

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

II trimestre de 2023





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo trimestre del 2023

Banco de la República

Julio de 2023

## Reporte de Mercados Financieros

### **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas Herrera  
Gerente

### **Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales**

Andrés Murcia Pabón  
Subgerente

### **Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados**

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez  
Director

### **Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria**

Philip Rory Symington Alzate  
Jefe

### **Profesionales**

Sara Ariza Murillo  
Ittza Alejandra Barreto Ramírez  
Oscar David Botero Ramírez  
Laura Viviana León Díaz  
Diego Alejandro Martínez Cruz  
Julián Camilo Mateus Gamboa  
Camilo Andrés Orozco Vanegas  
Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

### **Estudiantes en práctica profesional**

Yenny Paola Castrillón Bello  
Mayra Alejandra Miranda Fonseca  
Gabriela Andrea Villalobos Gonzalez

## Contenido

1. Introducción .....	6
2. Resumen ejecutivo .....	8
2.1. Entorno internacional .....	8
2.2. Percepción de riesgo a nivel local .....	8
2.3. Mercado de renta fija y monetario .....	9
2.4. Mercado cambiario .....	10
2.5. Mercado accionario .....	11
3. Entorno internacional .....	12
4. Percepción de riesgo a nivel local .....	23
5. Mercado de renta fija y monetario .....	29
5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica .....	29
5.2. Mercado monetario colombiano .....	33
5.3. Mercado de deuda pública interna y externa .....	35
5.4. Mercado de deuda privada .....	44
6. Mercado cambiario .....	46
6.1. Mercado cambiario global .....	46
6.2. Mercado cambiario colombiano .....	52
7. Mercado accionario .....	56
8. Recuadros .....	62
Recuadro 1: Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse .....	62
Recuadro 2: Compras de activos por parte de los bancos centrales en respuesta a la crisis del Covid-19 .....	73

## Índice de Gráficos

Gráfico 1. Inflación en economías desarrolladas .....	12
Gráfico 2. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de swaps .....	13
Gráfico 3. Tasa de desempleo en economías desarrolladas .....	14
Gráfico 4. Confianza de los consumidores en economías desarrolladas .....	14
Gráfico 5. Expectativas de crecimiento .....	15
Gráfico 6. Senda implícita de política monetaria en Estados Unidos (mercado de futuros).....	17
Gráfico 7. Tasas OIS a cinco años.....	17
Gráfico 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional.....	18
Gráfico 9. Índice de condiciones financieras .....	19
Gráfico 10. Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes.....	20
Gráfico 11. Cambio en los precios de productos generadores de energía .....	21
Gráfico 12. Pronósticos del precio del petróleo (spot promedio anual) .....	22
Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos.....	23
Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica.....	24
Gráfico 15. Spreads deuda soberana (EMBI+) de Latinoamérica.....	25
Gráfico 16. Indicadores de confianza .....	26
Gráfico 17. Expectativas de crecimiento .....	27
Gráfico 18. Expectativas de inflación.....	27
Gráfico 19. Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión .....	28
Gráfico 20. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos .....	29
Gráfico 21. Inflación en los países de la región.....	31
Gráfico 22. Expectativas de TPM implícitas en el mercado .....	32
Gráfico 23. Expectativas de inflación a un año implícitas en el mercado .....	32
Gráfico 24. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años	33
Gráfico 25. Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N .....	34
Gráfico 26. Saldo de la cuenta de la Nación en Banrep y diferencial entre el IBR O/N y la TPM ...	34
Gráfico 27. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 2 años .....	36
Gráfico 28. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años .....	36
Gráfico 29. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años .....	37
Gráfico 30. Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BanRep.....	38

## Reporte de Mercados Financieros

Gráfico 31. Curva spot en pesos, Colombia .....	38
Gráfico 32. Curva spot en UVR, Colombia .....	39
Gráfico 33. Flujos acumulados en 2023 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones).....	40
Gráfico 34. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones).....	42
Gráfico 35. Spread Tesoros – Bonos Globales 10 años .....	42
Gráfico 36. Composición por tasa y moneda de la deuda del Gobierno Nacional Central.....	43
Gráfico 37. Perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno Nacional Central .....	44
Gráfico 38. Spread entre las tasas de los CDT y los TES .....	45
Gráfico 39. Montos colocados en CDT desmaterializados por tipo de tasa .....	46
Gráfico 40. VIX y un índice de seguimiento a la dinámica de monedas emergentes .....	47
Gráfico 41. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar .....	49
Gráfico 42. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica.....	50
Gráfico 43. Medidas de liquidez del mercado cambiario.....	53
Gráfico 44. Derivados de tasa de cambio compensados en la CRCC .....	54
Gráfico 45. Saldos netos de compra forwards y swaps peso-dólar .....	55
Gráfico 46. Devaluación implícita (observada), teórica a 1 mes y su diferencia .....	56
Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial .....	57
Gráfico 48. Evolución de los índices accionarios de la región.....	58
Gráfico 49. MSCI COLCAP y volumen transado diario.....	59
Gráfico 50. Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente .....	60
Gráfico 51. Volatilidad condicional índices accionarios.....	61

## Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2T23 .....	7
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación 2023.....	30
Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense.....	47
Tabla 4. Intervención Cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos).....	50
Tabla 5. Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos).....	51
Tabla 6. Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos).....	52
Tabla 7. Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T23).....	58
Tabla 8. Experiencia de algunos bancos centrales.....	75

## 1. Introducción

El Banco de la República (Banrep) 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 para el segundo trimestre de 2023. Adicionalmente, señala los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados y sus interacciones, así como una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

El entorno económico global en el que se desenvuelven los mercados que este Reporte estudia, continúa inmerso en un contexto de altas presiones inflacionarias y de incertidumbre frente a las acciones de los bancos centrales para combatir esta dinámica. Sin embargo, durante el segundo trimestre de 2023 los índices de precios al consumidor han continuado evidenciando una tendencia a la baja en la mayoría de los países, principalmente por menores presiones de oferta. Por su parte, los indicadores económicos han sorprendido al alza llevando a una mayor expectativa de crecimiento para 2023 y a una reducción del pronóstico para 2024 en la mayoría de los países. En este contexto, los principales bancos centrales de economías desarrolladas continuaron con su ciclo de aumentos de tasas de interés, los mercados siguieron descontando mayores incrementos en lo que resta del año, y en consecuencia los títulos de deuda pública se desvalorizaron en estas economías. Por su parte, algunos activos de mayor riesgo, incluyendo las acciones, tuvieron un desempeño favorable por una reactivación del apetito por riesgo, que se vio afectado durante el primer trimestre por los eventos adversos en la banca regional de Estados Unidos y Credit Suisse en Europa, y posteriormente por la incertidumbre alrededor de las negociaciones del techo de la deuda en Estados Unidos (Ver Entorno internacional - Tabla 1).

Con respecto al mercado de deuda pública local, este presentó un comportamiento favorable, superior a los pares de la región, en contraste con su comportamiento durante 2022, pero en línea con las perspectivas del mercado sobre la finalización del ciclo de aumentos en la tasa de política monetaria del Banrep y del mayor apetito por riesgo a nivel local (Ver Percepción de riesgo a nivel local – Tabla 1). Los títulos de largo plazo tuvieron un mejor desempeño relativo a los de corto plazo, soportados además por compras de agentes institucionales locales, quienes tomaron mayor duración. En este contexto, la curva de rendimientos cerró el trimestre cerca de una posible inversión ante la reducción importante de la prima por riesgo inflacionario (ver Recuadro 1: Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse). Por su parte, los inversionistas extranjeros acentuaron las ventas de títulos de deuda pública en el trimestre, las cuales podrían estar asociadas con algunos factores de riesgo local, con tomas de utilidad y recomposiciones dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos durante el año (ver Mercado de deuda pública interna y externa - Tabla 1).

Con respecto a la evolución de las variables macroeconómicas y las expectativas de la política monetaria futura en el contexto local, los agentes del mercado descuentan para 2023 una senda de inflación decreciente consistente con perspectivas de una postura de política monetaria contractiva por parte del Banrep. Durante el trimestre, el Banrep aumentó su tasa de interés 25 pb en abril para situarla en 13,25% y la mantuvo inalterada en junio. En este entorno, el mercado no espera más aumentos y descuenta el inicio de reducciones en la tasa de interés durante el segundo semestre del año. Por su parte, si bien las condiciones de liquidez en el mercado monetario se han apretado por cuenta de niveles elevados de depósitos de la Nación en el Banrep, los instrumentos para proveer liquidez a la economía han permitido que la diferencia entre el IBR overnight y la tasa de política monetaria permanezca en niveles bajos. En este contexto, el Banrep realizó compras en el mercado de deuda pública con el objetivo de suministrar liquidez permanente a la economía (Ver Mercado de renta fija y monetario - Tabla 1). La intervención del Banrep en busca de promover un comportamiento adecuado en la liquidez del sistema, no es un comportamiento nuevo, tal como se muestra en el Recuadro 2: Compras de activos por parte de los bancos centrales en respuesta a la crisis del Covid-19. El principal objetivo de este Recuadro es sintetizar los principales hallazgos sobre la experiencia de varios bancos centrales con la intervención de compras de activos a inicios de la pandemia.

En cuanto al mercado cambiario, el peso colombiano (COP) se apreció por encima de los pares de la región y volvió a niveles no vistos desde mediados del año pasado, en línea con el mayor apetito por riesgo local, así como por flujos que influyeron en su comportamiento. Al estudiar la dinámica de las monedas de la región para un horizonte mayor de tiempo, se encuentra que el fortalecimiento del COP en el periodo reciente lo acerca a la dinámica de sus pares, si bien aún se evidencia una mayor depreciación acumulada desde 2020 (Ver Mercado cambiario colombiano - Tabla 1). Finalmente, el mercado accionario local, continúa exhibiendo un desempeño débil en comparación con los pares de la región, en un entorno de baja liquidez (Ver Mercado accionario - Tabla 1).

**Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2T23**

Cambios entre el 31 de marzo de 2023 y el 30 de junio de 2023

	Tasa de política	Tasa moneda local		Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI+	Commodity
		2 años	10 años					
Reino Unido	75	173	83	3,0%	-1,3%			
Japón	0	-1	6	-8,6%	18,4%			
Alemania	50	49	9	0,6%	1,9%	-5,8		
EE.UU.	25	82	30	0,4%	8,3%	-5,1	-25,3	
Colombia	25	-81	-180	10,1%	-2,1%	-52	-19	-6,1%
UVR		53	-87					
Brasil	0	-133	-205	5,5%	15,9%	-52	-23	3,4%
México	0	-38	-17	5,1%	-0,7%	-18	-21	-6,6%
Chile	0	-20	10	-0,9%	8,7%	-32	-21	-8,6%
Perú	0	-63	-58	3,7%	2,0%	-32	-35	-8,6%
Otros EM	0	0	-11	-0,9%	-0,1%	-16	-24	-2,1%

**Fuente:** Bloomberg, Banco de la República.

Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma. El CDS y EMBI+ de Estados Unidos corresponden al Vix y al Move, respectivamente, mientras que el CDS de Alemania corresponde al Vstoxx. Las variaciones de las tasas de política, interés de los bonos soberanos en moneda local y extranjera, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb). Los commodities corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

## 2. Resumen ejecutivo

### 2.1. Entorno internacional

El entorno económico global continúa evidenciando una alta inflación, la cual permanece alejada de la meta de los principales bancos centrales, pero ha continuado presentando correcciones en respuesta a las menores presiones de oferta y demanda. Esta corrección ha sido menos pronunciada para las medidas de inflación núcleo. Por su parte, la actividad económica en la mayoría de los países ha sido más resiliente que lo previsto el trimestre anterior. En este contexto, gran parte de los bancos centrales de economías desarrolladas continuó con el ciclo de incrementos de las tasas de interés de referencia durante el segundo trimestre, y el mercado descuenta aumentos adicionales en lo que resta del año, con una tasa terminal más alta que la prevista el trimestre previo.

En línea con las expectativas de una política monetaria más contractiva, y la mayor resiliencia de la actividad económica, se observaron desvalorizaciones de los títulos de deuda pública en economías desarrolladas, en contraposición al comportamiento observado durante el primer trimestre del año. Por el contrario, los mercados accionarios continuaron registrando un buen desempeño en un entorno de mayor apetito por riesgo ante la menor incertidumbre frente a la resiliencia de las instituciones financieras regionales y el techo de la deuda en Estados Unidos, y el futuro de Credit Suisse en Europa. En este contexto, las condiciones financieras globales permanecen apretadas en algunas economías y presentaron correcciones leves para Estados Unidos y Japón.

Por su parte, las materias primas, que inciden de diferentes formas en la dinámica de los países de acuerdo con su dependencia de estos recursos, presentaron desvalorizaciones. En general, las materias primas se vieron afectadas por una demanda menor a la esperada por parte de China y por las expectativas de mayores tasas de interés por parte de la mayoría de los bancos centrales en las principales economías avanzadas.

### 2.2. Percepción de riesgo a nivel local

En adición al mayor apetito por riesgo a nivel global, la menor percepción de riesgo a nivel local también estuvo favorecida por la expectativa de que la inflación total haya tocado un techo en el primer trimestre del año, así como por la percepción favorable en torno a la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un rol importante en la revisión y discusión de las

reformas propuestas por el Gobierno. En este contexto, los CDS presentaron un mejor desempeño a nivel local frente al de sus pares de la región durante el trimestre de análisis, dinámica que estuvo acompañada por la ratificación del grado de inversión de la deuda soberana colombiana por la agencia calificadora Moody's Investors Service. No obstante, este indicador aún exhibe un valor elevado frente al de los pares de la región y está expuestos a algunos factores de riesgo al alza.

### **2.3. Mercado de renta fija y monetario**

#### **Política monetaria e inflación en Latinoamérica**

La tasa de referencia para Colombia se ubicó en 13,25% tras el aumento en 25 puntos básicos por parte de la Junta Directiva del Banco de la República en el segundo trimestre de 2023. La mayoría de los bancos centrales de la región frenaron sus incrementos de la tasa de política monetaria (TPM) en este periodo mientras que los mercados financieros descontaron reducciones de esta para el segundo semestre de 2023.

#### **Mercado monetario colombiano**

A nivel local el mercado monetario, el interés bancario de referencia overnight (IBR O/N) estuvo en niveles muy cercanos a la TPM durante el trimestre, no obstante, se observaron algunas diferencias positivas en algunos períodos evidenciando algún apretamiento en la liquidez del mercado monetario. En este contexto, el Banco de la República ofreció repos a distintos plazos y realizó compras en el mercado de deuda pública con el objetivo de suministrar liquidez permanente a la economía y evitar que el IBR se desvíe de la TPM.

#### **Mercado de deuda pública interna y externa**

La estructura a plazos de la deuda pública en moneda local para la mayoría de los países desarrollados mostró desvalorizaciones en todos sus tramos durante el segundo trimestre de 2023, en respuesta a la incertidumbre en torno al futuro de la dinámica de la inflación y la senda de política monetaria. A pesar de las reducciones en las expectativas de inflación, el tramo corto presentó mayores desvalorizaciones que el tramo largo debido a las expectativas de futuros aumentos de tasas y la resiliencia de la actividad económica, llevando a un aplanamiento de las curvas de estos países.

En la región, los títulos de deuda pública en moneda local presentaron valorizaciones. Este comportamiento se encuentra asociado con expectativas del mercado sobre una finalización del ciclo de aumentos de tasas durante los próximos meses y un mejor apetito por activos riesgosos a nivel global. No obstante, de forma generalizada se observa que estos países continúan afrontando un mayor costo de financiamiento frente a los niveles observados en años anteriores a la pandemia.

A nivel local, los inversionistas extranjeros acentuaron su tendencia vendedora de títulos de deuda pública en moneda local. No obstante, se mantienen como los segundos mayores tenedores de estos activos, por detrás de los fondos de pensiones locales. Estos últimos, han realizado compras

importantes de estos títulos en lo corrido del año, compensando parcialmente las salidas de los inversionistas extranjeros. Por tipo de inversionista extranjero, se observó una recomposición hacia agentes con una posición menos estable (e.g. fondos mutuos), por mayores salidas de fondos de pensiones internacionales.

### **Mercado de deuda privada**

En el trimestre los costos de fondeo a través de CDTs se ubicaron en promedio por debajo de lo observado en el primer trimestre del año, lo cual se vio reflejado en un menor spread promedio entre las tasas de estos títulos y los TES.

Adicionalmente, el fondeo mediante la colocación de bonos ha continuado con un bajo dinamismo y, en línea con esto, no se realizaron colocaciones por medio de la BVC durante el segundo trimestre del año.

## **2.4. Mercado cambiario**

El dólar estadounidense presentó un comportamiento volátil y cerró con una leve variación al alza frente al cierre del trimestre anterior, continuando en niveles altos frente a su historia. Algunos factores que guiaron su variabilidad fueron los cambios en las expectativas de la magnitud del ajuste monetario por parte de la Reserva Federal (Fed), las cuales incrementaron frente al cierre del trimestre anterior, expectativas de una política monetaria más contractiva por parte de los bancos centrales de otras economías desarrolladas, y algunos eventos puntuales que generaron una mayor percepción de riesgo a nivel global.

Las monedas de países emergentes de análisis presentaron un comportamiento mixto y las monedas de Latinoamérica tuvieron un desempeño favorable relativo con este grupo. El fortalecimiento estuvo liderado por el peso colombiano, el cual se apreció influenciado por algunos factores externos y locales. A pesar de la apreciación importante, al comparar la dinámica del peso colombiano con las monedas de la región desde un horizonte de tiempo mayor, aún se observa una debilidad relativa de esta moneda frente a la de sus pares.

En este contexto, durante el trimestre se observó una mejora de los niveles de liquidez y una disminución marginal de la volatilidad. Por su parte, se evidenciaron aumentos en los costos de las coberturas, ante la demanda de los distintos agentes y los costos en los que deben incurrir los intermediarios para fondear sus operaciones. Por su parte, la evolución de los indicadores de medidas macroprudenciales del Banco de la República para controlar el riesgo cambiario de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) sugieren que la exposición cambiaria de estos agentes se mantiene acotada.

## **2.5. Mercado accionario**

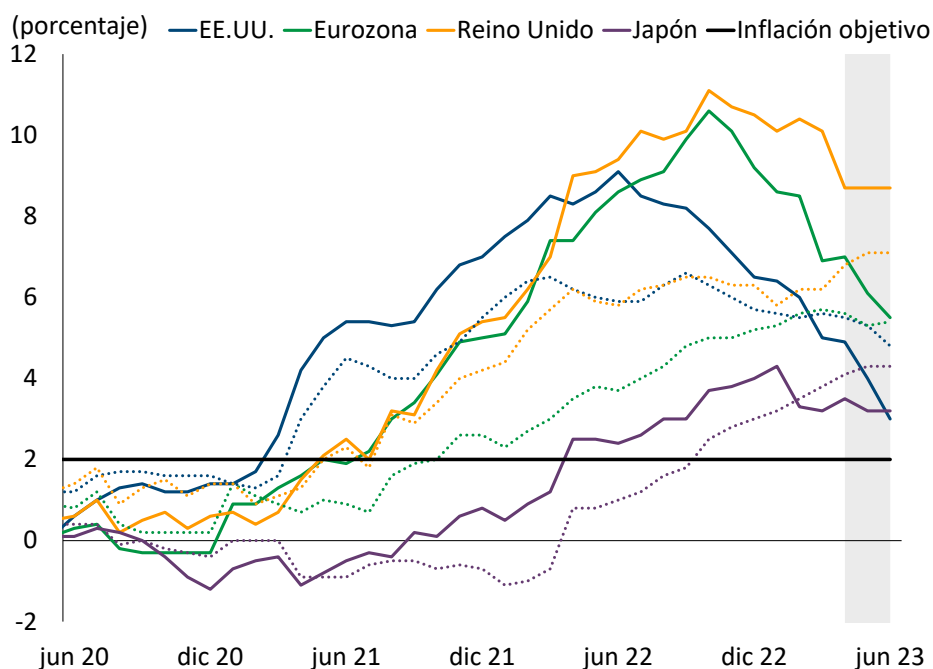
Los mercados accionarios a nivel global presentaron un comportamiento positivo durante el segundo trimestre del 2023, siguiendo el buen desempeño presentado el trimestre anterior, en un entorno de mayor apetito por riesgo y la mayor resiliencia de la actividad económica.

A nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño desfavorable frente a los pares de la región y en contraposición al comportamiento observado en los otros mercados locales. Dicho desempeño estuvo influenciado por la caída de las acciones del sector financiero y la caída del precio del petróleo, en un entorno de baja liquidez.

### 3. Entorno internacional

El entorno económico global continúa evidenciando una alta inflación, la cual permanece alejada de la meta de los principales bancos centrales, pero ha continuado presentando correcciones en respuesta a las menores presiones de oferta y demanda. Los datos de inflación publicados durante el 2T23 en las principales economías desarrolladas confirmaron una marcada tendencia decreciente en la mayoría de estas economías tras haber tocado un techo en junio de 2022 para el caso de Estados Unidos, octubre del mismo año para el caso de la eurozona y Reino Unido, y enero de 2023 para el caso de Japón (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Inflación en economías desarrolladas**



**Fuente:** Bloomberg.

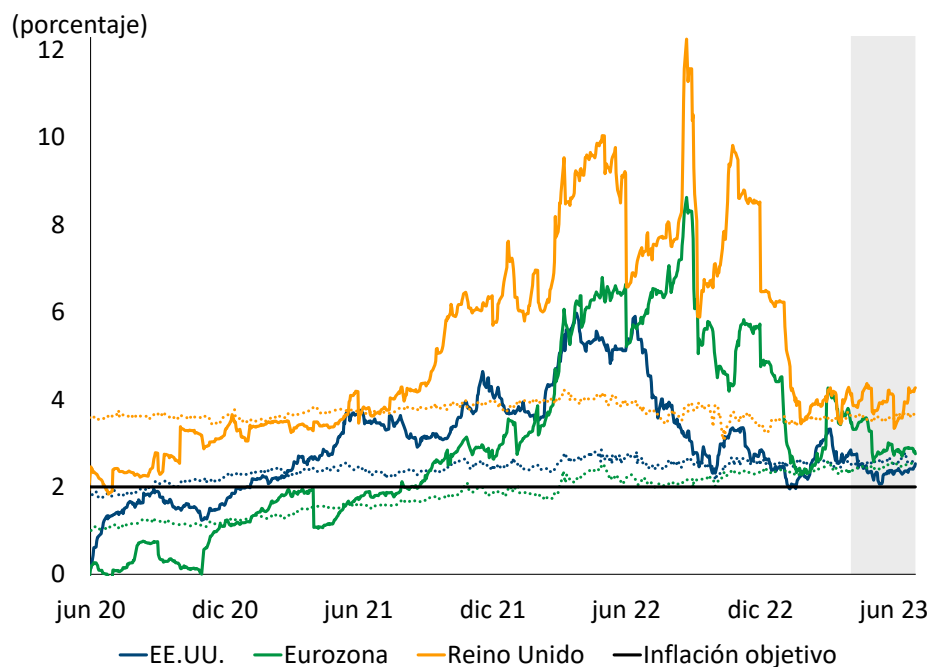
Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación núcleo.

