cumplimiento; flujo de caja a percibir por las contrapartes; información relevante (en el caso de opciones, para su valoración); tipo y monto del subyacente; y si una CCRC intervendrá en el contrato. Además, en el caso de la Unión Europea y los Estados Unidos hay un campo adicional para que las contrapartes informen detalles adicionales del contrato, lo cual también existe en el reporte para el Banrep de algunos derivados cambiarios, en donde resulta deseable contar con detalles adicionales de la negociación. Adicionalmente, la valoración a precios de mercado de los derivados o toda la información que se requiera para tal fin, con periodicidad diaria, es un requisito de reporte en los Estados Unidos, mientras que no aparece en la regulación del Banrep y en la de la Unión Europea.
- (d) Detalles adicionales para reportar al TR o al Banrep para los derivados cambiarios: solo en los Estados Unidos se exige reportar la plataforma de negociación (*execution venue*).

cuando se trate de operaciones del mercado cambiario cuando una de las contrapartes sea el Departamento del Tesoro. Por otra parte, de acuerdo con el *Dodd-Frank Act*, un *swap* incluye todos los *swaps* y opciones con liquidación financiera, los *forwards* de liquidación y entrega física y las opciones de entrega física cuando se trate de un usuario que no desarrolla actividades comerciales, la liquidación en efectivo en lugar de la entrega física y cuando las materias primas no hacen parte del *core* del negocio.

¹⁷Como su nombre lo sugiere, se refiere a identificadores únicos de la transacción y del producto financiero que lo involucra (en este caso, atributos únicos o específicos del derivado) para su correcta y fácil identificación a nivel internacional, en cualquier mercado financiero.

- (e) Instituciones requeridas para reportar derivados cambiarios al TR y al Banrep, y frecuencia de reporte: en los tres casos, las instituciones que captan depósitos, otros intermediarios financieros y el sector real reportan sus operaciones con derivados. En cuanto a la frecuencia, como se mencionó, en la UE y el Banco de la República, el reporte de derivados debe ser diario, mientras que en los Estados Unidos se propende por la entrega de la información en tiempo real.

Finalmente, en ninguna de las tres jurisdicciones se encuentra que el reporte incluya detalles del contrato marco, información de la garantía, su valoración y deberes de cada contraparte.

Conclusiones

En este recuadro se describió el rol del Banco de la República como TR en la recolección y almacenamiento de la información de las operaciones con derivados cambiarios. Las circulares reglamentarias externas DOAM-144 y DOAM-317 establecen el tipo de operaciones y subyacentes sobre las cuales se debe reportar la información, las contrapartes que deben reportar, el procedimiento e instructivo del reporte, los campos a diligenciar y otras características relevantes. Legalmente, a nivel internacional, el Banrep no se puede entender como un TR, pero sí como una entidad que se asemeja a la misma, pues la revisión de las prácticas y estándares internacionales de estas entidades en las principales jurisdicciones donde operan, es decir, los Estados Unidos y Europa, revela que el banco central de Colombia se encuentra alineado, en gran medida, con los procedimientos para el reporte y almacenamiento de operaciones con derivados. Finalmente, se destaca que el rol del Banco como TR no se encuentra tan alejado a las prácticas internacionales.

Bibliografía

- [1] Allied Irish Banks. (2019). EMIR and DODD-FRANK Frequently Asked Questions.
- [2] Banco de la República. (2020). Circular Reglamentaria Externa-DOAM-144.
- [3] Bank of International Settlements. (2018). Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics. Central Banks and trade repositories derivatives data.
- [4] Banque de France. (2018). Payments and market infrastructures in the digital era.
- [5] Commodity Futures Trading Commission. Data Repositories. Disponible en: <https://www.cftc.gov/IndustryOversight/DataRepositories/index.htm>
- [6] Cornell Law School. 7 U.S. Code §24a.Swap data repositories. Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/24a>
- [7] Cornell Law School. 17 CFR Part 43 - REAL-TIME PUBLIC REPORTING. Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-43>

[8] Cornell Law School. 17 CFR § 45.3 - Swap data reporting: Creation data. Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/45.3>

[9] Credit Suisse (2019). Execution Venues List.

[10] Financial Stability Board, Regional Consultative Group of the Americas. Reporting Financial Transactions to Trade Repositories in the Americas.

[11] HSBC. EMIR: Portfolio reconciliation and dispute resolution. Disponible en: <://www.business.hsbc.fr/fr-fr/emir-en/portfolios>

[12] KPMG. (2016). Derivatives reporting in the United States CFTC Part 43, 45, and 46 reporting.

[13] The European Parliament and of the Council. (2012). Regulation 648-2012 on OTC Derivatives, central counterparties and trade repositories.