En cuanto a la inflación núcleo<sup>1</sup>, ésta presentó un comportamiento divergente, de manera que continuó aumentando en Reino Unido y Japón, pero registró reducciones (menos marcadas que las observadas en la inflación total) en Estados Unidos y la eurozona. Lo anterior podría sugerir que, si bien las presiones de oferta han presentado una corrección importante, las presiones de demanda lo han hecho en menor medida y aún continúan afectando la dinámica de precios en

<sup>1</sup> Las medidas de inflación núcleo (o básica) buscan eliminar los efectos de perturbaciones temporales en los precios. Para esto, se excluyen aquellos ítems con comportamientos de precios muy volátiles o que están fuera del control de la política monetaria, como los alimentos o algunos productos regulados (combustibles, servicios públicos, transporte). Estas medidas proveen información de la tendencia de largo plazo de los precios, y es la inflación que está directamente afectada por las decisiones de política monetaria.

estas economías. En línea con lo anterior, las expectativas de inflación que se extraen del mercado<sup>2</sup> corrigieron a la baja durante el trimestre en varias economías desarrolladas, pero en todo caso aún se ubican por encima del objetivo de inflación establecido por los bancos centrales de estas economías (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de swaps**



**Fuente:** Bloomberg.

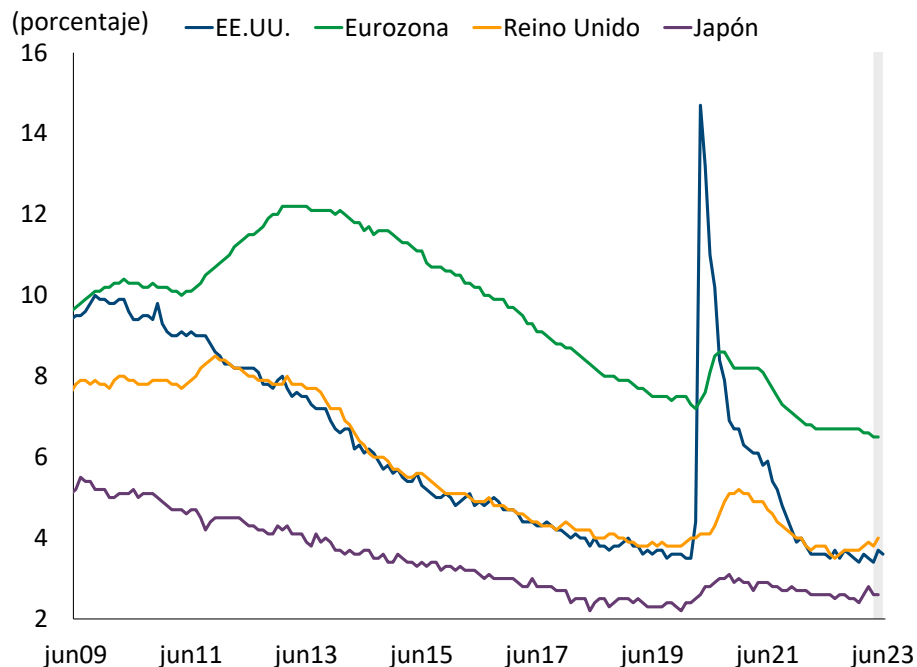
Las líneas sólidas corresponden a las expectativas de inflación total a un año y las punteadas a las expectativas de largo plazo (en 5 años a 5 años).

**Por su parte, la actividad económica en la mayoría de los países ha sido más resiliente que lo previsto el trimestre anterior.** Durante el último año el mercado ha venido descontando una desaceleración económica global, e incluso una posible recesión en las principales economías desarrolladas, como consecuencia de los choques negativos de oferta (e.g. invasión rusa a Ucrania y la disrupción de las cadenas globales de suministro tras la recuperación pospandemia), la pérdida de poder adquisitivo dado el fuerte aumento de la inflación, y la política monetaria contractiva adoptada por el grueso de los bancos centrales para contener dicho aumento. Sin embargo, durante el 2T23 la actividad económica sorprendió al mercado en las principales economías desarrolladas al continuar presentando un desempeño resiliente, tal como se evidencia, por un lado, en el buen comportamiento del mercado laboral, el cual continuó presentando tasas de desempleo en niveles similares o inferiores a las observadas previo al comienzo de la pandemia (Gráfico 3). Por otro lado, la confianza de los consumidores continuó repuntando en la mayoría de

<sup>2</sup> De acuerdo con el mercado de *swaps*, las expectativas de inflación a un año disminuyeron 24 pb a 2,53% en Estados Unidos, 101 pb a 2,76% en la eurozona, y 1 pb a 4,27% en Reino Unido. A largo plazo (en 5 años a 5 años), las expectativas se mantuvieron alrededor de 2,5% en Estados Unidos y la Eurozona, y 3,7% en Reino Unido.

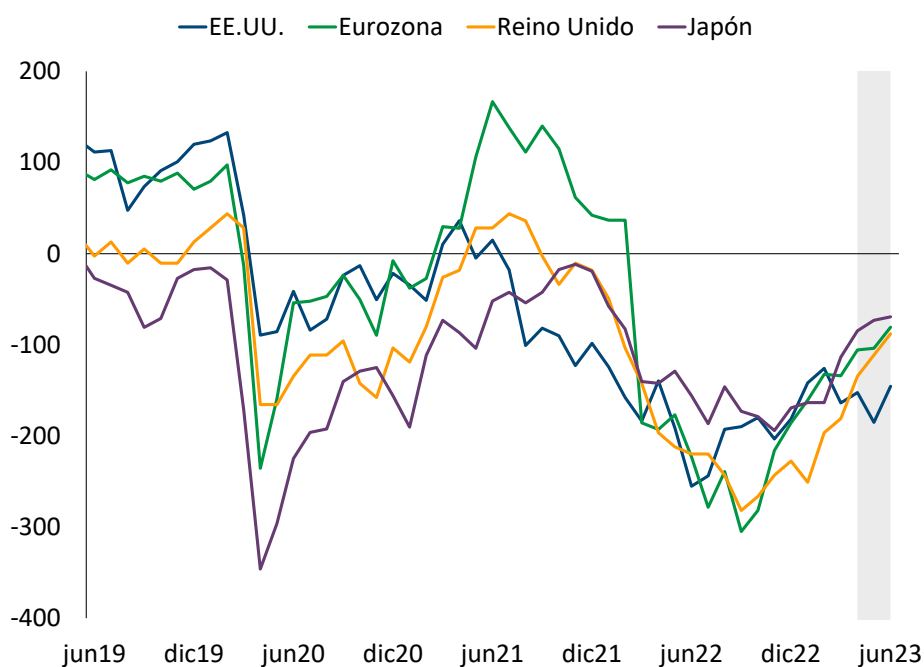
estas economías, desde los bajos niveles observados a mediados de 2022, aunque aún se ubica por debajo de los niveles prepandemia (Gráfico 4).

**Gráfico 3. Tasa de desempleo en economías desarrolladas**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 4. Confianza de los consumidores en economías desarrolladas**

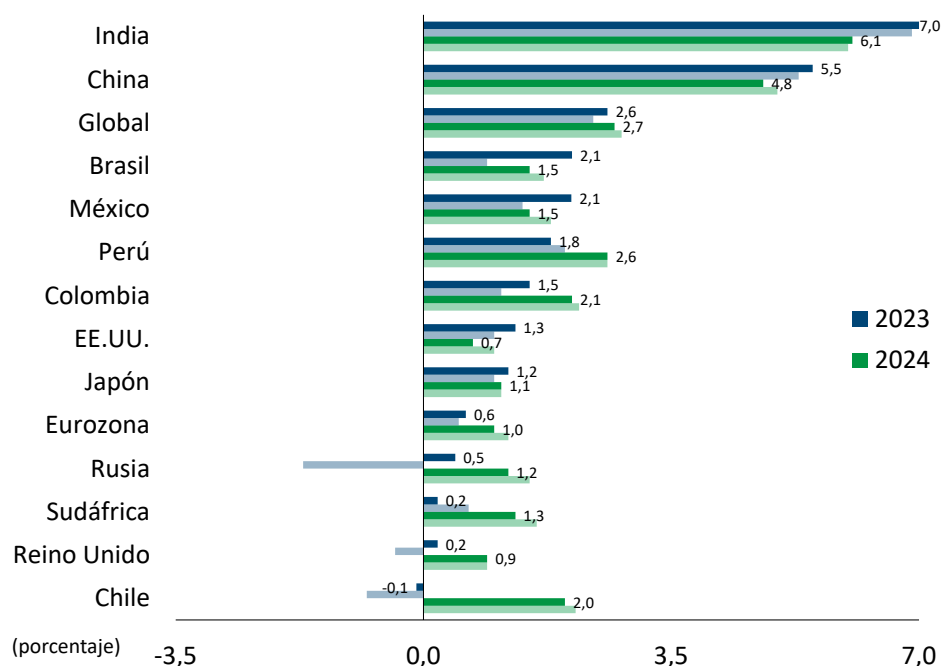


**Fuente:** Bloomberg.

Las series se encuentran estandarizadas con información desde el 2000. Para el caso de Estados Unidos, se presenta el indicador de sentimiento del consumidor medido por la Universidad de Michigan.

**De esta manera, el grueso de economías tanto desarrolladas como emergentes, presentaron una mejora en su perspectiva de crecimiento para este año junto con una reducción para el próximo año (Gráfico 5).** En contravía a la tendencia global, la economía china no ha presentado el repunte que el mercado descontaba tras la finalización de las políticas de Cero-COVID a finales del año pasado. De esta manera, pese a que se proyecta que contribuya junto con India con la mitad del crecimiento global durante los próximos años, se espera que crezca durante este y el próximo año por debajo del nivel promedio de 6% que venía registrando durante los años previos al comienzo de la pandemia.

**Gráfico 5. Expectativas de crecimiento**



**Fuente:** Bloomberg.

Las barras más oscuras corresponden a las expectativas más recientes (junio) y las más claras a las expectativas de marzo de 2023.

**En este contexto, gran parte de los bancos centrales de economías desarrolladas continuó con el ciclo de incrementos de las tasas de interés de referencia durante el segundo trimestre, y el mercado descuenta aumentos adicionales en lo que resta del año, con una tasa terminal más alta que la prevista el trimestre previo.** Dado que los niveles de inflación persisten por encima de la meta de las autoridades monetarias, y la demanda agregada ha presentado un desempeño resiliente, durante el 2T23 los Bancos Centrales de Estados Unidos (Reserva Federal, FED), la Eurozona (Banco Central Europeo, BCE) y el Reino Unido (Banco de Inglaterra, BoE, por su sigla en inglés) continuaron adoptando una política monetaria contractiva al mantener la reducción de su

hoja de balance y aumentar sus tipos de interés en 25 pb, 50 pb y 75 pb, respectivamente. En particular:

- Durante su reunión de junio, la Reserva Federal decidió realizar una pausa del ciclo de aumentos de tasas de interés con el fin de evaluar el impacto de la política monetaria sobre los precios y la actividad económica, pero indicó que podrían venir dos aumentos adicionales (de 25 pb cada uno) durante el segundo semestre del año. Por su parte, el mercado<sup>3</sup> descuenta un incremento final de 25 pb durante su reunión de julio y un potencial comienzo del ciclo de recortes a partir del 1T24 (Gráfico 6).
- En el caso del BCE y el BoE, el mercado<sup>4</sup> descuenta mayores incrementos de las tasas de política monetaria en el mediano plazo, frente al nivel actual y a lo que se descontaba el trimestre anterior.
- Por último, se destaca que el Banco de Japón (BoJ, por su sigla en inglés) mantuvo su política monetaria expansiva inalterada durante el trimestre, pero el mercado continúa descontando un potencial cambio del programa de control de la curva de rendimientos<sup>5</sup> y un posible aumento de la tasa de política monetaria, la cual retornaría a terreno positivo en el corto plazo (Gráfico 7).

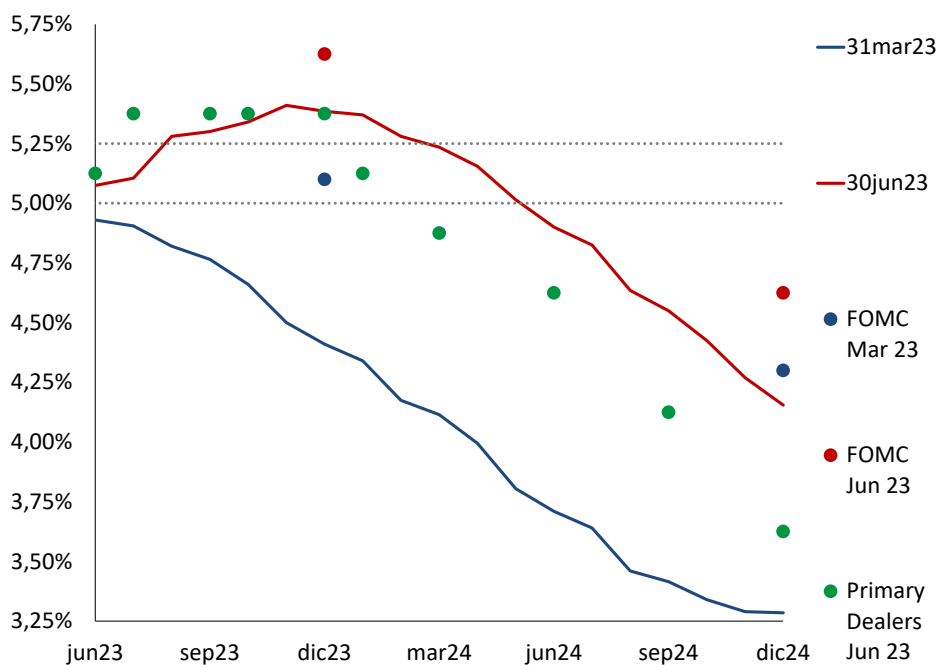
---

<sup>3</sup> De acuerdo con la encuesta de la FED de Nueva York a *Primary Dealers*, y las expectativas implícitas en el mercado de futuros.

<sup>4</sup> De acuerdo con la tasa a cinco años de los *Overnight Index Swaps* (OIS). Esta tasa refleja la expectativa de la tasa de política monetaria promedio durante los próximos cinco años.

<sup>5</sup> Además de mantener la tasa de política monetaria en -0,1%, el BoJ también cuenta con un programa de control de la curva de rendimientos mediante el cual busca comprar la cantidad necesaria de bonos soberanos de largo plazo con el fin de mantener el rendimiento del bono de 10 años en 0%, con un rango de tolerancia de +/- 50 pb. El mercado espera que en los próximos meses el BoJ modifique dicho programa, ya sea incrementando la tasa objetivo o el rango de tolerancia del bono de 10 años, o cambiando el bono objetivo a uno de menor plazo.

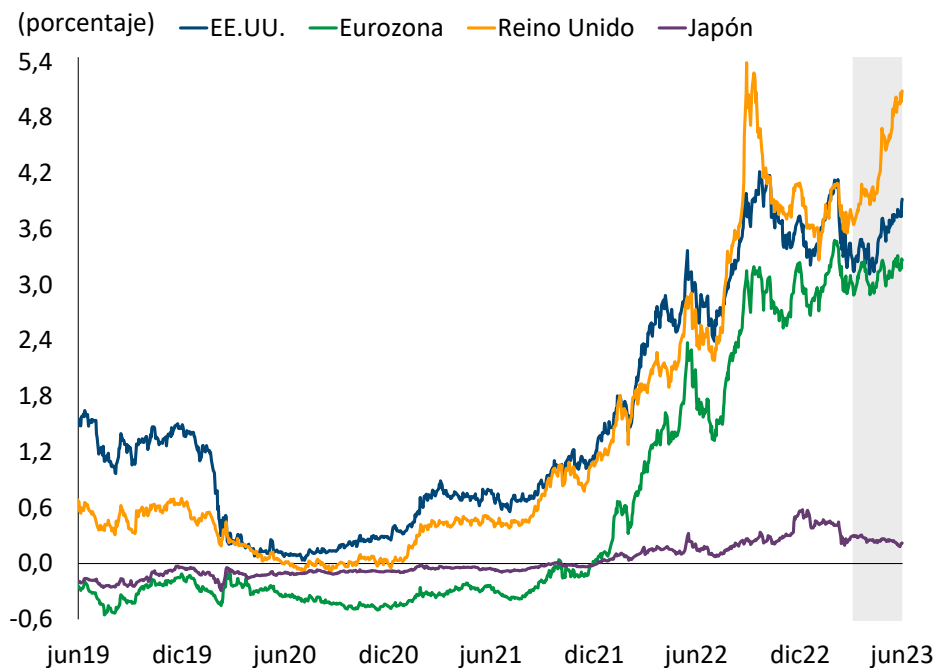
**Gráfico 6. Senda implícita de política monetaria en Estados Unidos (mercado de futuros)**



**Fuente:** Bloomberg, Reserva Federal.

Las líneas punteadas indican el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales, vigente al 30 de junio.

**Gráfico 7. Tasas OIS a cinco años**

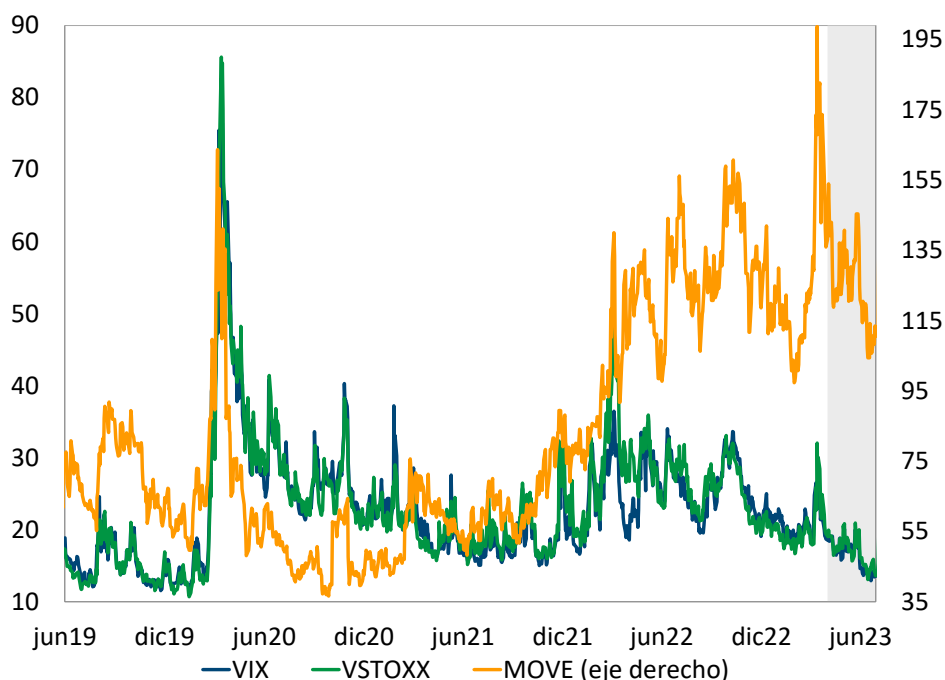


**Fuente:** Bloomberg.

Lo anterior se tradujo en desvalorizaciones de los títulos de deuda pública en economías desarrolladas, en contraposición al comportamiento observado durante el primer trimestre del año (ver Tabla 1 y Mercado de renta fija y monetario).

En cuanto a la percepción de riesgo, durante el trimestre se evidenció un mayor apetito por riesgo ante la menor incertidumbre frente a la resiliencia de las instituciones financieras regionales, el techo de la deuda en Estados Unidos y el futuro de Credit Suisse en Europa. En el 1T23 se presentó un aumento de la aversión al riesgo a nivel global como consecuencia de la quiebra de algunos bancos regionales en Estados Unidos, y de los episodios relacionados al declive de Credit Suisse. En contraste, durante el 2T23 no se presentaron episodios adicionales que pusieran en duda la resiliencia del sector bancario y se comenzó a resolver el futuro de Credit Suisse con su posterior adquisición por parte de UBS. Por otro lado, si bien las negociaciones entre el Congreso y el Gobierno de Estados Unidos en torno al aumento del techo de la deuda generaron algunos episodios puntuales de aversión al riesgo durante el trimestre, el acuerdo alcanzado entre ambas partes a comienzos de junio trajo consigo un renovado apetito por activos de riesgo a nivel global. En este contexto, los indicadores de percepción de riesgo internacional, *Vix*<sup>6</sup> y *Vstoxx*<sup>7</sup>, presentaron correcciones a la baja que los llevaron a niveles similares a los observados durante 2019. Por su parte, si bien el *Move*<sup>8</sup> también presentó una fuerte corrección a la baja, se mantiene en niveles elevados frente a su historia, lo cual refleja la alta incertidumbre frente al futuro de la política monetaria en Estados Unidos (Gráfico 8).

**Gráfico 8. Indicadores de percepción de riesgo internacional**



<sup>6</sup> El *Vix* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil S&P 500.

<sup>7</sup> El *Vstoxx* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil Euro Stoxx 50.

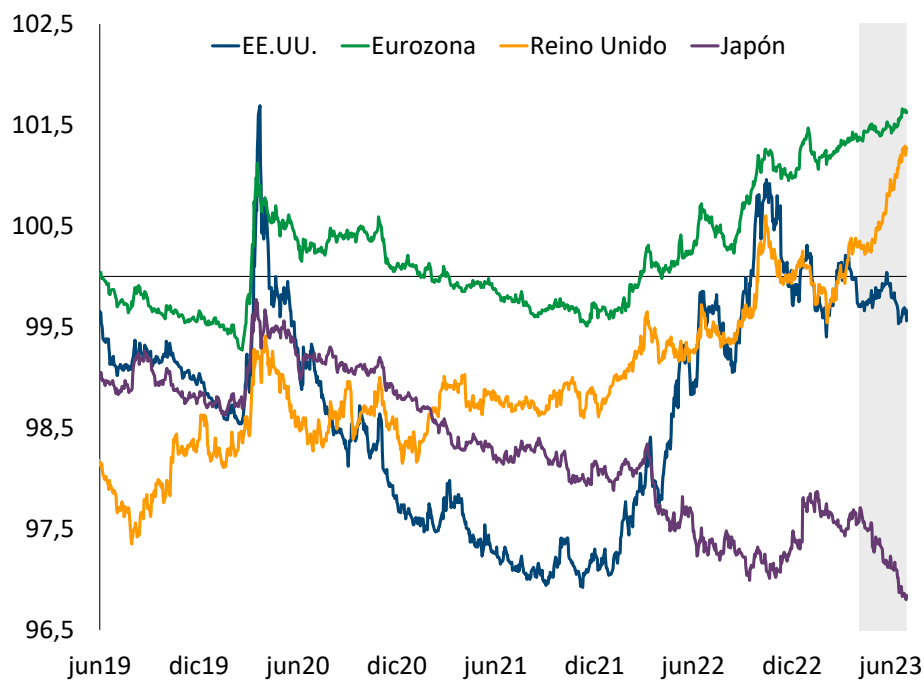
<sup>8</sup> El *Move* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre los Tesoros de Estados Unidos.

Fuente: Bloomberg.

En línea con el mayor apetito por riesgo a nivel global, los mercados accionarios continuaron registrando un buen desempeño (ver Mercado accionario), al tiempo que en economías emergentes se observaron valorizaciones la mayoría de monedas (ver Mercado cambiario) y de los títulos de deuda pública (ver Mercado de renta fija y monetario). Las valorizaciones de los títulos de deuda pública en economías emergentes también estuvieron asociadas con la consolidación de la tendencia de la inflación a la baja, la cual permitiría a los bancos centrales de varias de estas economías dar comienzo al ciclo de reducciones de sus tasas de interés durante el segundo semestre del año (ver Tabla 1).

En este contexto, las condiciones financieras globales permanecen apretadas en algunas economías, y presentaron correcciones en Estados Unidos y Japón. En el caso del Reino Unido y la Eurozona, las condiciones financieras continuaron apretándose ante las expectativas de una senda de política monetaria contractiva más persistente. Por el contrario, en el caso de Estados Unidos, si bien hubo algo de volatilidad, el trimestre cerró con unas condiciones financieras más holgadas ante el buen desempeño del mercado accionario, la compresión de los márgenes de deuda privada, y en menor medida, la leve fortaleza del dólar estadounidense, lo cual compensó las expectativas de mayores incrementos por parte de la Reserva Federal. Por último, las condiciones financieras presentaron una fuerte reducción en Japón ante el buen comportamiento de ese mercado bursátil (Gráfico 9, ver Mercado accionario).

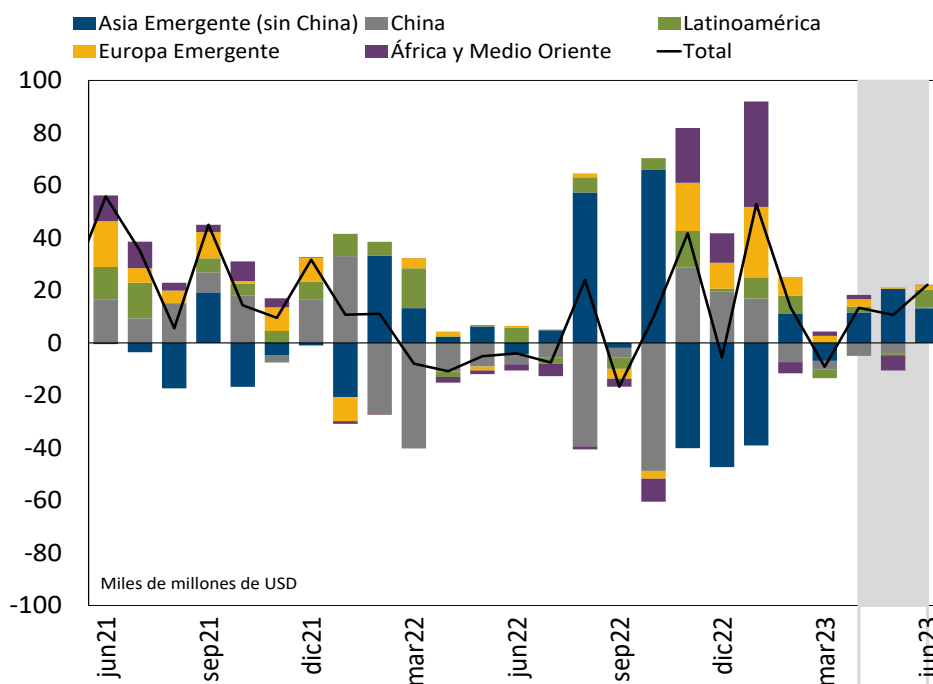
Gráfico 9. Índice de condiciones financieras



Fuente: Goldman Sachs.

En línea con el mayor apetito por riesgo a nivel global, en el trimestre los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes fueron positivos, en particular hacia Asia Emergente (sin China) y Latinoamérica. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), en el 2T23 se observaron entradas netas de USD 46,2 miles de millones (mm)<sup>9</sup>, de las cuales Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas netas (después de Asia Emergente sin China) por un total de USD 8,3 mm (Gráfico 10).

**Gráfico 10. Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes**



Fuente: IIF.  
Cifras en USD mm.

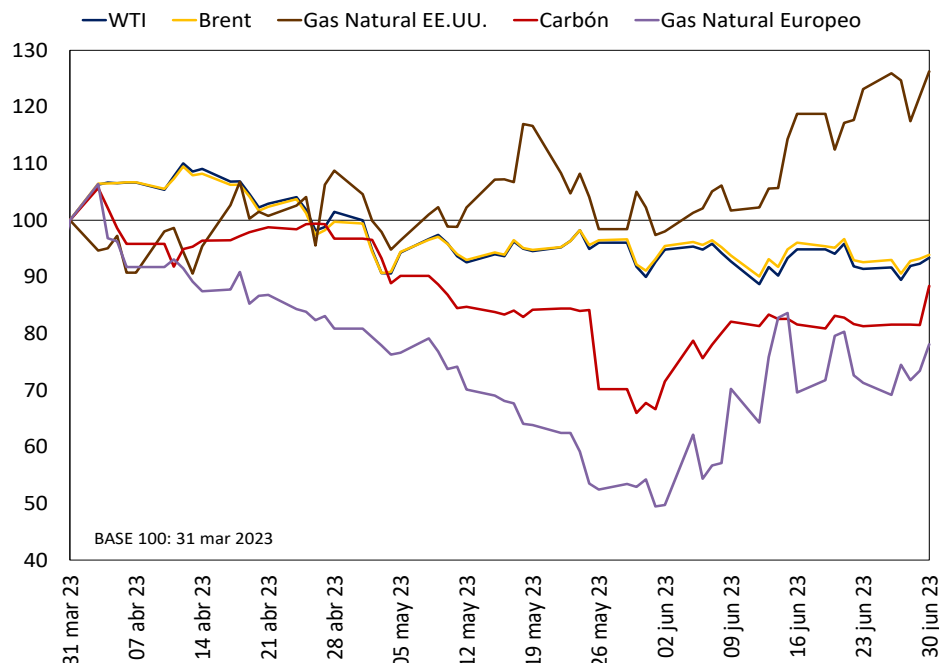
Con respecto a los precios del petróleo, las referencias WTI y Brent presentaron una volatilidad similar a la observada durante el 1T23 y se desvalorizaron con respecto al cierre del trimestre anterior. La primera referencia presentó una desvalorización de 6,6%, mientras que el precio de la segunda se redujo en 6,1% llegando a estar, incluso, por debajo de los USD 60 dólares por barril (d/b)<sup>10</sup> durante el trimestre de análisis. Los precios se vieron afectados principalmente por las perspectivas de una menor demanda justificadas en las expectativas de mayores tasas de interés por parte de bancos centrales europeos y la FED, y la débil demanda de combustibles de EE. UU. y China. Sin embargo, estas presiones a la baja estuvieron contenidas, parcialmente, por una oferta más ajustada. En particular, luego del recorte en la producción de crudo por parte de Rusia durante

<sup>9</sup> De las cuales USD 21,9 mm y USD 24,4 mm se dieron a los mercados de renta fija y renta variable, respectivamente. Un 48% de los flujos totales del trimestre se observaron en junio (USD 22,1 mm).

<sup>10</sup> El WTI tuvo un precio promedio de USD 73,6 d/b (USD 2,5 d/b menos que el trimestre anterior), mientras que el Brent promedió los USD 75,3 d/b (USD 6,8 d/b menos que el 1T23).

el mes de marzo<sup>11</sup>, tanto la OPEP+ como Arabia Saudita individualmente anunciaron recortes en su producción diaria<sup>12</sup> (Gráfico 11).

**Gráfico 11. Cambio en los precios de productos generadores de energía**



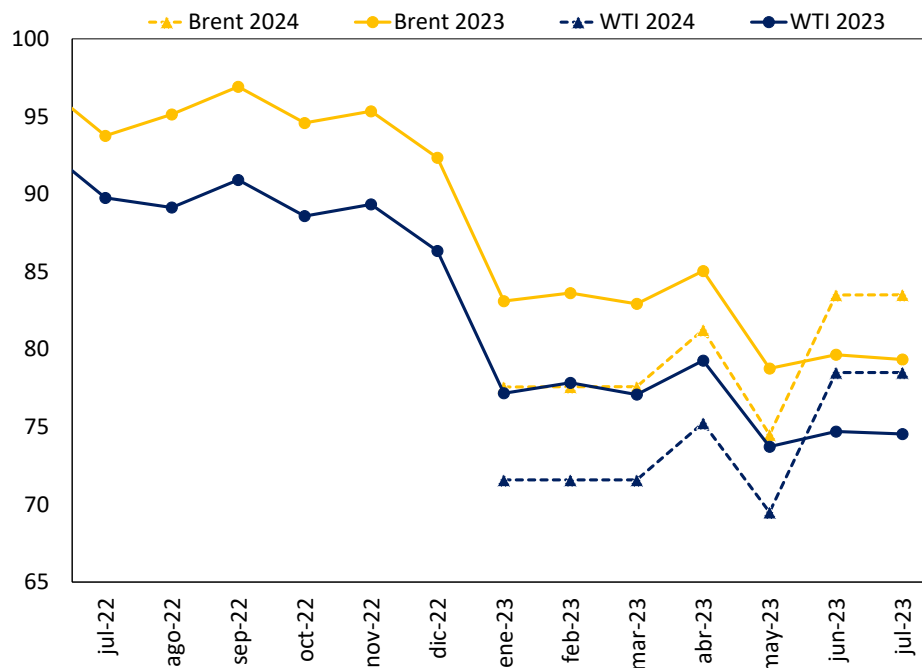
Fuente: Bloomberg.

**No obstante, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) incrementó sus perspectivas de precios promedio de petróleo para 2023 y 2024 en su último reporte.** Lo anterior, en línea con un menor nivel de producción por parte de los principales productores de crudo, sumado a la reducción de inventarios y a las expectativas de una mayor demanda durante el segundo semestre de 2023 (Gráfico 12).

<sup>11</sup> El 10 de febrero, el primer ministro ruso Alexander Novak informó que Rusia reduciría su producción en 500.000 b/d a lo largo de marzo como respuesta al límite de precios impuesto por la U.E. y EE. UU. en diciembre.

<sup>12</sup> El 3 de abril de 2023 la OPEP+ anunció que reducirá su objetivo de producción diaria en 1,16 millones de barriles por día desde mayo hasta finales de 2023, significando una reducción de alrededor del 2% de la demanda mundial de petróleo. Posteriormente anunciaría que extendería el recorte hasta finales de 2024. Por su parte, Arabia Saudita anunció la reducción voluntaria en su producción en 1m b/d para julio de 2023.

**Gráfico 12. Pronósticos del precio del petróleo (spot promedio anual)**



**Fuente:** Short-Term Energy Outlook (STEO) de la AIE.

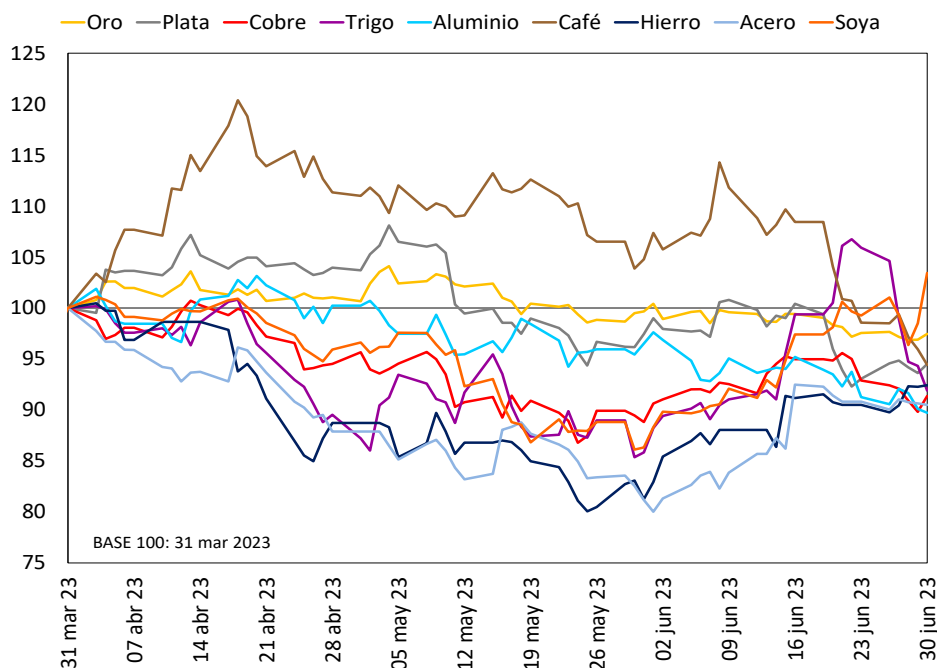
A partir del enero de 2023 la AIE incorporó pronósticos para 2024. Los últimos valores corresponden al STEO de julio de 2023.

**Con respecto a los precios de otras materias primas generadoras de energía, las referencias europea y estadounidense del gas natural licuado (GNL) presentaron comportamientos dispares, mientras que el carbón se desvalorizó.** La referencia europea de GNL (*TTF*) se desvalorizó a lo largo del trimestre ante menores temores de una oferta insuficiente para el invierno y la menor demanda por un clima más templado. Por otro lado, la referencia estadounidense presentó fuertes valorizaciones como respuesta a una mayor demanda estacional (Gráfico 11).

**Otros *commodities* como los metales preciosos y los bienes industriales se desvalorizaron.** El oro y la plata cerraron con desvalorizaciones<sup>13</sup> luego del incremento de tasas por parte del *BoE* y las expectativas de mayores tasas de interés por parte de la *FED*, esto en un entorno de incertidumbre y percepción de riesgo a nivel global (ver Entorno internacional). Los precios de los *commodities* industriales estuvieron determinados, en gran medida, por la demanda China más débil a la anticipada y las perspectivas de una recuperación económica más lenta. Sin embargo, las reducciones de tasas de interés por parte del Banco Popular de China para impulsar la economía pudieron haber incidido, acotando estas desvalorizaciones (Gráfico 13).

<sup>13</sup> El oro y la plata cerraron con desvalorizaciones de 2,5% y 5,5%, respectivamente.

**Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos**



Fuente: Bloomberg.

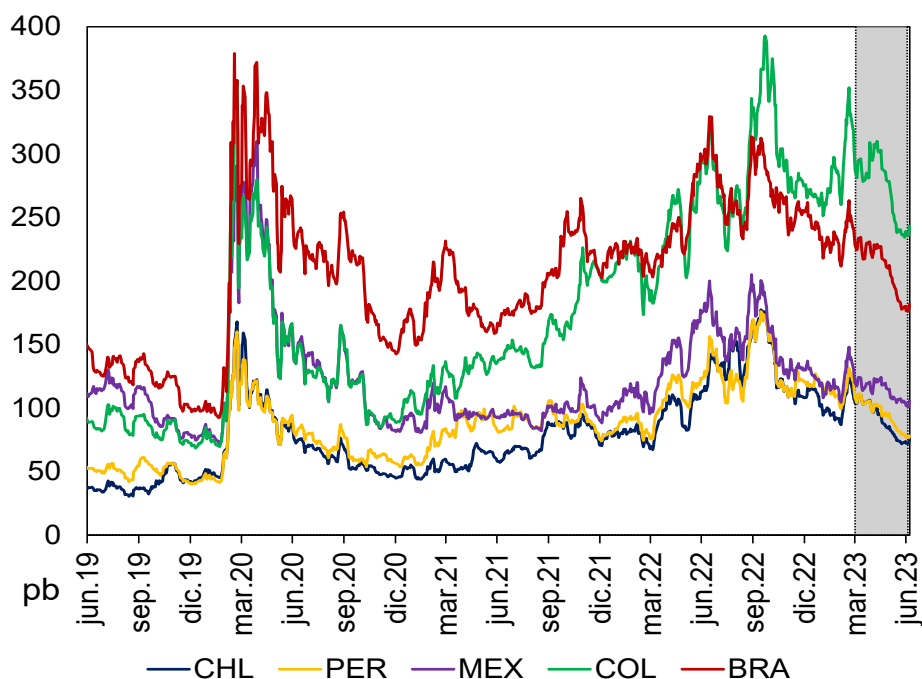
Finalmente, los *commodities* agrícolas como el trigo y el café presentaron desvalorizaciones (8,1% y 5,6%, respectivamente), mientras que la soya se valorizó 3,4% durante el trimestre. El precio del café, aunque se ha mantenido en niveles altos desde el 2021, presentó desvalorizaciones durante la última semana de junio ante la expectativa de una mayor producción en Brasil y las expectativas de mayor oferta durante la segunda mitad de 2023. Sin embargo, factores como el fenómeno de El Niño podrían incrementar los precios a causa de una potencial sequía. La soya, por su parte, se valorizó por temores de oferta, ante un clima más seco que puede afectar su producción (Gráfico 13).

#### 4. Percepción de riesgo a nivel local

En adición al mayor apetito por riesgo a nivel global, la menor percepción de riesgo a nivel local también estuvo favorecida por algunos factores idiosincráticos. Dentro de estos factores se destaca: *i*) la expectativa de que la inflación total haya tocado un techo en el 1T23, lo que de acuerdo con el mercado, permitiría al Banco de la República comenzar un ciclo de recortes de tasa de interés durante el segundo semestre del año (ver Mercado monetario colombiano); *ii*) la percepción favorable de la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un rol importante en la revisión y discusión de las reformas propuestas por el Gobierno; y *iii*) los anuncios de la calificadora de riesgo Moody's, quien ratificó el grado de inversión de la deuda pública colombiana, mejoró la perspectiva de crecimiento para este año de alrededor de 1,0% a 1,5%, y reconoció que se ha mantenido el historial de políticas macroeconómicas prudentes por parte del Gobierno.

**En este contexto, los CDS presentaron un mejor desempeño a nivel local frente al de sus pares de la región.** El CDS a 5 años del país disminuyó 52 pb, mientras que el CDS promedio de sus pares de la región y de otros países emergentes cayeron en promedio 33 pb y 16 pb<sup>14</sup>, respectivamente (Gráfico 14). Por su parte, el EMBI+<sup>15</sup> disminuyó en promedio 25 pb en los países de la región, 24 pb en una muestra de países emergentes, y 19 pb en el caso de Colombia (Gráfico 15).

**Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica**

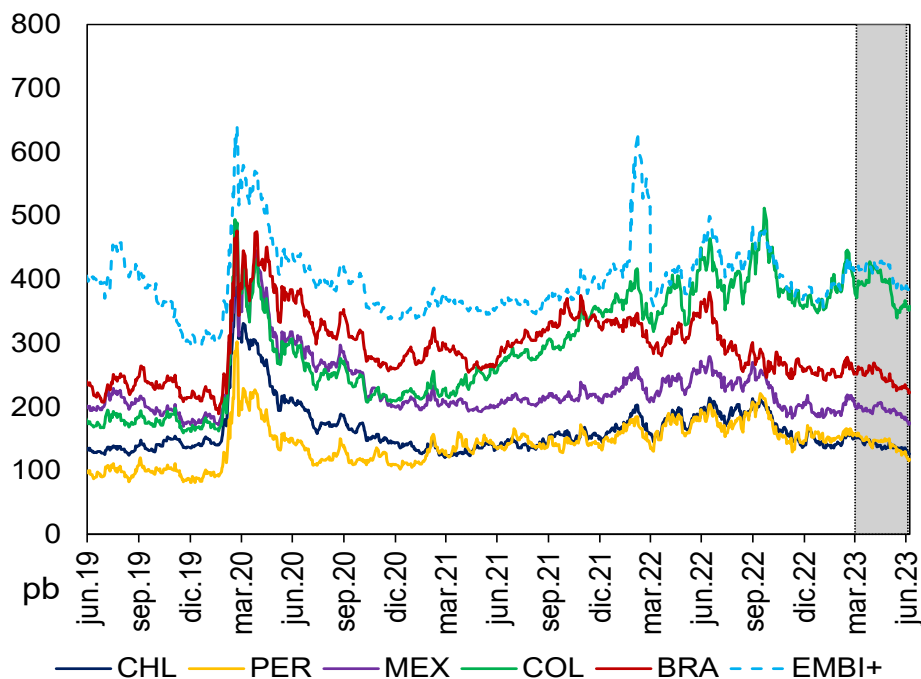


Fuente: Bloomberg.

<sup>14</sup> De acuerdo con el índice CDX EM de Markit, el cual está compuesto por dieciocho emisores soberanos en Latinoamérica, EMEA y Asia.

<sup>15</sup> El 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 títulos de renta fija en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Tesoros de Estados Unidos, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Un incremento de este indicador refleja mayor riesgo de crédito del país emisor.

**Gráfico 15. Spreads deuda soberana (EMBI+) de Latinoamérica**

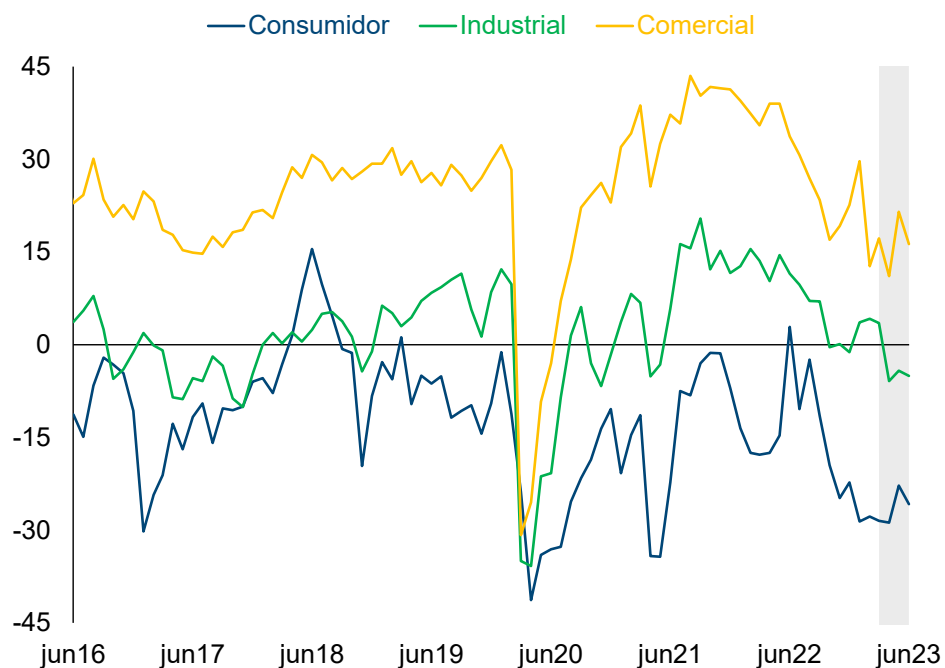


Fuente: Bloomberg.

En línea con la mejor percepción de riesgo a nivel local, durante el trimestre se observó un aumento de la confianza comercial y del consumidor<sup>16</sup>. El avance en la confianza del consumidor se explicó por una mejora, tanto de las expectativas de los consumidores, así como de la percepción de las condiciones económicas. Aunque este indicador continúa en terreno negativo, la mejora observada durante el trimestre lo llevó de vuelta a niveles no observados desde septiembre de 2022. Asimismo, la confianza comercial presentó un repunte, explicado por una mejor percepción de la situación económica actual de la empresa y unas expectativas más optimistas para el próximo semestre. Por el contrario, la confianza industrial presentó un deterioro, que la llevó a terreno negativo, como consecuencia de un menor volumen de pedidos y unas menores expectativas de producción para el próximo trimestre (Gráfico 16).

<sup>16</sup> Los 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.

**Gráfico 16. Indicadores de confianza**

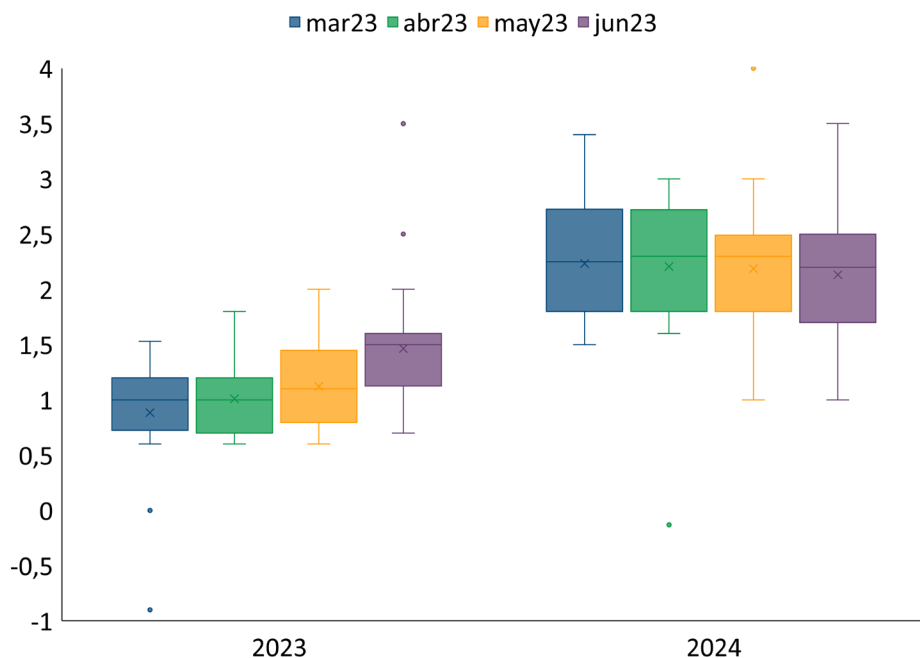


Fuente: Fedesarrollo.

Por otro lado, de acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera<sup>17</sup> (EOF), durante el trimestre se observó una mejor expectativa de crecimiento para 2023 junto al deterioro de la perspectiva para 2024, y unas expectativas de inflación similares a las registradas el trimestre previo. Para 2023, la expectativa de crecimiento aumentó de 1,0% en marzo a 1,5% en junio, mientras que para 2024 se redujo de 2,30% a 2,20% (Gráfico 17). En cuanto a las expectativas de inflación, la misma encuesta indica que estas se mantuvieron alrededor de 9,2% y 5,2% para 2023 y 2024, respectivamente (Gráfico 18).

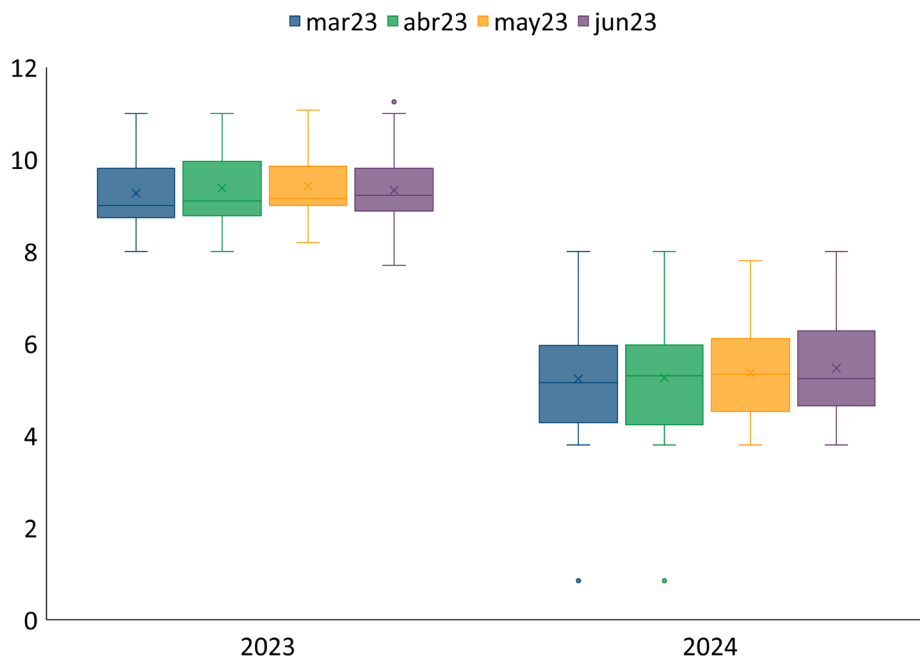
<sup>17</sup> Encuesta realizada mensualmente por Fedesarrollo y la BVC.

### Gráfico 17. Expectativas de crecimiento



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la BVC.

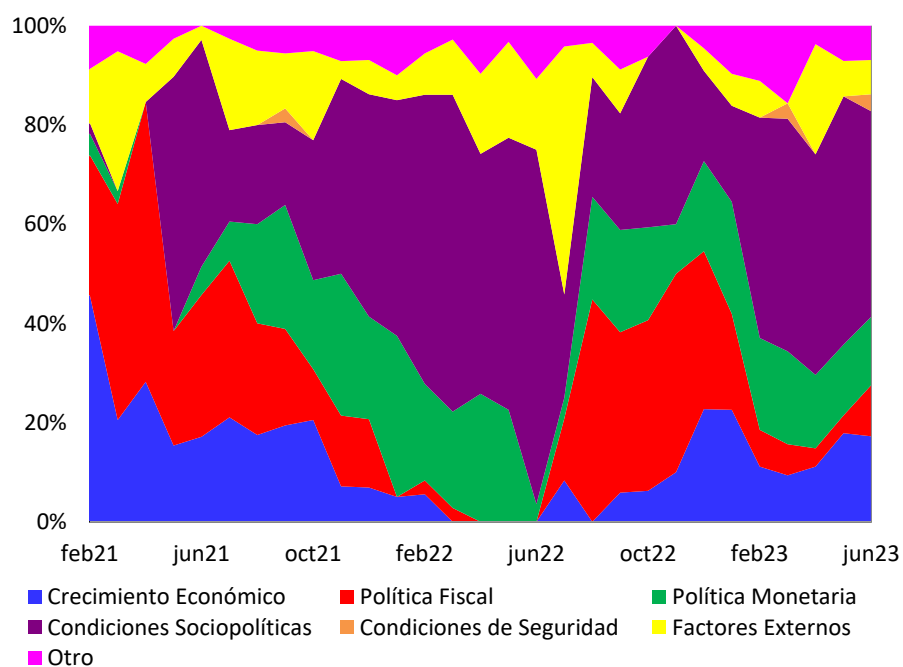
### Gráfico 18. Expectativas de inflación



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la BVC.

**Pese a la corrección de la percepción de riesgo a nivel local, ésta aún continúa elevada si se compara con sus pares de la región.** Lo anterior es coherente con la dinámica de los flujos negativos de inversión extranjera de portafolio en Colombia<sup>18</sup> (ver Mercado de deuda pública interna y externa), la cual fue distinta durante el trimestre a la de otras economías emergentes (ver Entorno internacional). Por otro lado, de acuerdo con varios analistas del mercado, en el corto plazo la percepción de riesgo a nivel local seguirá reflejando una alta incertidumbre y continuará estando influenciada por la senda de ajuste de variables como la inflación, los déficits fiscales y de cuenta corriente, por el trámite de la agenda de reformas en el Congreso, así como por la evolución de las condiciones sociopolíticas. Esto último se ve reflejado en el resultado de la EOF, la cual ha señalado persistentemente durante los últimos meses que cerca de la mitad de los agentes encuestados consideran las condiciones sociopolíticas como el factor más relevante a la hora de invertir en Colombia (Gráfico 19).

**Gráfico 19. Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión**



**Fuente:** Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la BVC.

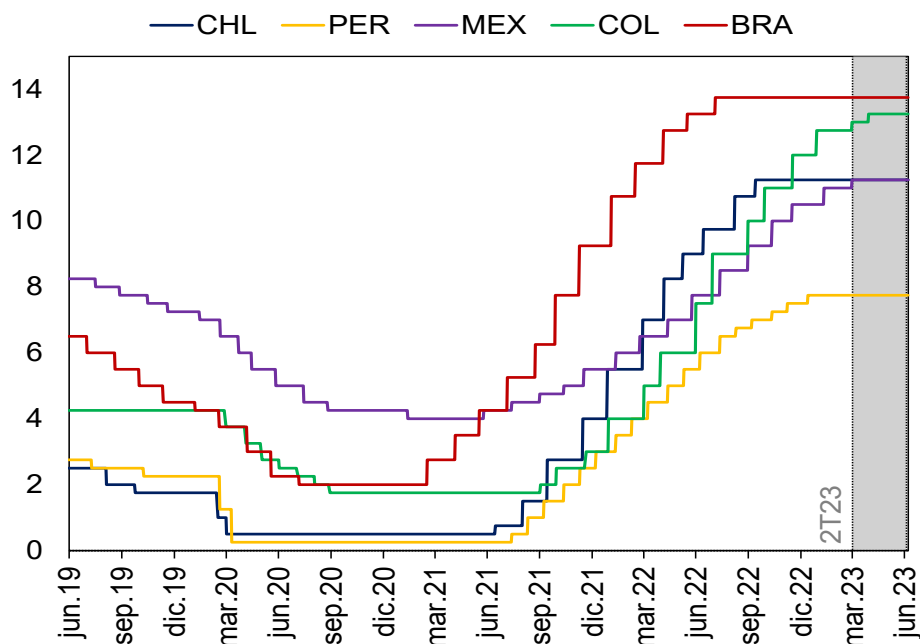
<sup>18</sup> Con información de la balanza cambiaria del Banco de la República, en el país en el trimestre se presentaron salidas de inversión de portafolio por USD 0,91 mm.

## 5. Mercado de renta fija y monetario

### 5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

En el segundo trimestre de 2023 los bancos centrales de la región frenaron el ritmo de ajuste de su política monetaria<sup>19</sup>. En particular, Colombia redujo la magnitud de los incrementos de la tasa de referencia aumentando 25 pb en el 2T23 mientras que en el 1T23 aumentó 75 pb. La dinámica de la TPM en la región se da en un contexto de una desaceleración en el crecimiento de la inflación y ante expectativas de que se acerque el fin de los aumentos de la tasa de política monetaria en EE.UU. y la Eurozona<sup>19</sup> (Gráfico 20).

**Gráfico 20. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos**



Fuente: Bloomberg.

**A nivel local, la Junta Directiva del Banrep (JDBR) aumentó en abril la tasa de referencia en 25 pb, mientras que en la reunión de junio mantuvo la tasa inalterada.** Estas decisiones tuvieron en consideración los siguientes elementos:

<sup>19</sup> En el segundo trimestre de 2023 los bancos centrales de Brasil, México, Chile y Perú mantuvieron sus tasas de política inalterada en 13,75%, 11,25%, 11,25% y 7,75%, respectivamente. En el trimestre anterior los bancos centrales de México y Perú aumentaron la TPM en 75 pb y 25 pb, en su orden. Los bancos centrales de Brasil y Chile no han modificado su TPM durante dos trimestres consecutivos.

- La inflación anual de precios al consumidor descendió en junio por tercer mes consecutivo y se situó en 12,13%, liderada por la evolución de los precios de los alimentos, cuya inflación anual se redujo de 27,8% en diciembre de 2022 a 14,3% en junio de 2023.
- La desaceleración de la actividad económica que comenzó a observarse a partir del cuarto trimestre de 2022 y ha continuado durante los primeros meses de 2023, pero a un ritmo inferior al previsto. En el primer trimestre de 2023 el PIB registró un crecimiento anual de 3,0%, inferior al del mismo trimestre del año anterior (8,1%), como resultado de la desaceleración del consumo y la contracción de la formación bruta de capital.
- Las expectativas de inflación total a plazos mayores o iguales a un año han comenzado a caer, pero continúan aún por encima de la meta.
- El peso colombiano ha presentado una apreciación de alrededor de 9% en lo corrido del año y las primas de riesgo para Colombia han disminuido de forma sustancial, revirtiendo parcialmente el deterioro relativo que se observó en los dos años anteriores con respecto a otras economías emergentes.

**Durante el trimestre, en todos los países de la región la inflación presentó mayores reducciones frente al comportamiento observado durante el primer trimestre del año y en la mayoría de los casos aún se ubica en niveles superiores a la meta de los bancos centrales<sup>20</sup>.** La caída de la inflación se da en un entorno donde las TPM alcanzaron niveles máximos de más de 20 años. En el trimestre la inflación de Colombia cayó 121 pb liderado por el comportamiento de los precios de los alimentos. Sin embargo, aún se observan aumentos en la inflación de regulados (combustibles, servicios públicos, transporte) y en la inflación de servicios (Gráfico 21 y Tabla 2).

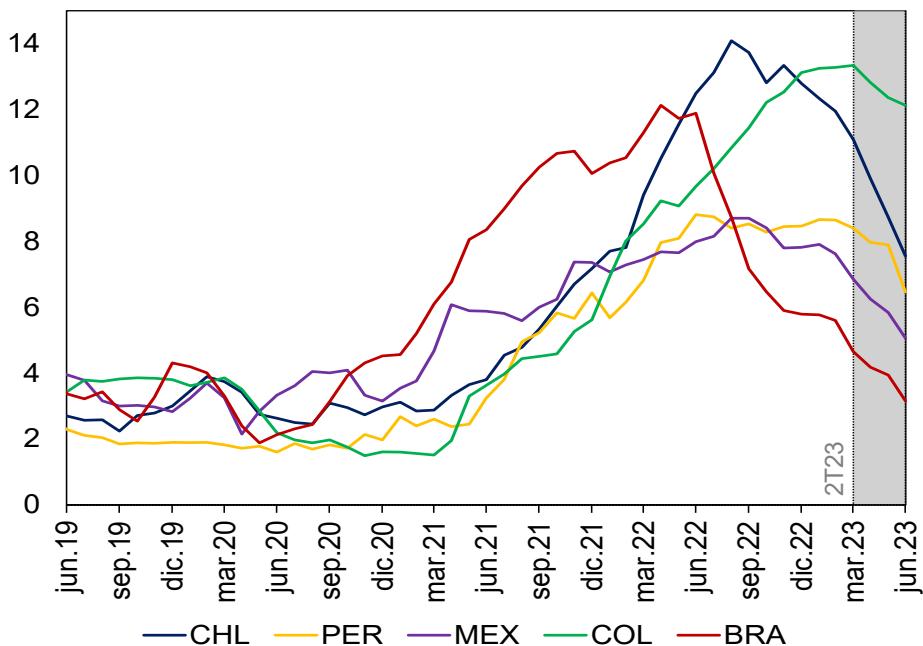
**Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación 2023**

País	Mar 2023	Jun 2023	Meta
COL	13,34%	12,13%	3,00%
BRA	4,65%	3,16%	3,25%
CHL	11,09%	7,56%	3,00%
MEX	6,85%	5,06%	3,00%
PER	8,4%	6,46%	2,00%

**Fuente:** Bloomberg y bancos centrales de la región.  
De acuerdo con lo informado en la página de los bancos centrales.

<sup>20</sup> Brasil es el único país de la región donde la inflación ya se encuentra en valores cercanos a su meta de 3,25%.

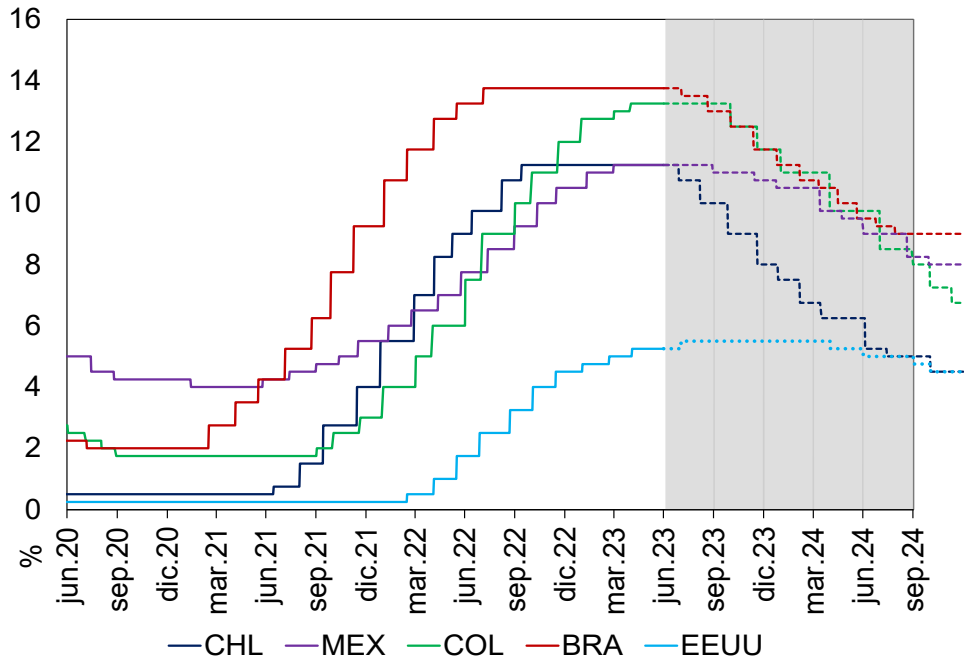
**Gráfico 21. Inflación en los países de la región**



Fuente: Bloomberg.

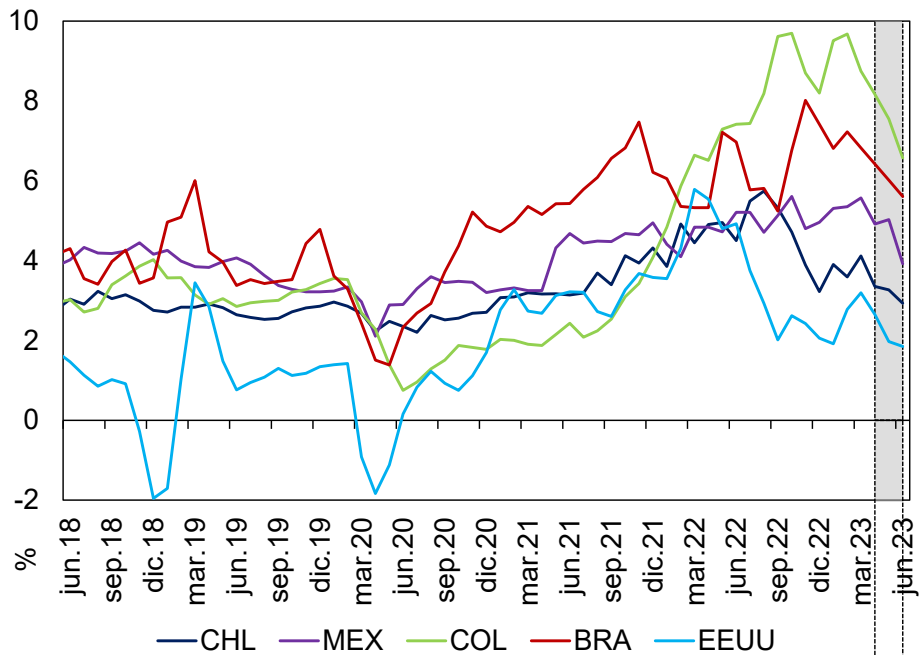
**En línea con la reducción de la inflación, los mercados financieros empezaron a descontar reducciones de la TPM en los países de la región durante el segundo semestre de 2023.** Las tasas del mercado OIS a 1 año en Brasil, Chile, México y Colombia cayeron entre 10 pb y 79 pb, sugiriendo expectativas de una TPM menos contractiva para 2023. Estos mercados descuentan sendas con reducciones de la TPM para el segundo semestre del año, lo cual contrasta con las expectativas en EE.UU., en donde el mercado anticipa un aumento de las tasas de los fondos federales en julio 2023 y reducciones hasta después del primer trimestre de 2024 (Gráfico 22). Las expectativas de reducciones de la TPM en los países de la región están en línea con las reducciones de las expectativas de inflación que se pueden extraer de diferentes instrumentos financieros (Gráfico 23).

**Gráfico 22. Expectativas de TPM implícitas en el mercado**



Fuente: Bloomberg y Banrep.

**Gráfico 23. Expectativas de inflación a un año implícitas en el mercado**

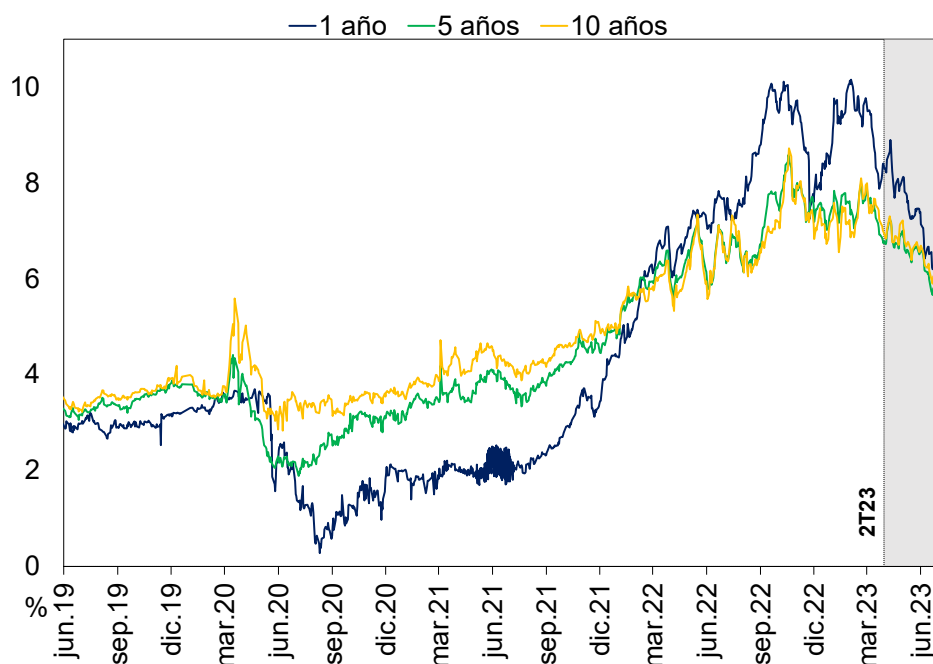


Fuente: Bloomberg y Banrep.

La información para Chile se obtiene como la compensación inflacionaria de los swaps promedio de cámara para el plazo a un año. Para Brasil, México y EE. UU. se usa información del BEI de Bloomberg.

En Colombia, durante el 2T23 la inflación implícita (*Break-Even Inflation - BEI*) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó. Las reducciones observadas para los plazos de 1, 5 y 10 años fueron de 194 pb, 80 pb y 92 pb, respectivamente y al 30 de junio de 2023 se ubicaron en 6,38%, 5,98% y 6,02%, en su orden (Gráfico 24).

**Gráfico 24. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años**

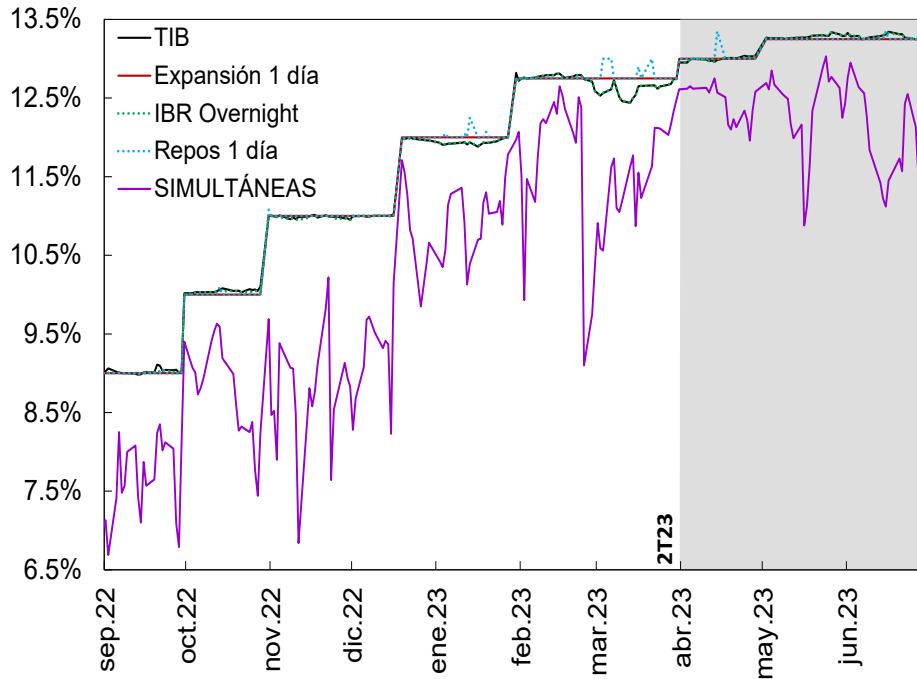


Fuente: Banrep.

## 5.2. Mercado monetario colombiano

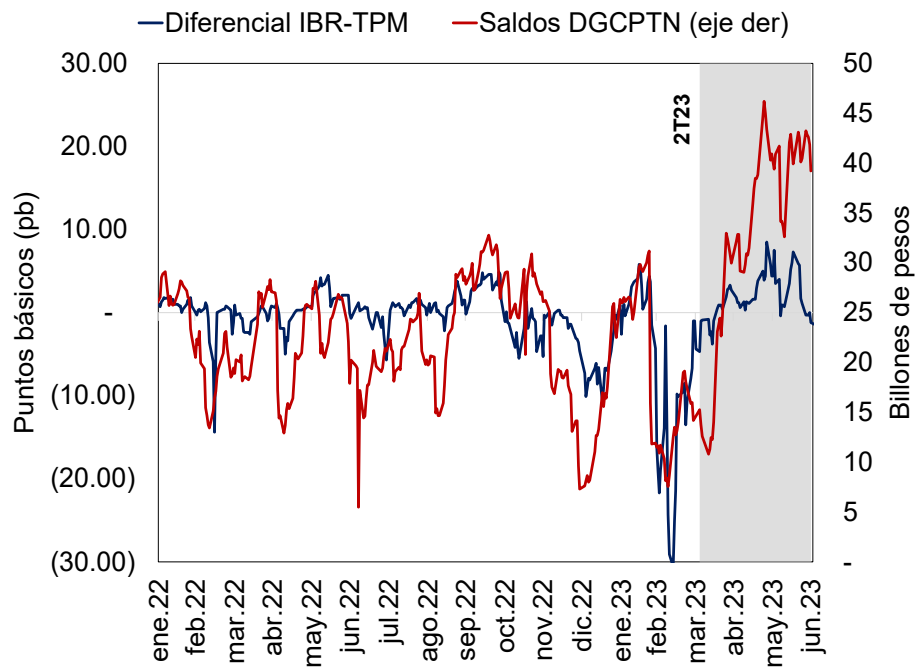
En el mercado monetario la tasa IBR O/N estuvo en niveles muy cercanos a la TPM durante el trimestre, no obstante, se observaron algunas diferencias positivas en ciertos períodos evidenciando algún apretamiento en la liquidez del mercado monetario. Este evento se comenzó a observar a mediados de mayo, la máxima diferencia entre estas tasas fue de 8,5 pb y la diferencia promedio se ubicó en niveles bajos (1,8 pb). Esta diferencia se puede explicar en parte por los altos depósitos de la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banrep (Gráfico 25 y Gráfico 26).

**Gráfico 25. Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N**



Fuente: Bloomberg y Banrep.

**Gráfico 26. Saldo de la cuenta de la Nación en Banrep y diferencial entre el IBR O/N y la TPM**



Fuente: Banrep.

**En este contexto el banco ofreció repos a plazos<sup>21</sup> y realizó compras en el mercado de deuda pública con el objetivo de suministrar liquidez permanente a la economía y evitar que el IBR se desvíe de la TPM.** En particular, en mayo y junio de 2023 el Banrep efectuó compras definitivas de TES B en el mercado por COP 3.124,1 mm y COP 1.711,7 mm (valor a precios de mercado), respectivamente. Al finalizar junio de 2023, el saldo de TES en poder del Banrep se ubicó en COP 43.751,4 mm (valor a precios de mercado). Este tipo de operaciones son comúnmente utilizadas por el Banrep para ajustar los niveles necesarios de liquidez para asegurar una transmisión efectiva de la política monetaria.

**La intervención del Banrep en busca de promover un comportamiento adecuado en la liquidez del sistema, no es un comportamiento nuevo,** tal como se muestra en el Recuadro 2: Compras de activos por parte de los bancos centrales en respuesta a la crisis del Covid-19. El principal objetivo de este Recuadro es sintetizar los principales hallazgos sobre la experiencia de varios bancos centrales con la intervención mediante compras de activos durante la pandemia del Covid-19.

### 5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

**La estructura a plazos de la deuda pública en moneda local para la mayoría de los países desarrollados mostró desvalorizaciones en todos sus tramos durante el 2T23, en respuesta a la incertidumbre en torno al futuro de la dinámica de la inflación y la senda de política monetaria.** Las tasas del tramo corto se desvalorizaron más que las del tramo largo ante las expectativas de que los bancos centrales de economías desarrolladas continúen con el ciclo de aumentos de tasas para garantizar la convergencia de la inflación a sus metas, debido a la persistencia de las presiones inflacionarias y la fortaleza del mercado laboral, llevando a que las pendientes de las curvas de estos países se tornaran más negativas (Gráfico 27, Gráfico 28 y Gráfico 29).

**En la región, los títulos de deuda pública en moneda local presentaron valorizaciones (Gráfico 30, Gráfico 31 y Gráfico 32).** Este comportamiento se encuentra asociado con expectativas del mercado sobre una finalización del ciclo de aumentos de tasas durante los próximos meses y un mejor apetito por activos riesgosos a nivel global. Además, se vieron impulsados por la tendencia decreciente de los datos y expectativas de inflación y la desaceleración económica en varias de estas economías. El comportamiento de la deuda pública en la región también se debe a algunos factores idiosincráticos.<sup>22</sup>

**La deuda pública local ha continuado con la tendencia de valorizaciones de las tasas cero cupón de los TES pesos y en menor magnitud de aquellos denominados en UVR (Gráfico 30, Gráfico 31, Gráfico 32 y ver Política monetaria e inflación en Latinoamérica).** Los TES denominados en UVR

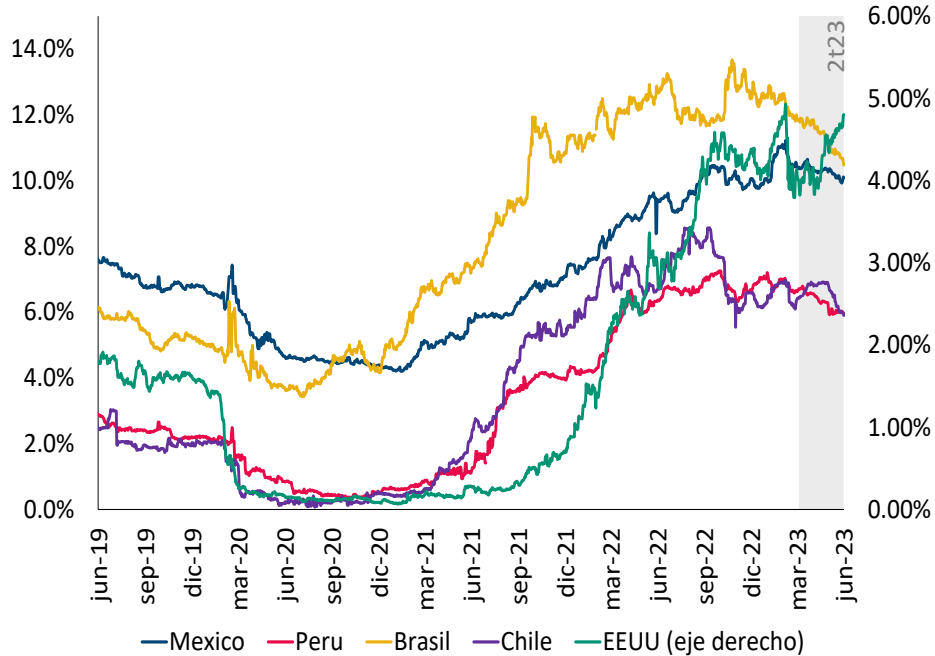
---

<sup>21</sup> En el primer trimestre se ofrecieron repos a plazo de 1 y 7 días, y a partir de mayo se empezaron a ofrecer a 14 y a 30 días.

<sup>22</sup> i) En México, la valorizaciones pudieron haber sido contenidas por la postura hawkish de su Banco Central ; ii) En Chile, la curva de rendimientos se empinó en medio de una alta volatilidad en las cotizaciones del cobre y expectativas de que el Banco Central empiece el ciclo de reducción de tasas en los próximos meses; iii) En Brasil, las valorizaciones por las expectativas de recortes de tasa pudieron haber sido contenidas por la incertidumbre fiscal y las tensiones entre el Banco Central y el Gobierno; y iv) En Perú, se presentaron valorizaciones, pese al descenso en los precios del cobre, en medio de la mayor percepción de estabilidad política del país y menores presiones inflacionarias

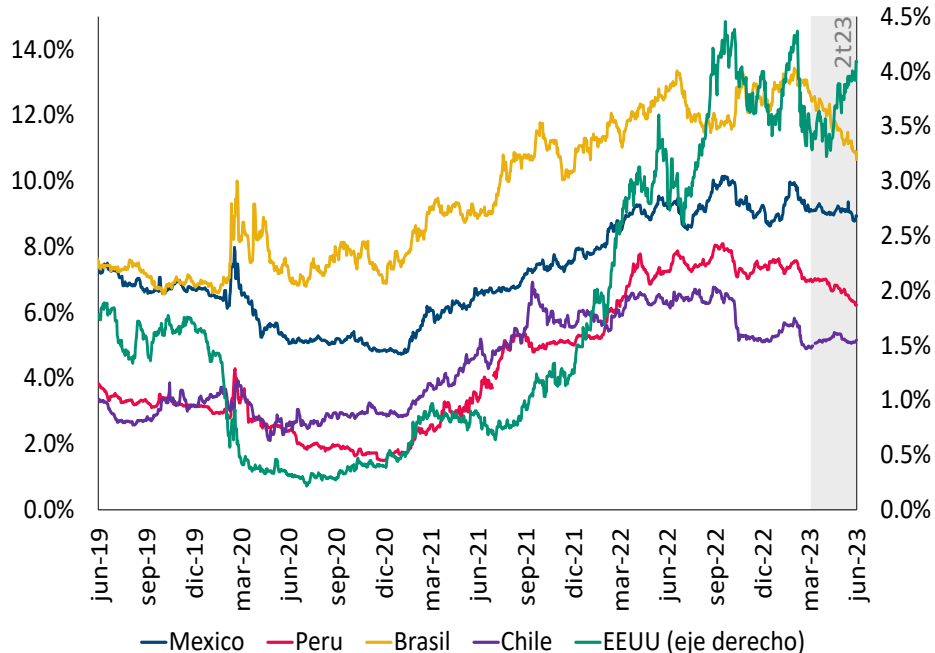
presentaron menores valorizaciones que los TES en pesos debido a las expectativas de inflación a la baja. Además, los títulos en pesos de Colombia presentaron en general valorizaciones superiores a las de sus pares de la región en todos los tramos, solo superadas por las registradas por los títulos brasileños.

**Gráfico 27. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 2 años**



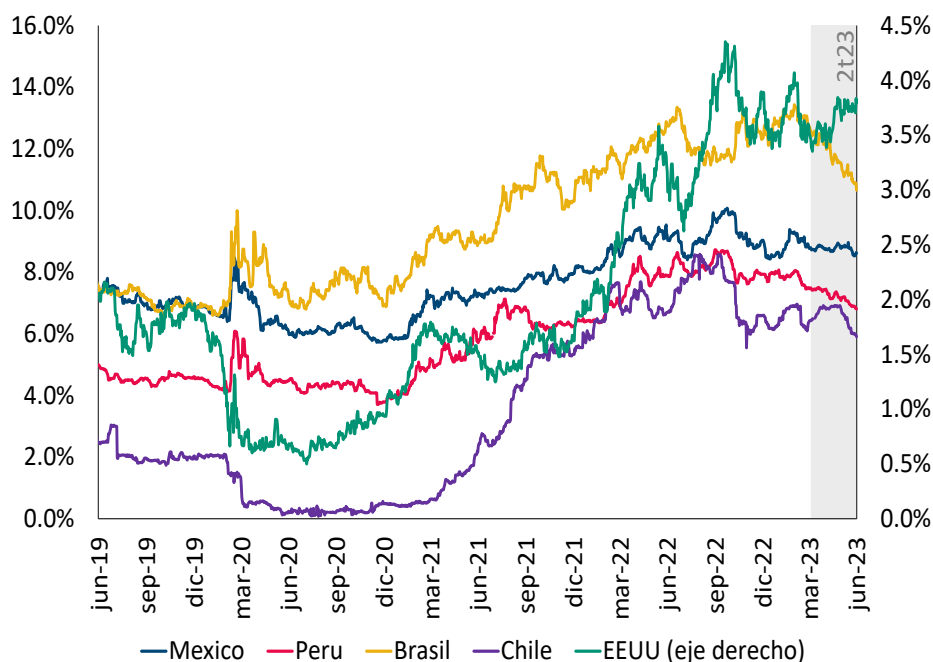
Fuente: Bloomberg y Banrep.

**Gráfico 28. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años**



Fuente: Bloomberg y Banrep.

**Gráfico 29. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años**

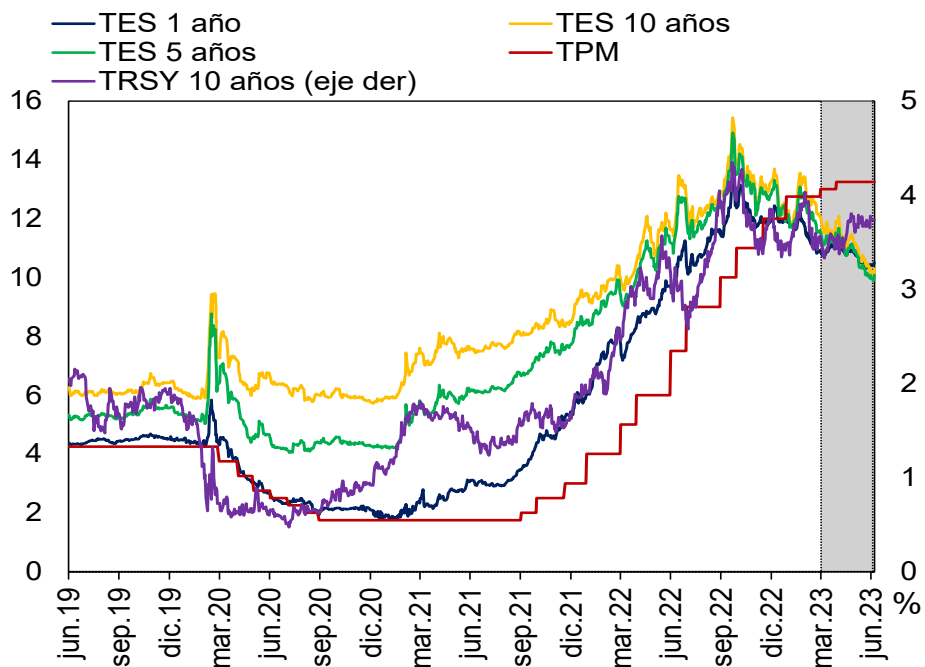


Fuente: Bloomberg y Banrep.

**Además, la pendiente de la curva de rendimientos en pesos se encuentra en mínimos históricos y está cerca de una posible inversión.** En el tramo corto, las valorizaciones estuvieron asociadas con las expectativas de que el Banrep no realice incrementos adicionales de tasas debido a los datos de inflación que sorprendieron a la baja durante el 2T23, el descenso en las expectativas de inflación y la prima por riesgo inflacionario (Ver Recuadro 1: Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse). Por su parte, los tramo medio y largo de la curva se vieron más favorecidos por el mayor apetito por activos de riesgo a nivel internacional y una demanda importante de agentes locales por TES<sup>23</sup>.

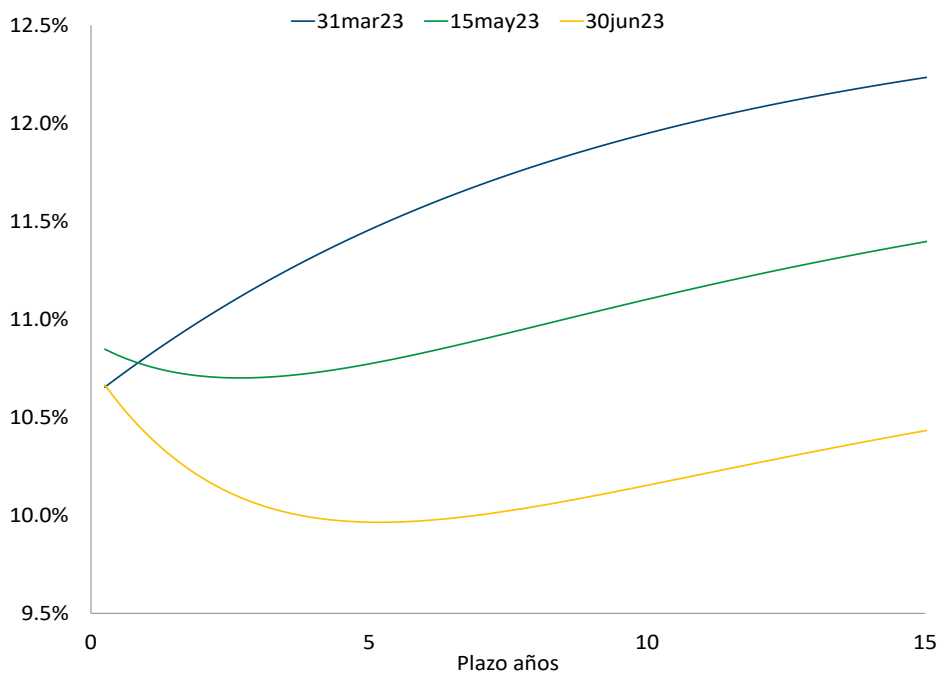
<sup>23</sup> En el 2T23 se presentaron vencimientos de TES por cerca de COP 3,6 b y pago de cupones de TES por COP 2,3 b.

**Gráfico 30. Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del Banrep**



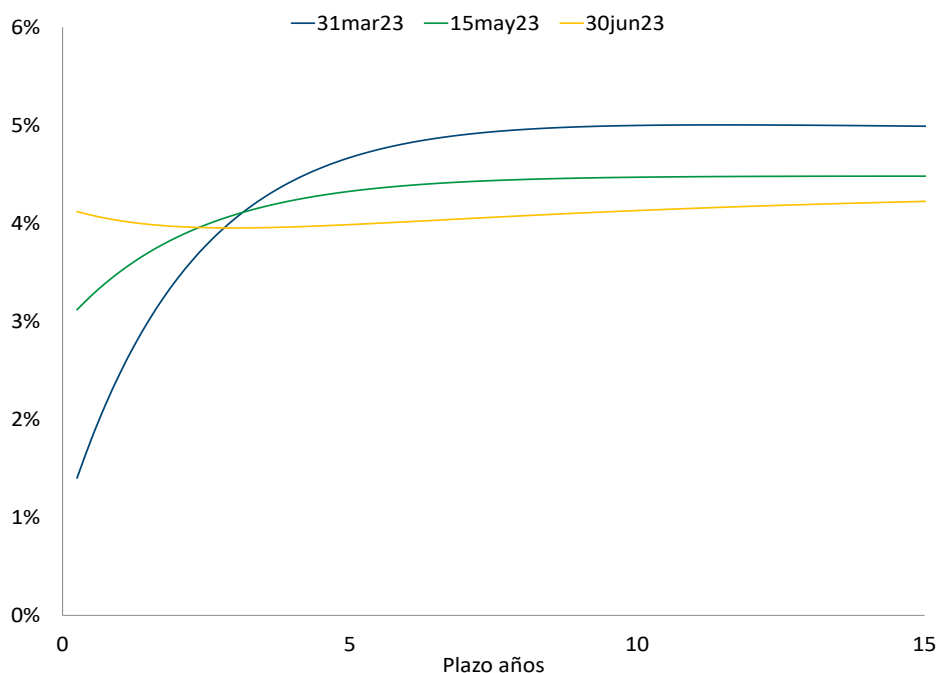
**Fuente:** Bloomberg, Banrep.  
 TRSY corresponde a los Tesoros de Estados Unidos a 10 años.

**Gráfico 31. Curva spot en pesos, Colombia**



**Fuente:** Banrep.

**Gráfico 32. Curva spot en UVR, Colombia**



Fuente: Banrep.

**A pesar del comportamiento favorable de los TES, y en un ambiente de mejoría en la volatilidad del mercado<sup>24</sup>, los inversionistas extranjeros acentuaron su tendencia vendedora de títulos de deuda pública en moneda local.** Estos agentes vendieron COP 4.104 mm en TES pesos y compraron COP 1.659 en TES UVR en el mercado de contado en el 2T23<sup>25</sup>. En lo corrido del año, acumulan ventas por COP 3.564 mm<sup>26</sup> y COP 414 mm<sup>27</sup> de TES en pesos y UVR en el mercado de contado, respectivamente. Estas son las mayores ventas acumuladas para inicio de año desde 2014. Estas ventas podrían estar asociadas con algunos factores de riesgo local (Ver Percepción de riesgo a

<sup>24</sup> En el 2T23, la volatilidad condicional promedio, medida a través de modelos GARCH (1,1), de las tasas cero cupón de los TES en pesos a 1, 5 y 10 años disminuyó con respecto al promedio del 1T23.

<sup>25</sup> En abril registraron flujos netos por COP 892 mm y COP 269 mm TES en pesos y UVR, respectivamente. En mayo, COP -2.280 mm y COP 298 mm. Finalmente, en junio por COP -2.715 mm y COP 1.092 mm. En el 2T23, los inversionistas extranjeros disminuyeron su posición compradora en contratos Non-Delivery Forward (NDF) en COP 2.865 mm y COP 387 mm, en TES en pesos y UVR, respectivamente. Un contrato forward es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los forward con liquidación Non-Delivery Forward (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 de TES.

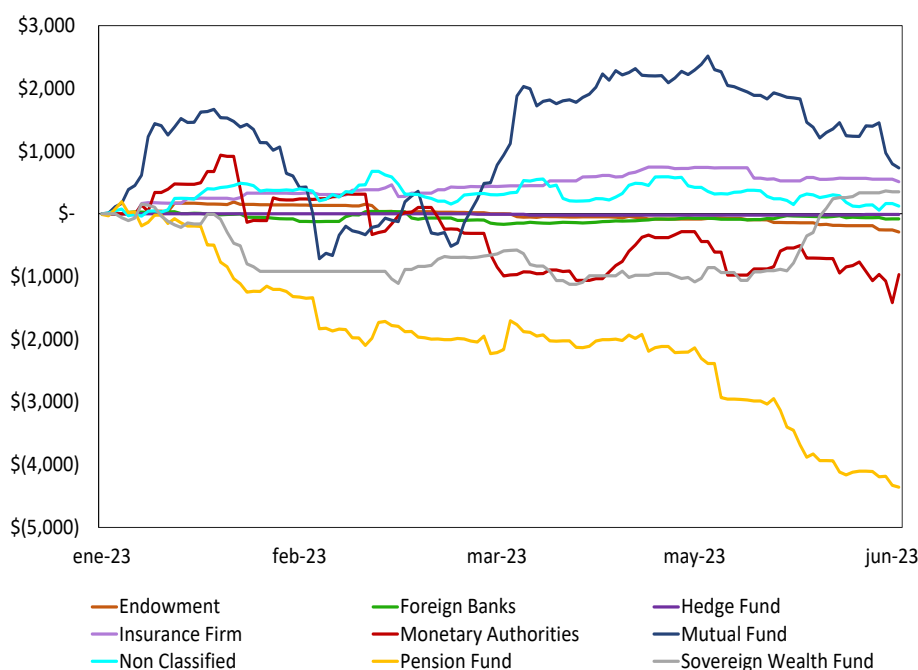
<sup>26</sup> Durante 2023 los inversionistas extranjeros han disminuido su posición mediante contratos Non Delivery Forwards (NDF) de TES denominados en pesos en COP 980 mm.

<sup>27</sup> Durante 2023 los inversionistas extranjeros han disminuido su posición mediante contratos Non Delivery Forwards (NDF) de TES denominados en UVR en COP 871 mm.

nivel local), con tomas de utilidades y ventas de inversionistas pasivos para mantener su exposición estable dadas las valorizaciones acumuladas por los títulos colombianos durante el año.

**Por tipo de inversionista extranjero, se observó una recomposición hacia agentes con una posición menos estable (e.g. fondos mutuos), por mayores salidas de fondos de pensiones internacionales.** Los fondos de pensiones internacionales han sido los principales vendedores durante 2023, seguidos de las autoridades monetarias, con ventas netas por COP 4.359 mm y COP 969 mm respectivamente<sup>28</sup> (Gráfico 33).

**Gráfico 33. Flujos acumulados en 2023 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones)**



Fuente: Banrep.

<sup>28</sup> Con información al 30 de junio, los *endowment funds* registraron ventas por COP 291 mm, los bancos extranjeros por COP 81 mm y los *hedge funds* por COP 11 mm. Los no clasificados presentaron compras por COP 123 mm, los fondos soberanos por COP 351 mm, las compañías de seguros por COP 511 mm y los fondos mutuos por COP 746 mm. En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones internacionales (COP -4266 mm). Los fondos soberanos, los *endowment funds*, las autoridades monetarias, los *hedge funds*, las organizaciones multilaterales, los bancos extranjeros, los no clasificados, las compañías de seguros y los fondos mutuos presentaron flujos netos en TES en pesos por COP -757 mm, COP -310 mm, COP -220 mm, COP -11 mm, COP 4 mm, COP 91 mm, COP 174 mm, COP 443 mm y COP 1291 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentraron en las autoridades monetarias (COP -748 mm). Los fondos mutuos, los bancos extranjeros, los fondos de pensiones internacionales, los no clasificados, los *endowment funds*, las compañías de seguros y los fondos soberanos presentaron flujos netos en TES UVR por COP -545 mm, COP -172 mm, COP -93 mm, COP -51 mm, COP 20 mm, COP 68 mm y COP 1108 mm, respectivamente.

**Pese a lo anterior, los inversionistas extranjeros se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES, por detrás de los fondos de pensiones locales<sup>29</sup>.** Estos últimos agentes han realizado compras importantes de estos títulos en lo corrido del año (COP 15,8 b), compensando parcialmente las salidas de los inversionistas extranjeros (Gráfico 34). Estas compras, se encuentran concentradas en referencias del tramo largo de la curva tanto en TES en pesos como en UVR (COP 17,5 b y COP 3,3 b, respectivamente).

**En línea con el comportamiento de los Tesoros, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares se desvalorizaron durante el 2T23, por lo que estos países continúan afrontando un elevado costo de financiamiento. Sin embargo, los *spreads* entre los títulos soberanos de la región en dólares y los Tesoros presentaron disminuciones.** El Gráfico 35 muestra la diferencia entre el rendimiento de los Bonos Globales de Colombia y el de los Tesoros a 10 años. Allí se observa que en el 2T23 este spread disminuyó 17 pb y continuó ubicándose alrededor de 400 pb, valor que ronda desde el 4T22<sup>30</sup>, indicando un costo de financiamiento alto para el Gobierno.

**En este contexto, el Gobierno no ha visto afectada su capacidad de acceder al fondeo requerido<sup>31</sup>.** Según el FMI, la alta indexación a tasas variables, moneda externa y plazo de madurez corto, son factores que podrían restringir la capacidad de servicio de la deuda de las economías emergentes y ocasionar incrementos en su costo de financiamiento vía mayores *spreads*. Este riesgo es mayor para Colombia en los próximos 5 años, puesto que presenta una mayor concentración de vencimientos de deuda (Gráfico 37). No obstante, la exposición a tasas variables y moneda extranjera presentaron una caída durante el 2T23<sup>32</sup> con respecto a los valores al alza que venían registrando en períodos anteriores (Gráfico 36 y Gráfico 37). Asimismo, la exposición de la deuda externa pública a tasa variable se encuentra por debajo de los niveles del agregado de países emergentes y en desarrollo<sup>33</sup>.

---

<sup>29</sup> La participación de los inversionistas extranjeros dentro de los TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,0% a 33,4%, mientras que en los denominados en UVR pasó de 5,4% a 6,11% durante el 2T23. Dentro del saldo total de TES pasó de 25,2% a 24,2%.

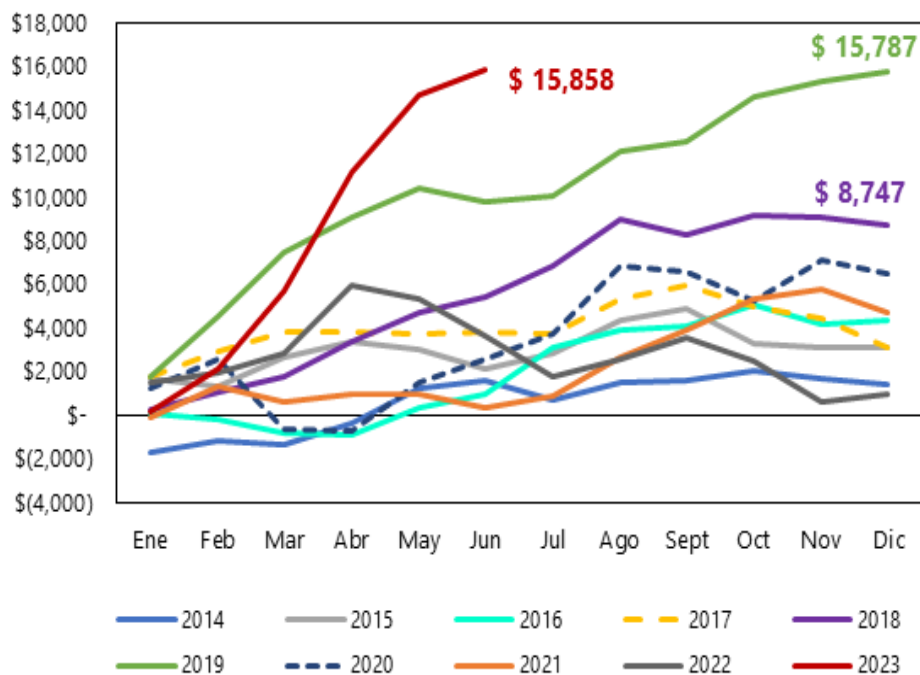
<sup>30</sup> Después de haber presentado una tendencia al alza entre 2021 y 2022, como resultado del aumento de la percepción de riesgo a Colombia y las presiones inflacionarias.

<sup>31</sup> El Bid-to-Cover promedio de las subastas primarias de TES durante 2022 fue de 2,4 veces el monto originalmente subastado. En lo corrido de 2023 este indicador se ha ubicado en promedio alrededor de 3 veces.

<sup>32</sup> La exposición de la deuda total del Gobierno Nacional Central a tasas variables y moneda extranjera se encuentra en niveles de 37,8% y 6,4%, respectivamente, para el 2T23.

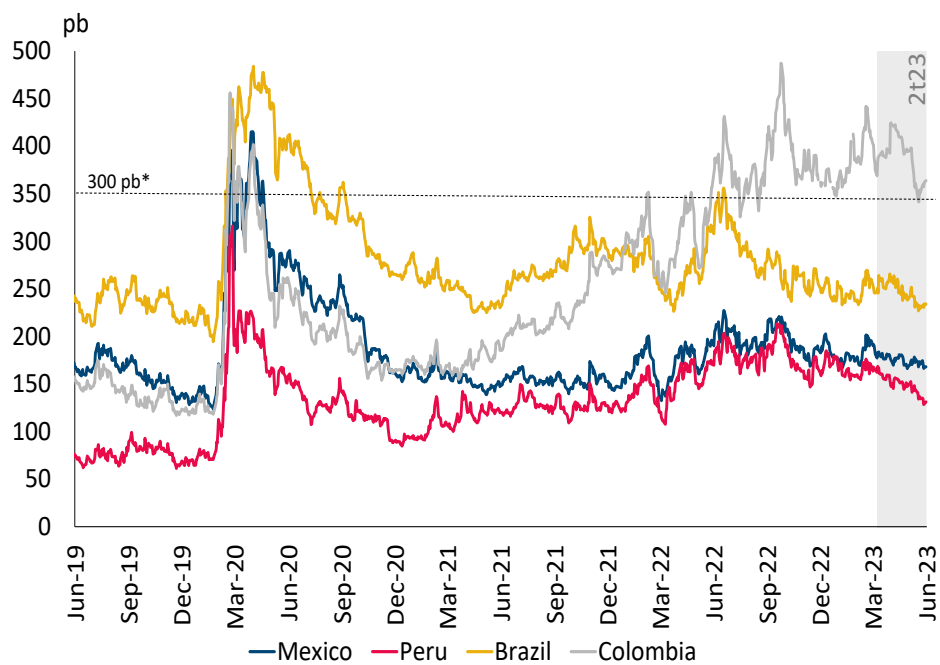
<sup>33</sup> El porcentaje de la deuda externa del Gobierno Nacional Central a tasa variable es de 17% para el 2T23, mientras que en el *World Economic Outlook* de abril de 2023, el FMI reporta que la exposición de la deuda externa del agregado de países emergentes a tasa variable es de 33%. A dólares, la exposición de la deuda externa pública de Colombia es de 89%, nivel alrededor del cual se ha mantenido estable desde abril de 2021, mientras que para el agregado de países emergentes de 65%.

**Gráfico 34. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones)**



Fuente: Banrep.

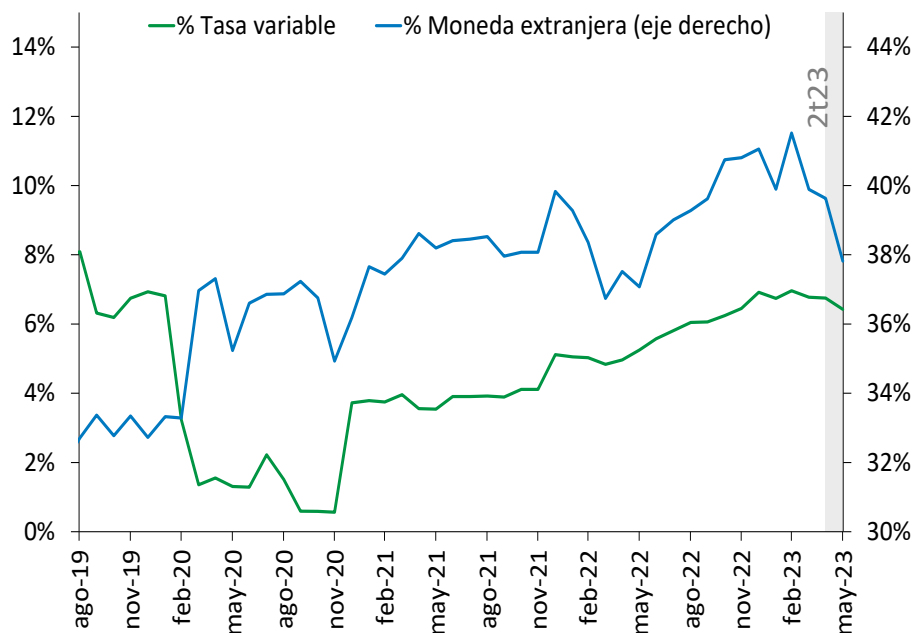
**Gráfico 35. Spread Tesoros – Bonos Globales 10 años**



Fuente: Bloomberg.

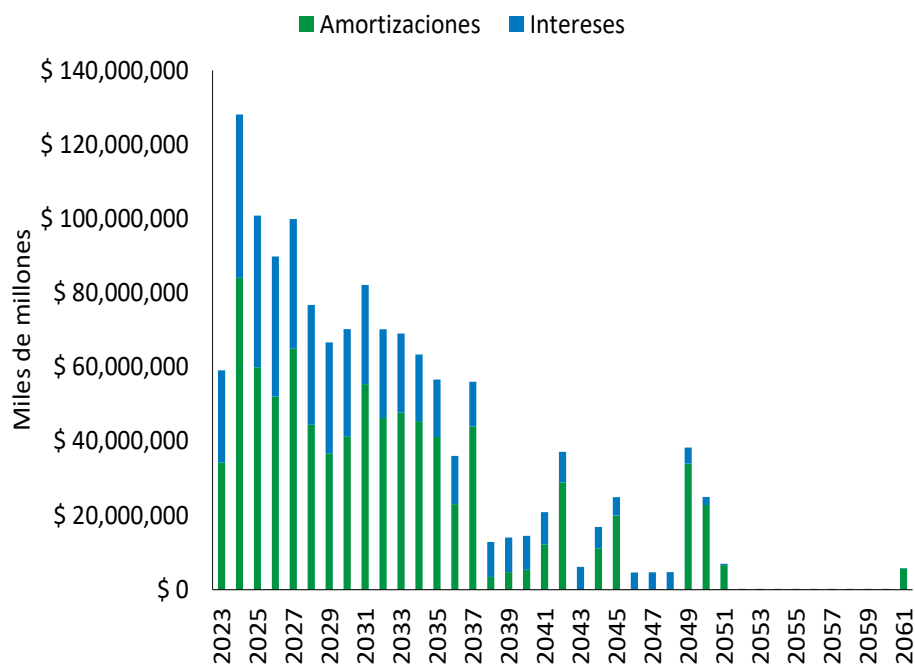
La línea punteada corresponde a uno de los tres umbrales empleados por el FMI para caracterizar el nivel de estrés en el costo de fondeo de la deuda. Estos corresponden a 300 pb (moderadamente estresado), 700 pb (estresado) y 1.000 pb (muy estresado).

**Gráfico 36. Composición por tasa y moneda de la deuda del Gobierno Nacional Central**



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

**Gráfico 37. Perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno Nacional Central**



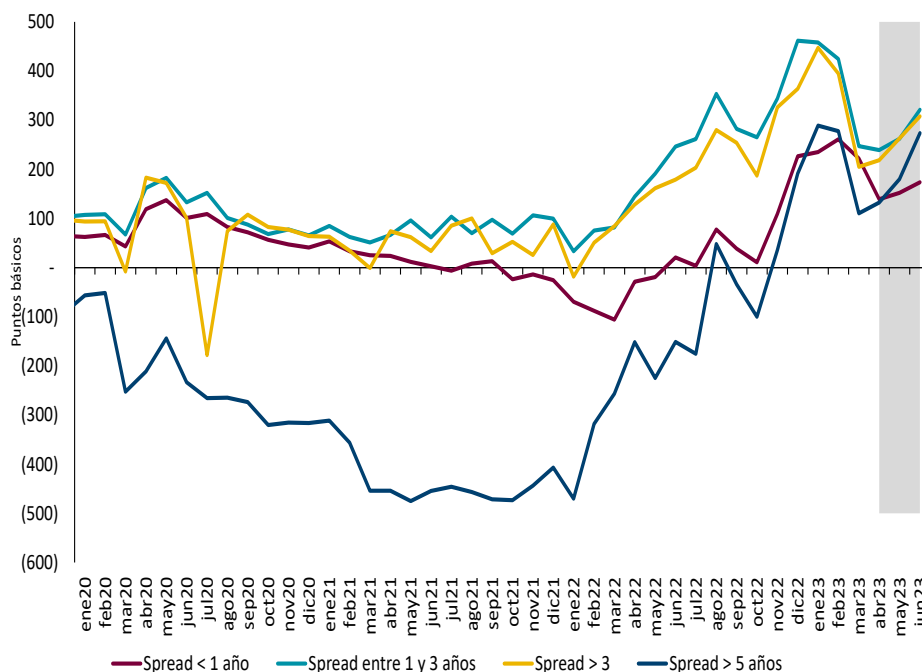
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

## 5.4. Mercado de deuda privada

En el trimestre los costos de fondeo a través de CDTs se ubicaron en promedio por debajo de lo observado en el primer trimestre del año, lo cual se vio reflejado en un menor *spread* promedio entre las tasas de estos títulos<sup>34</sup> y los TES (Gráfico 38). El costo de fondeo a través de CDTs corrigió a la baja en abril siguiendo el comportamiento evidenciado en marzo en línea con la valorización de los TES y en un entorno de mayor liquidez y posteriormente incrementó levemente. Este último comportamiento al alza se puede deber en parte a las condiciones de liquidez en pesos (ver Mercado monetario colombiano).

<sup>34</sup> Para este análisis se tienen en cuenta únicamente las tasas de emisión de CDTs tasa fija en COP depositados en Deceval.

**Gráfico 38. Spread entre las tasas de los CDT y los TES**

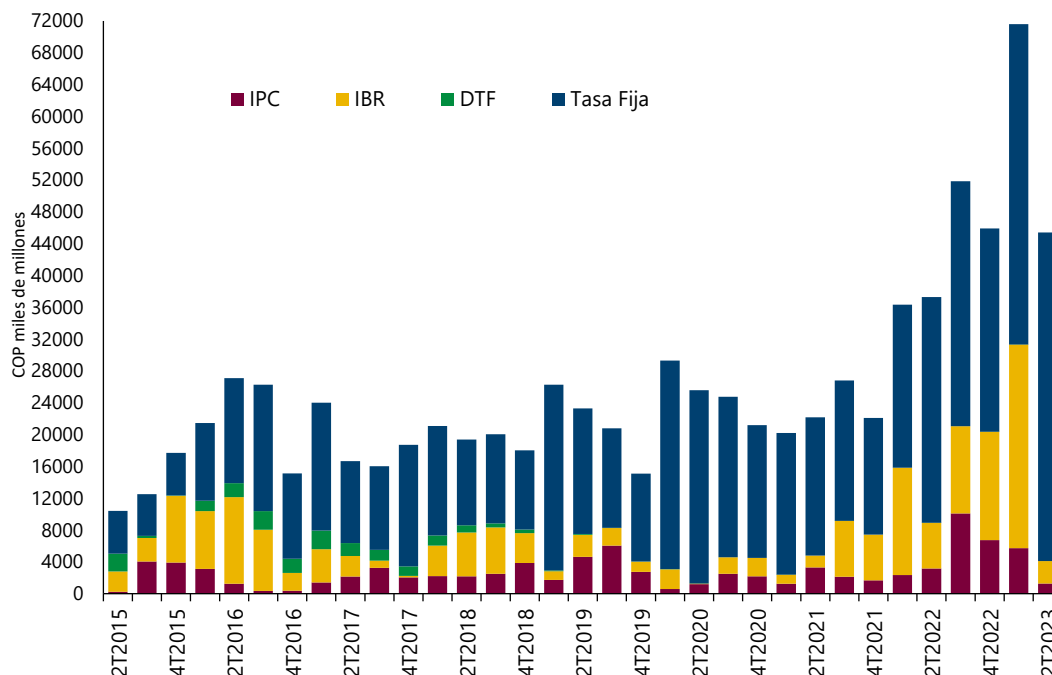


Por su parte, en el periodo se evidencio una disminuci3n en los montos colocados en CDTs, con respecto al 1T23<sup>35</sup>. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por menores colocaciones de t3tulos indexados a IBR e IPC que tuvieron una participaci3n de 6% y 3% sobre el total de colocaciones del trimestre, respectivamente<sup>36</sup> (Gráfico 39).

<sup>35</sup> Se tiene en cuenta 3nicamente los CDTs desmaterializados que se encuentran depositados en Deceval y cuentan con informaci3n de valoraci3n en Precia.

<sup>36</sup> El trimestre anterior las colocaciones indexadas a IBR representaron el 36% de las colocaciones del periodo, mientras que aquellas indexadas a IPC representaron el 8%.

**Gráfico 39. Montos colocados en CDT desmaterializados por tipo de tasa**



Adicionalmente, el fondeo mediante la colocación de bonos ha continuado con un bajo dinamismo y, en línea con esto, no se realizaron colocaciones por medio de la BVC durante el segundo trimestre del año.

## 6. Mercado cambiario

### 6.1. Mercado cambiario global

El dólar estadounidense presentó un comportamiento volátil y cerró con una leve variación al alza frente al cierre del trimestre anterior, continuando en niveles altos frente a su historia (de acuerdo con el índice DXY<sup>37</sup>, el dólar se fortaleció marginalmente un 0,4%). Algunos factores que guiaron su variabilidad fueron los cambios en las expectativas de la magnitud del ajuste monetario por parte de la Reserva Federal (Fed), las cuales se incrementaron frente al cierre del trimestre anterior, expectativas de una política monetaria más contractiva por parte de los bancos centrales de otras economías desarrolladas, y algunos eventos puntuales de aversión al riesgo<sup>38</sup> (ver Entorno internacional, Tabla 3 y Gráfico 40).

<sup>37</sup> Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

<sup>38</sup> Ante las preocupaciones por una desaceleración económica de China tras la publicación de datos débiles en este país (un menor crecimiento de las exportaciones y una caída mayor de las importaciones, además de los resultados débiles de inflación de abril) y la incertidumbre inicial frente a las negociaciones del techo de la deuda estadounidense.

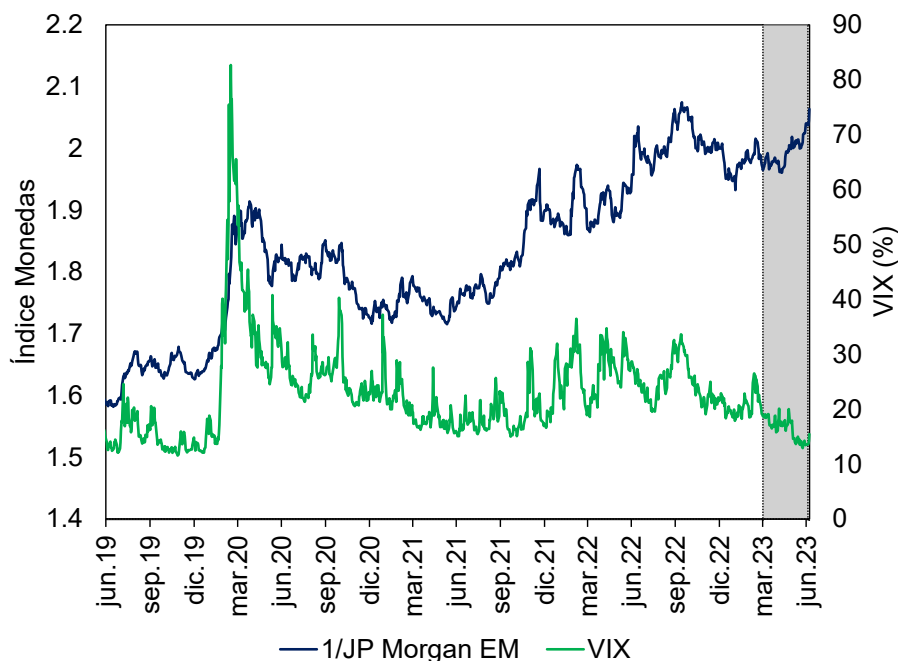
**Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense**

	País	1T23	2T23		País	1T23	2T23
LATINOAMÉRICA	Colombia	-3.4%	-10.1%	ASIA	Corea	3.3%	1.3%
	Brasil	-4.2%	-5.5%		Indonesia	-3.7%	0.5%
	México	-7.5%	-5.1%		Tailandia	-1.3%	3.3%
	Argentina	18.0%	22.8%		China	-0.4%	5.5%
	Perú	-1.1%	-3.7%		India	-0.7%	-0.2%
	Chile	-6.5%	0.9%		Malasia	0.2%	5.7%
					Hong Kong	0.6%	-0.2%
PRINCIPALES MONEDAS	Zona Euro	-1.2%	-0.6%	OTROS	Islandia	-3.0%	-0.8%
	Gran Bretaña	-2.1%	-2.9%		Rusia	4.8%	14.9%
	Japón	1.3%	8.6%		Polonia	-1.3%	-5.9%
	Canadá	-0.3%	-2.0%		Turquía	2.5%	35.6%
	Australia	1.9%	0.3%		Israel	2.3%	3.1%
	Nueva Zelanda	1.5%	2.2%		Sur África	4.5%	5.9%
	Suiza	-1.0%	-2.1%				

Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación.

**Gráfico 40. VIX y un índice de seguimiento a la dinámica de monedas emergentes**



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

El índice JP Morgan EM se muestra como 1/índice debido a que un aumento de la serie original indica apreciación. Así, un incremento de la serie 1/índice indica una depreciación de su canasta de monedas.

**Algunas monedas de economías desarrolladas se apreciaron soportadas por las expectativas de mayores aumentos en la tasa de interés por parte de los bancos centrales de estos países (Reino**

**Unido y Eurozona).** Así, la libra esterlina y el euro se apreciaron 2,9% y 0,6%, respectivamente. Por su parte, el yen se depreció ante algunos comentarios *dovish* por parte del gobernador del Banco de Japón<sup>39</sup>.

**Las monedas de países emergentes presentaron un comportamiento mixto en medio de una disminución de los precios de algunos *commodities*, la decisión del Gobierno chino de tomar medidas para apoyar el sector inmobiliario y algunos factores idiosincráticos.** La mayoría de las monedas de Latinoamérica tuvieron un desempeño favorable relativo con el grupo de monedas de emergentes de comparación<sup>40</sup> y el fortalecimiento estuvo liderado por el peso colombiano, el cual se apreció influenciado por algunos factores externos y locales (Gráfico 41). A continuación, se presentan los principales factores idiosincráticos que pudieron incidir en el desempeño de las monedas de la región:

**El real brasileño se apreció soportado principalmente por: i) una reducción de los pronósticos de inflación y un incremento de la estimación de crecimiento para 2023 (según la encuesta semanal Focus); y ii) tras la decisión del Consejo Monetario Nacional de mantener la meta de inflación en 3%<sup>41</sup>.** En este contexto, Standard & Poor's mejoró su perspectiva a largo plazo, de “estable” a “positiva<sup>42</sup> justificando una trayectoria del crecimiento del PIB mejor de lo esperada y señales de estabilidad de las políticas fiscales y monetarias del Gobierno.

**El peso mexicano se fortaleció y la tasa de cambio alcanzó un nivel mínimo de más de siete años.** La moneda estuvo favorecida por el mensaje *hawkish* del Banco Central tras su reunión de junio<sup>43</sup>. Por otra parte, según analistas, el mercado mexicano continúa atrayendo inversionistas extranjeros ante el alto *carry*, la baja volatilidad, una amplia liquidez y por su cercanía al mercado estadounidense en un escenario de reajuste de las cadenas de suministros globales.

**El fortalecimiento del sol peruano pudo estar soportado por una disminución de la incertidumbre política.** Lo anterior, luego que la presidenta, Dina Boluarte, anunciara que planea seguir en el cargo hasta 2026, lo cual dio señales de estabilidad política al mercado.

**Finalmente, a diferencia de sus pares de la región, el peso chileno se depreció marginalmente un 0,9%.** El peso se debilitó en un contexto en el que el Banco Central de Chile (BCCCh) decidió reducir gradualmente su programa de operaciones cambiarias a través de *Non Delivery Forward* (NDF) y

---

<sup>39</sup> A inicios de abril, el gobernador del Banco de Japón, Kazuo Ueda, señaló que la tasa de interés negativa y el techo a la tasa del bono soberano de 10 años eran medidas apropiadas en el contexto de la economía. Posteriormente, finalizando junio, aseguró que se necesita sostener la política monetaria expansiva, ya que la inflación básica sigue ubicándose por debajo del objetivo.

<sup>40</sup> Soportadas por factores locales y posiblemente por una disminución reciente de la inflación, por lo cual analistas consideran que esta ya alcanzó su máximo, a la vez que esperan que las tasas de interés se mantendrán en niveles elevados por un mayor tiempo, antes de iniciar sus reducciones.

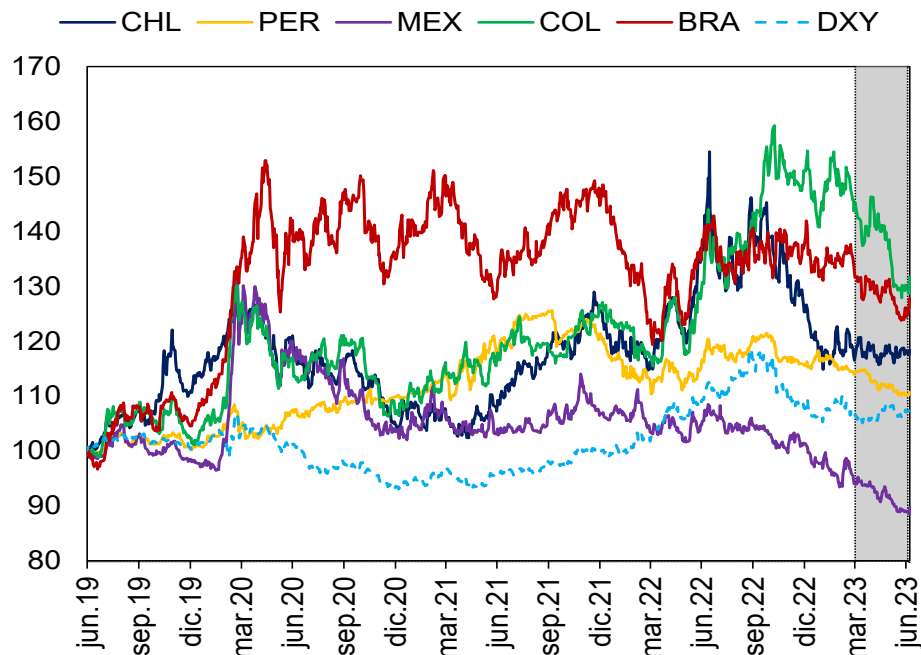
<sup>41</sup> Lo cual dio señales de credibilidad y estabilidad de la política económica del país, pese a que el presidente había criticado el objetivo y lo calificaba de estricto y difícil de cumplir.

<sup>42</sup> Además, mantuvo las notas crediticias soberanas en moneda local y extranjera de largo y corto plazo en BB-/B.

<sup>43</sup> El Banxico indicó que mantendrá las tasas elevadas por un período prolongado para controlar la inflación, pese a que el índice de precios ha mostrado una moderación

dio señales de que pronto podría iniciar un ciclo bajista de tasas, debido a que las condiciones económicas están evolucionando según lo previsto.

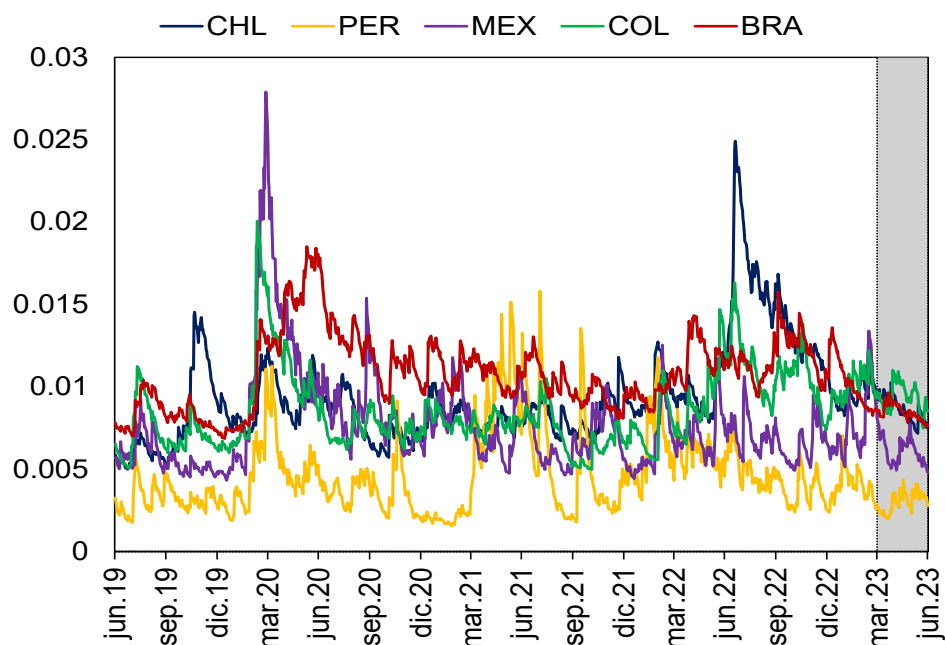
**Gráfico 41. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar**



Fuente: Bloomberg.

**La volatilidad condicional promedio disminuyó para todas las monedas de la región analizadas, especialmente durante el último mes.** Durante el trimestre, el peso colombiano presentó en promedio la mayor volatilidad, seguido por el peso chileno, el real brasileño, el peso mexicano y el sol peruano. La mayor parte del periodo, la volatilidad del peso colombiano mantuvo un diferencial positivo frente a la de los pares. Este no es un comportamiento común de la moneda local para el periodo de análisis y la información más reciente muestra una tendencia de corrección en esta diferencia, que en todo caso no se ubicó en niveles históricamente altos (Gráfico 42).

### Gráfico 42. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos DOAM.

Los bancos centrales de las principales economías de Latinoamérica analizadas cuentan con un esquema de inflación objetivo y de política cambiaria flexible, que han estado acompañados de intervenciones ocasionales en el mercado cambiario con el fin de cumplir con sus objetivos de política. De acuerdo con esto, en el trimestre los Bancos Centrales de Chile, Perú, Brasil y México realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos, continuando con el comportamiento que venían presentando en los últimos trimestres.

En Brasil, el BCB tuvo una posición compradora a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 458 m y recogió liquidez en dólares a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por USD 4.500 m (Tabla 4).

**Tabla 4. 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)****	Total cambio posición cambiaria (A + D)*****	
2022	-	571	11,500	-	18,545	19,116
1T23	-	8,500	-	796	796	796
Abril	-	2,500	-	391	391	391
Mayo	-	1,000	-	745	745	745
Junio	-	1,000	-	1,594	1,594	1,594
<b>2T23</b>	-	<b>4,500</b>	-	<b>458</b>	<b>458</b>	<b>458</b>

Fuente: Página web del BCB. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos.

\*Las operaciones de contado toman en cuenta la fecha de liquidación de las divisas (t+2 con respecto al día de la subasta).

\*\* 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 tienen 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.

\*\*\*\*\* No se tienen en cuenta los CCS de la columna B en el cálculo de la posición cambiaria debido a que no es posible desagregar el monto de estos instrumentos.

**El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición compradora en el mercado de contado a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 1.306 m y una posición vendedora a través de Certificados de Depósito Reajustables (CDR) por USD 16 m (Tabla 5).**

**Tabla 5. Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos)**

	Compras netas de contado (A)	Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*	CDR's (C)**	CDL's (D)***	Total cambio en la posición cambiaria (A + B + C + D)
2022	- 1,236	- 239	341	-	- 1,134
1T23	- 1	- 32	-	-	- 33
Abril	- 864	-	- 16	-	- 848
Mayo	-	- 17	-	-	- 17
Junio	- 459	-	-	-	- 459
<b>2T23</b>	<b>- 1,306</b>	<b>-</b>	<b>16</b>	<b>-</b>	<b>- 1,290</b>

**Fuente:** Páginas web del BCRP. Cifras en USD m. 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.

\*\* CDR's: Certificados de Depósito Reajustables del BCRP.

\*\*\* CDL's: Certificados de Depósito Liquidables en dólares del BCRP. Tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

**Por su parte, el Banco Central de Chile (BCCh) inició el proceso de reducción gradual de su posición vendedora en el mercado de Non Delivery Forward (NDF), de acuerdo con el anuncio llevado a cabo en abril<sup>44</sup> y, de acuerdo con esto, tuvo una posición compradora en este mercado por USD 2.400 m. Adicionalmente, inició la implementación de un nuevo programa de reposición y ampliación de reservas para fortalecer la posición de liquidez internacional del país por hasta USD 10.000 m<sup>45</sup>. Lo anterior, teniendo en consideración que las intervenciones del BCCh conllevaron una disminución de las reservas internacionales, y el contexto actual donde esta**

<sup>44</sup> El 21 de abril de 2023 el BCCh anunció que a partir del 24 de abril iniciaría el proceso de reducción gradual de su posición vendedora en el mercado de NDF, a través de un esquema de renovación parcial de los vencimientos, con una reducción promedio diaria de USD 50 miles de millones (mm).

<sup>45</sup> El anuncio del programa se llevó a cabo el 9 de junio, donde el BCCh informó que se llevaría a cabo a través de subastas diarias de USD 40 m, por un plazo de 12 meses.

entidad considera que el mercado cambiario y financiero de su país opera con normalidad. Así, en el trimestre, el BCCh compró USD 480 m en el mercado de contado (Tabla 6).

**Tabla 6. Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)**

	Compras netas de contado (A)	FX-repos (B)*	Venta forward NDF (C)	Total cambio en la posición cambiaria (A + C)
2022	- 6,150.0	-	- 9,110.0	- 15,260.0
1T23	-	-	-	-
Abril	-	-	214.0	214.0
Mayo	-	-	1,155.0	1,155.0
Junio	480.0	-	1,031.0	1,511.0
<b>2T23</b>	<b>480.0</b>	-	<b>2,400.0</b>	<b>2,880.0</b>

**Fuente:** Páginas web del BCCh. Cifras en USD m. 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.

## 6.2. Mercado cambiario colombiano

**El peso colombiano lideró el fortalecimiento de las monedas de la región y de otros países emergentes analizados, apreciándose 10,1%<sup>46</sup> influenciado por factores locales y algunos factores externos.** De acuerdo con agentes del mercado, la apreciación de la moneda estuvo soportada por: *i*) flujos de oferta de divisas en el mercado *spot* relacionados con el ingreso de inversión extranjera directa y el pago de impuestos de grandes contribuyentes; *ii*) un movimiento de corrección, dado que la moneda local había estado castigada y su desempeño había estado rezagado frente al de otras de Latam; y *iii*) una percepción positiva frente a la fortaleza de las instituciones locales, las cuales han tenido un rol importante en la revisión y discusiones de las reformas propuestas por el gobierno y una menor percepción de riesgo soberano (disminución del CDS).

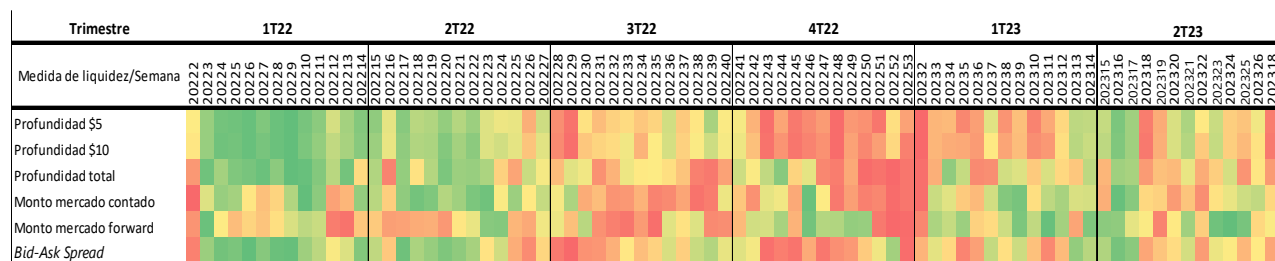
**A pesar de la apreciación importante, al comparar la dinámica del peso colombiano con las monedas de la región desde un horizonte de tiempo mayor, aún se observa una debilidad relativa de esta moneda frente a la de sus pares.** Tomando como horizonte de análisis del cierre del 2021 al cierre de junio de 2023, el peso colombiano ha acumulado una depreciación del 5,0%, mientras que las divisas de los otros países de la región se han apreciado<sup>47</sup>. Este desempeño aun rezagado del peso colombiano frente al de sus pares de la región se puede explicar por algunos factores internos que han generado presiones hacia la depreciación, principalmente, el comportamiento del diferencial de las primas de riesgo del país y factores asociados con incertidumbre local.

<sup>46</sup> Esta variación se calcula teniendo en cuenta la tasa promedio de SET-FX. Si se tiene en cuenta la tasa de cierre en dicho sistema, el peso colombiano presenta una apreciación de 10,3%.

<sup>47</sup> Del 30 de diciembre de 2021 al 30 de junio de 2023 el BRL, MXN, CLP y PEN presentaron variaciones de -14,0%, -16,3%, -5,8% y -9,1% contra el dólar de EE.UU., respectivamente.

**En este contexto, durante el trimestre se observó una mejora de los niveles de liquidez y una disminución marginal de la volatilidad.** En línea con lo anterior, la medida de liquidez *Bid Ask Spread* (BAS)<sup>48</sup> disminuyó en el periodo, mientras que los indicadores de profundidad a COP 5, COP 10 y total<sup>49</sup> aumentaron frente al 1T23<sup>50</sup>. Asimismo, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* aumentó con respecto al trimestre anterior y se ubicó en USD 3.705 m, alcanzando un máximo histórico, mientras que el monto promedio del mercado de contado<sup>51</sup> (USD 1.620 m) permaneció en niveles similares a los observados en el 1T23 (Gráfico 43).

**Gráfico 43. Medidas de liquidez del mercado cambiario**



**Fuente:** Bloomberg, Banco de la República.

**Nota:** Cada cuadro corresponde al percentil del promedio semanal de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2022 a junio de 2023. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez. El Bid Ask Spread se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día. Por su parte, las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria de los montos de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso-dólar, que se ubican en un rango de +/- COP 5, +/- COP 10 y el total de la mejor punta de compra/mejor punta de venta, según corresponda. La información se extrae de la sesión spot de Set-FX cada 5 minutos entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p.m.

**En el periodo las negociaciones de forwards de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) (USD 42,5 mm) disminuyeron.** Además, se observó una disminución en el volumen de negociación de la mayoría derivados estandarizados sobre tasa de cambio frente a lo observado en el 1T23<sup>52</sup> (Gráfico 44).

<sup>48</sup> El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día.

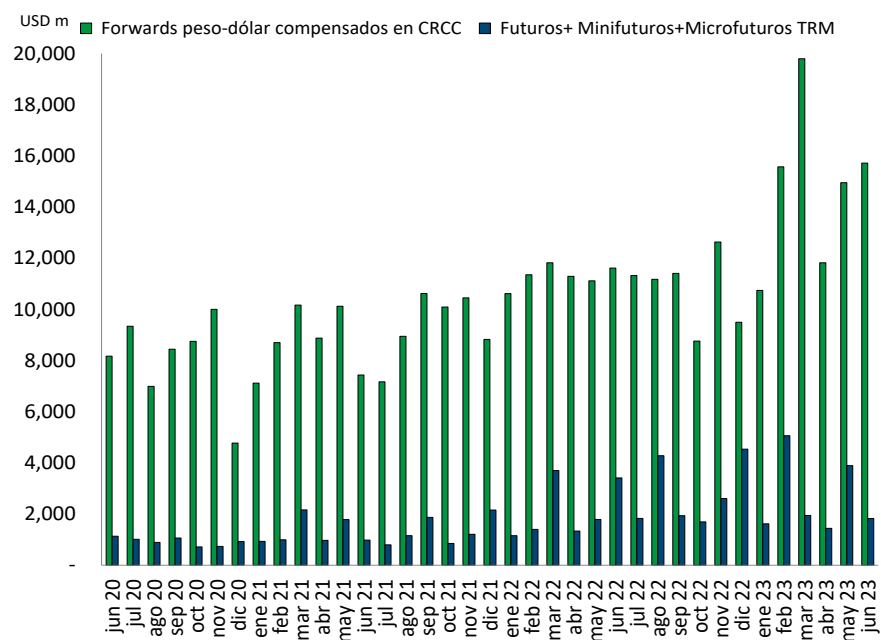
<sup>49</sup> Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria de los montos de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso-dólar, que se ubican en un rango de +/- COP 5, +/- COP 10 y el total de la mejor punta de compra/mejor punta de venta, según corresponda. La información se extrae de la sesión spot de Set-FX cada 5 minutos entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p.m.

<sup>50</sup> En el 2T23 el BAS se ubicó en promedio en 0,059%, mientras que las medidas de profundidad a COP 5, COP 10 y total se ubicaron en USD 6,6 m, USD 12,5 m y USD 44,3 m, respectivamente, mientras que en el 1T23 el BAS se ubicó en promedio en 0,063%, mientras que las medidas de profundidad a COP 5, COP 10 y total se ubicaron en USD 5,2 m, USD 10,1 m y USD 43,5 m, respectivamente.

<sup>51</sup> Incluye las operaciones entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes.

<sup>52</sup> En total se negociaron 139.748 contratos de futuros de TRM por un monto total de USD 6.987 m (USD 8.519 m en el 1T23), se negociaron 2 contratos de mini futuros de TRM, por un monto total de USD 0,01 m (USD 57,4 m en el

### Gráfico 44. Derivados de tasa de cambio compensados en la CRCC



Fuente: CRCC y Banrep.

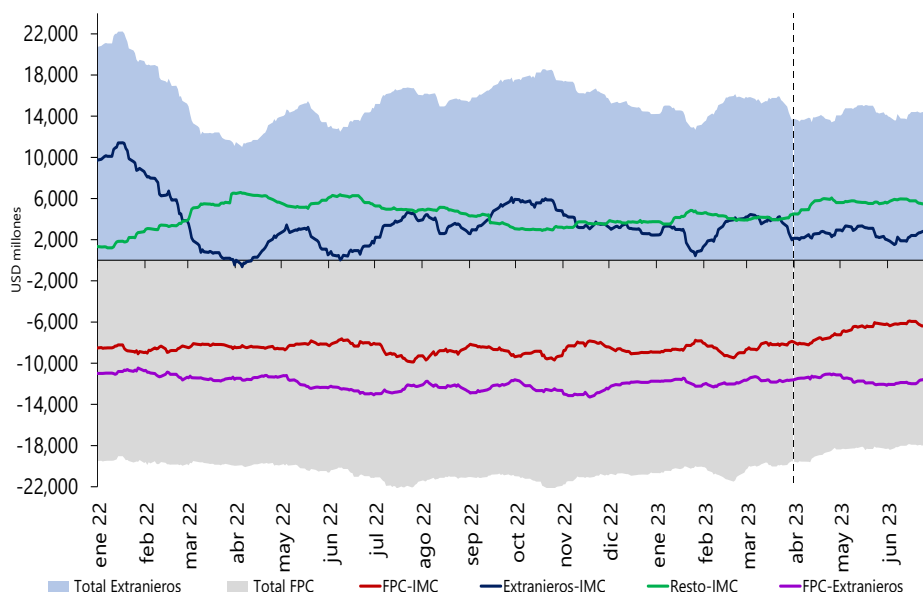
En cuanto a las posiciones de los distintos agentes en el mercado a futuro se destaca que, en el 2T23, los inversionistas extranjeros, los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) y el sector real presentaron una posición compradora neta en el mercado *forward* peso-dólar contra los IMC. Lo anterior, resultó en un aumento del saldo comprador<sup>53</sup> de los inversionistas extranjeros y en una disminución del saldo de venta de los FPC<sup>54</sup> (Gráfico 45).

1T23). Por su parte, se negociaron 182 contratos de opciones de TRM (57 contratos en el 1T23) y 176.546 unidades del micro contrato de futuro sobre tasa de cambio (TRX) (USD 53,2 m en el 1T23).

<sup>53</sup> El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones forward y swap realizadas entre extranjeros con IMC y con Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC).

<sup>54</sup> El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones forward y swap realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

**Gráfico 45. Saldos netos de compra forwards y swaps peso-dólar**



Fuente: Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas.

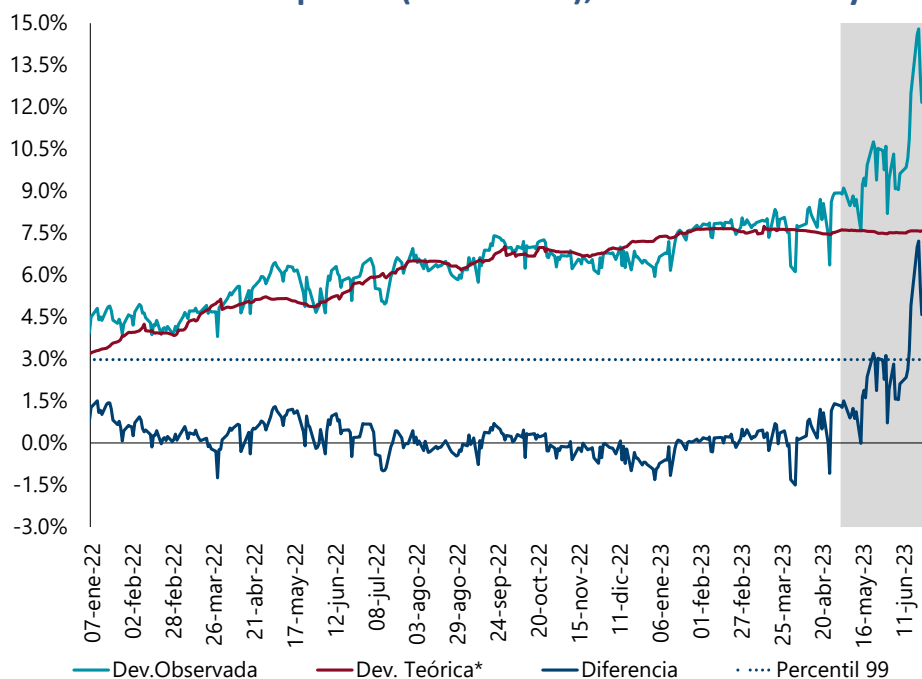
Por su parte, se evidenciaron aumentos en los costos de las coberturas, ante la demanda de los distintos agentes y los costos en los que deben incurrir los intermediarios para fondear sus operaciones. Como consecuencia de la demanda de dólares a futuro por parte de los distintos agentes, que conllevó a que los Intermediarios del Mercado Cambiario tuvieran una posición vendedora, la caja en dólares (Posición Propia de Contado-PPC) aumentó en el trimestre. Lo anterior, se ha visto reflejado en un aumento del diferencial entre la devaluación implícita y teórica a un mes<sup>55</sup>, la cual superó el percentil 99 de la distribución histórica<sup>56</sup>. Sin embargo, en las últimas jornadas el diferencial ha corregido a la baja (Gráfico 46).

<sup>55</sup> Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días y un mes, respectivamente. El *spread* corresponde a la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos forward y la devaluación teórica. La devaluación teórica se calcula utilizando las tasas SOFR ( $i^*$ ) e IBR ( $i$ ) a un mes efectiva anual  $\left[ \frac{(1+i)}{(1+i^*)} \right] - 1$ . El cálculo

de la devaluación implícita se realiza como  $\left[ \frac{\text{tasa pactada}}{\text{tasa contado}} \right]^{\frac{365}{\text{plazo}}} - 1$  de las operaciones *forward* peso-dólar a un mes reportadas por los intermediarios del mercado cambiario a los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas y recibidas por el Banco de la República.

<sup>56</sup> Tomando información desde el 2 de enero de 2004, hasta el 30 de junio de 2023.

**Gráfico 46. Devaluación implícita (observada), teórica a 1 mes y su diferencia**



**Fuente:** Bloomberg y Banrep.

La devaluación teórica se calcula utilizando la SOFR y el IBR a 1 mes.

## 7. Mercado accionario

Los mercados accionarios a nivel global presentaron un comportamiento positivo durante el segundo trimestre del 2023, siguiendo el buen desempeño presentado el trimestre anterior, en un entorno de mayor apetito por riesgo y la mayor resiliencia de la actividad económica. Así, durante el trimestre, el mercado estadounidense presentó las mayores valorizaciones (8,2%), seguido por los mercados latinoamericano, asiático y europeo que tuvieron valorizaciones de 6,3%, 4,2% y 0,9%, respectivamente<sup>57</sup> (Gráfico 47).

Durante el trimestre, en un contexto de menor percepción de riesgo, los índices estadounidenses se vieron beneficiados de noticias económicas favorables y resultados económicos positivos por parte de los sectores tecnológico y financiero. Empresas como Nvidia, Apple, Microsoft, al igual que los bancos Citibank, Wells Fargo y JP Morgan presentaron resultados corporativos positivos (Gráfico 47).

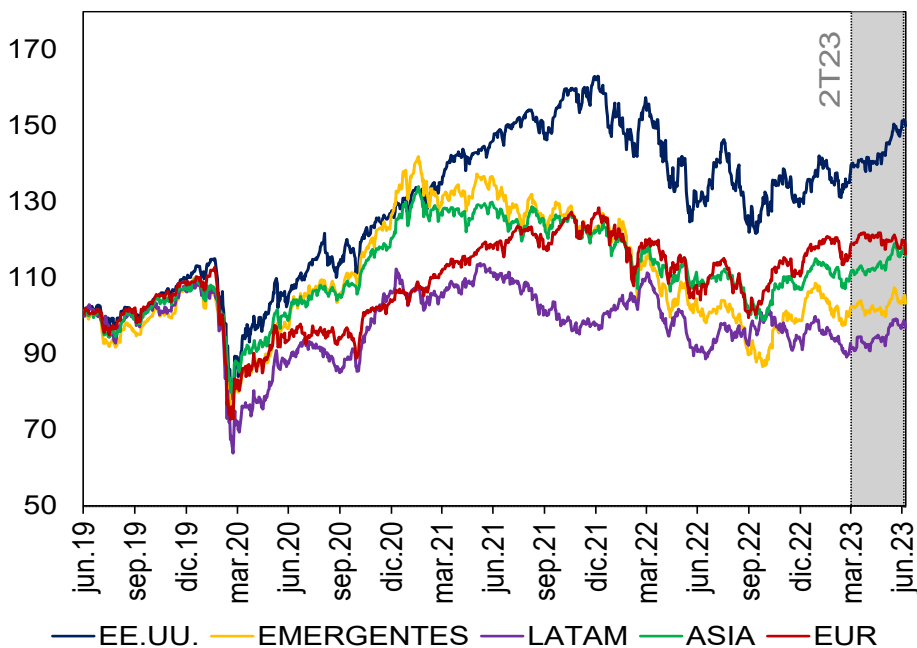
<sup>57</sup> Al 30 de junio de 2023, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del MSCI AC Asia Pacific Local Index (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio de los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq Composite que registraron variaciones de 8,3%, 3,4% y 12,8%, respectivamente. Para Europa se utilizó el Stoxx 600 y para América Latina el MSCI Emerging Markets Latin America Local Index (al 30 de junio de 2023, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

**Por su parte, el índice europeo Stoxx 600 presentó una valorización marginal al cierre del trimestre.** Durante este, el mercado accionario europeo se benefició de resultados corporativos positivos de empresas de los sectores minero e industrial, y de las expectativas de las políticas de impulso económico chinas. Sin embargo, débiles datos económicos de Alemania, al igual que el incremento de tasas presionaron a la baja al índice (Gráfico 47).

**En Latinoamérica los principales índices accionarios presentaron en su mayoría valorizaciones.** De acuerdo con esto, los mercados bursátiles de Brasil, Chile y Perú presentaron valorizaciones de 15,9%, 8,7% y 2%, respectivamente, mientras que los mercados de México y Colombia presentaron una caída de 0,7% y 2,1%, respectivamente (Gráfico 48)

**El índice de Brasil presentó el desempeño trimestral más alto desde el cuarto trimestre de 2020, influenciado por la publicación de cifras económicas favorables.**<sup>58</sup> También se vio beneficiado por mejores pronósticos de crecimiento e inflación, la mejora en la perspectiva de largo plazo por parte de Standard & Poor's<sup>59</sup> y la aprobación en la Cámara Baja del proyecto de ley de marco fiscal. A nivel sectorial, las acciones financieras, de energía e industriales estuvieron jalonando las ganancias, dada su alta importancia dentro del índice, de cerca del 50% (Tabla 7).

**Gráfico 47. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial**



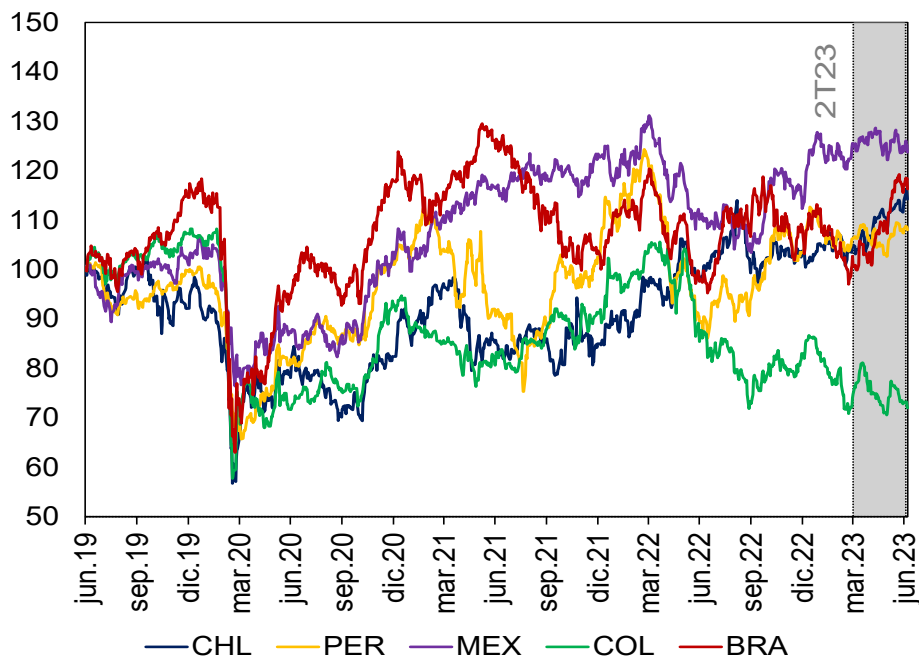
**Fuente:** Bloomberg, Datalicence.

<sup>58</sup> Dentro de los cuales se destaca la publicación del PIB, el cual creció un 1,9% en el 1T23 respecto al trimestre anterior, por encima de lo esperado por el mercado (1,2%).

<sup>59</sup> El 14 de junio Standard & Poor's mejoró su perspectiva a largo plazo de "estable" a "positiva".

A nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño desfavorable frente a los pares de la región y en contraposición al comportamiento observado en los otros mercados locales. Dicho desempeño estuvo influenciado por la caída de las acciones del sector financiero y la caída del precio del petróleo, en un entorno de baja liquidez (Tabla 7). En el trimestre la liquidez continuó deteriorándose y en promedio se negociaron diariamente COP 53,5 mm, marcando el nivel trimestral más bajo desde el primer trimestre de 2008 (Gráfico 49).

**Gráfico 48. Evolución de los índices accionarios de la región**



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos DOAM.

**Tabla 7. Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T23)**

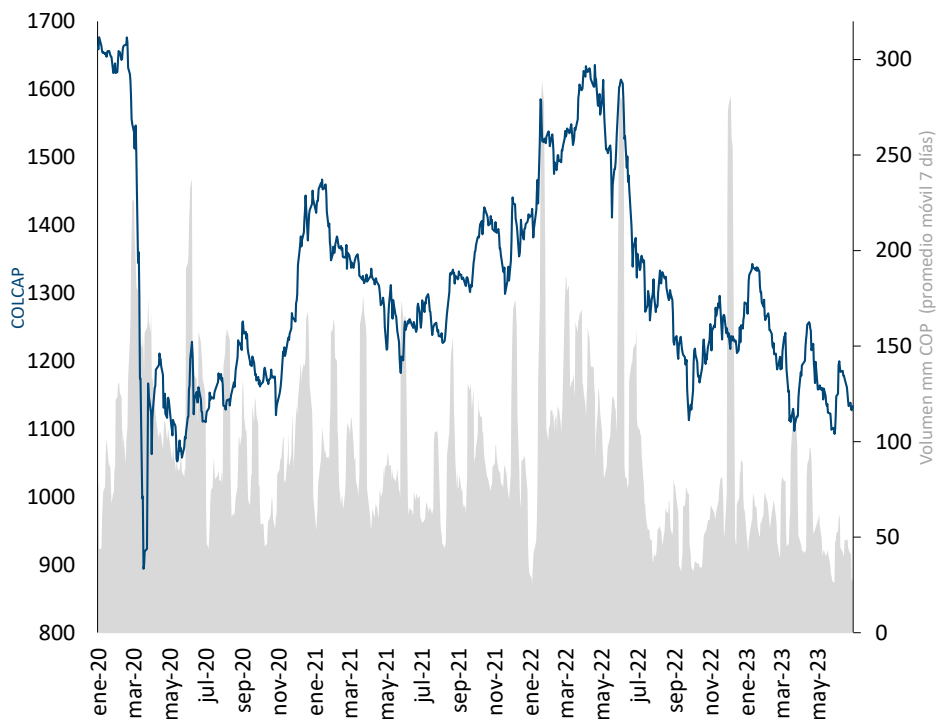
	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia*
Telecomunicaciones	1.8	-7.8	2.9		-21.1
Consumo discrecional	42.8	10.4	-1.2		-8.5
Consumo básico	11.4	0.7	-0.4	-3.8	4.9
Energía	25.8		6.1		-12.6
Financiero	28.0	-3.1	2.3	6.2	-4.2
Salud	40.1	-8.9			
Industrial	31.0	0.4	-5.4	-14.0	
Tecnología de la información	42.8		-7.2		
Materiales	3.3	1.2	-1.0	-5.2	5.9
Industria inmobiliaria	22.9		15.2		
Servicios públicos	16.2	-1.9	20.1	2.9	12.1

Fuente: Bloomberg. Los valores están en porcentaje.

Nota: Los sectores corresponden a la clasificación GICS y el comportamiento de cada uno se calculó como la variación promedio de las acciones que constituyen cada sector.

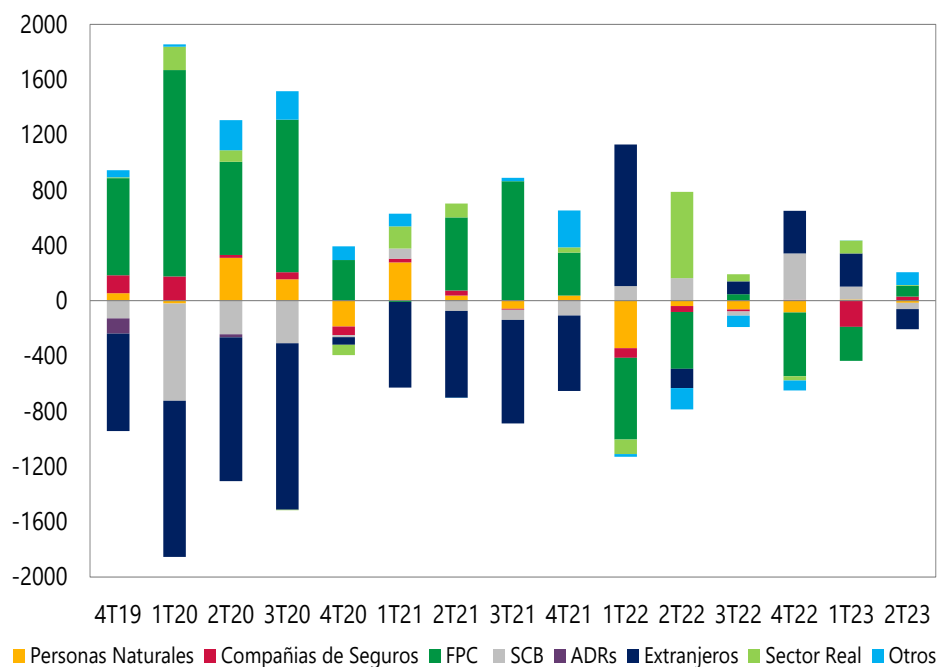
\*Los valores para Colombia corresponden al promedio ponderado por participación dentro del índice MSCI Colcap.

**Gráfico 49. MSCI COLCAP y volumen transado diario**



En adición a lo anterior, al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el trimestre los mayores vendedores netos fueron los inversionistas extranjeros (COP 145 mm), revirtiendo el comportamiento que habían venido presentando desde el tercer trimestre de 2022. En contraste, los Fondos de Pensiones y Cesantías fueron los mayores compradores netos en el mercado (COP 77 mm), cambiando la posición que habían tenido los dos trimestres anteriores (Gráfico 50).

**Gráfico 50. Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente**

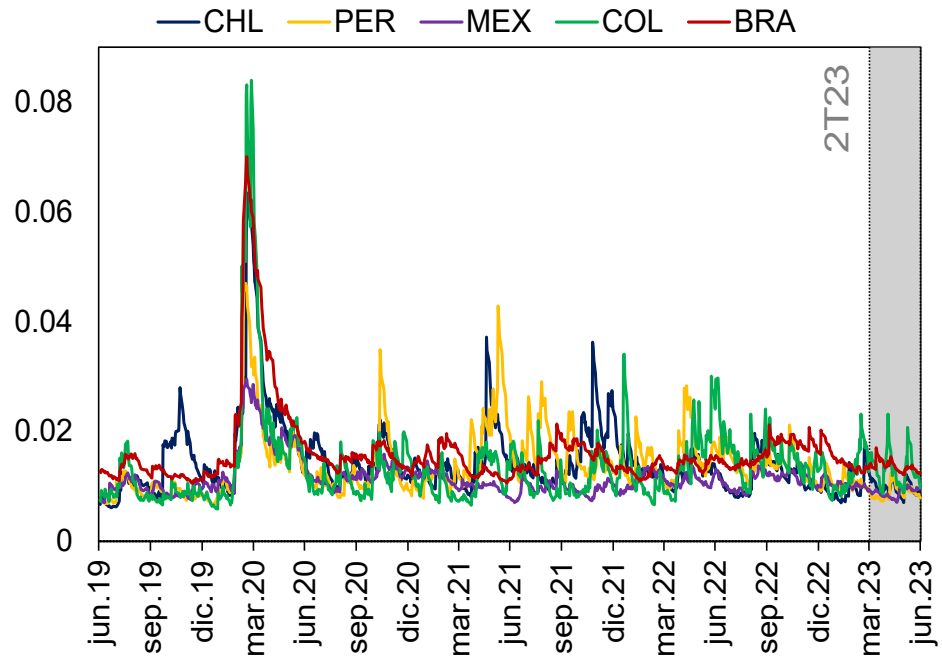


**Finalmente, la volatilidad condicional<sup>60</sup> promedio de los índices bursátiles de los países de la región analizados disminuyó para la mayoría de los países durante el 2T23, con respecto a la observada en el 1T23<sup>61</sup> (Gráfico 51). En particular, la volatilidad disminuyó para los índices bursátiles de Brasil, México y Perú, mientras que aumentó para Colombia y Chile.**

<sup>60</sup> Medida a través de modelos GARCH (1,1).

<sup>61</sup> La cifra promedio más alta fue la de Brasil (1,37%), seguido por Colombia (1,30%), Chile (0,98%), México (0,89%) y Perú (0,88%).

**Gráfico 51. Volatilidad condicional índices accionarios**



## 8. Recuadros

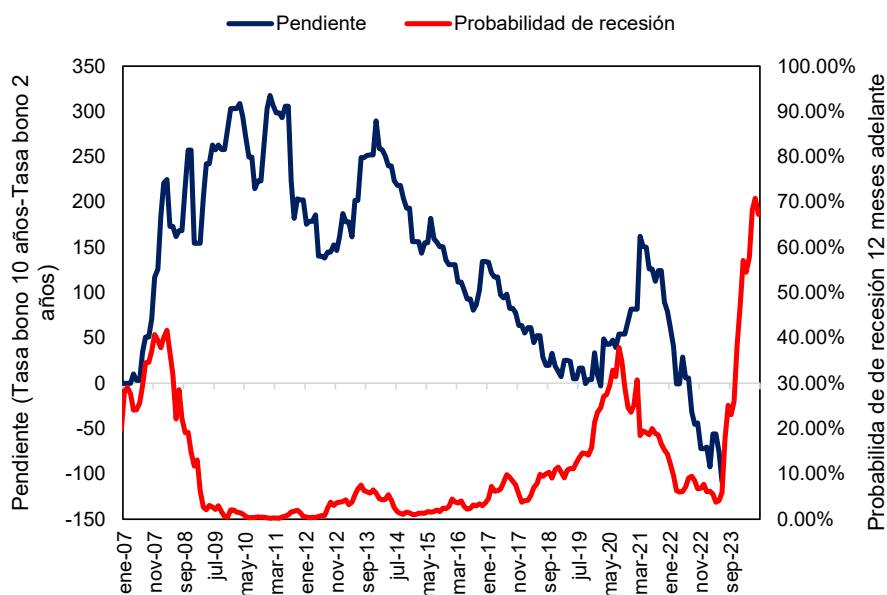
### Recuadro 1: Factores que pueden incidir en la resistencia de la curva de rendimientos en Colombia a invertirse

Oscar David Botero Ramírez  
 Julián Camilo Mateus Gamboa  
 Cristhian Hernando Ruíz Cardozo

#### Introducción

Análisis recientes en EE.UU. señalan que el ciclo de aumentos de su tasa de interés de referencia vino acompañado de la inversión de su curva de rendimientos y un aumento de la probabilidad de recesión (Gráfico R1.1). Se entiende que la curva de rendimientos está invertida cuando las tasas de los bonos de largo plazo (10 años) son menores a las tasas de corto plazo (2 años). Este comportamiento ha sido documentado y se ha estudiado su poder predictivo para anticipar eventos de desaceleración o recesión económica<sup>62</sup>.

**Gráfico R1. 1. Probabilidad de recesión en EE.UU. y pendiente de la curva de rendimientos**

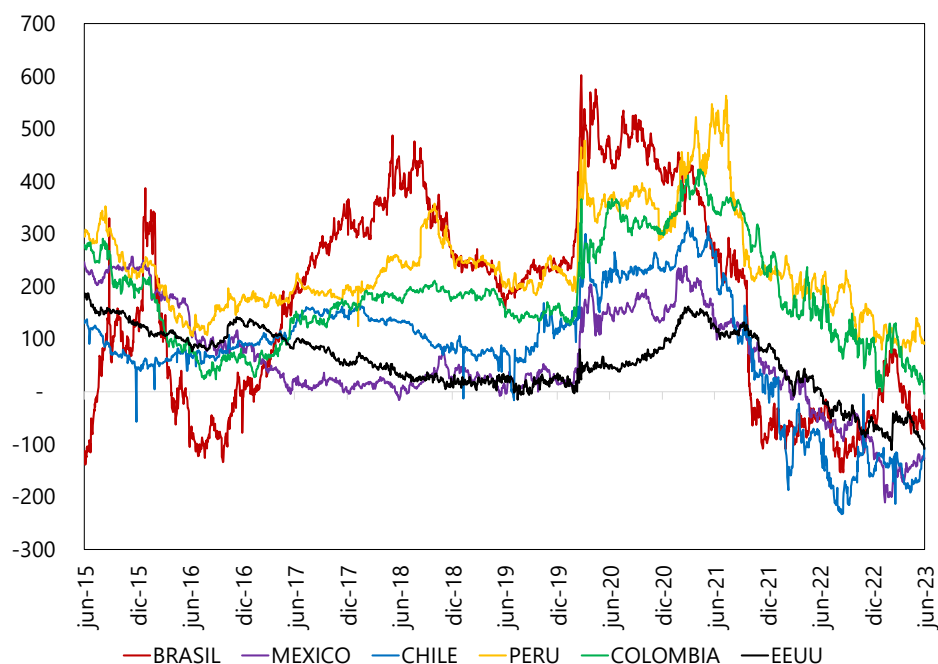


**Fuente:** Reserva Federal, National Bureau of Economic Research y Banrep.

<sup>62</sup> Algunos trabajos relacionados son Reuben A. Kessel, 1965; Campbell R. Harvey 1989; Arturo Estrella and Frederic S. Mishkin, 1998 y Glenn D. Rudebusch and John C. Williams, 2009.

**El comportamiento de la pendiente de la curva de rendimientos para los países de Latinoamérica muestra que las únicas pendientes que no se encuentran invertidas son las de Colombia y Perú (Gráfico R1. 2).** La pendiente de la curva de rendimientos de los bonos nominales en moneda local se invirtió para la mayoría de los países de la región a mediados de 2022, y el 30 de junio de 2023 se ubicaron en -72 pb, -128 pb y -60 pb, en Brasil, México y Chile, respectivamente. Por su parte, las pendientes de Colombia y Perú se acercaron a mínimos históricos.

**Gráfico R1. 2. Pendiente de la curva de rendimientos en países latinoamericanos y EE.UU.**



Fuente: Bloomberg y Banrep.

**Dado lo anterior, el presente documento busca identificar los factores que explican que la pendiente de Colombia no se haya invertido y se aleje del comportamiento de la mayoría de los pares de la región.** Así, este Recuadro se divide en cinco secciones incluyendo esta introducción. En la segunda sección se exponen y analizan algunos factores que pueden incidir en este comportamiento de la curva de rendimientos de acuerdo con analistas y a la literatura relacionada. En la tercera parte se presenta el marco conceptual que guía el análisis. En la cuarta se exponen los resultados del ejercicio empírico. Finalmente, la última sección presenta las principales conclusiones.

### Comentarios del mercado y revisión de literatura

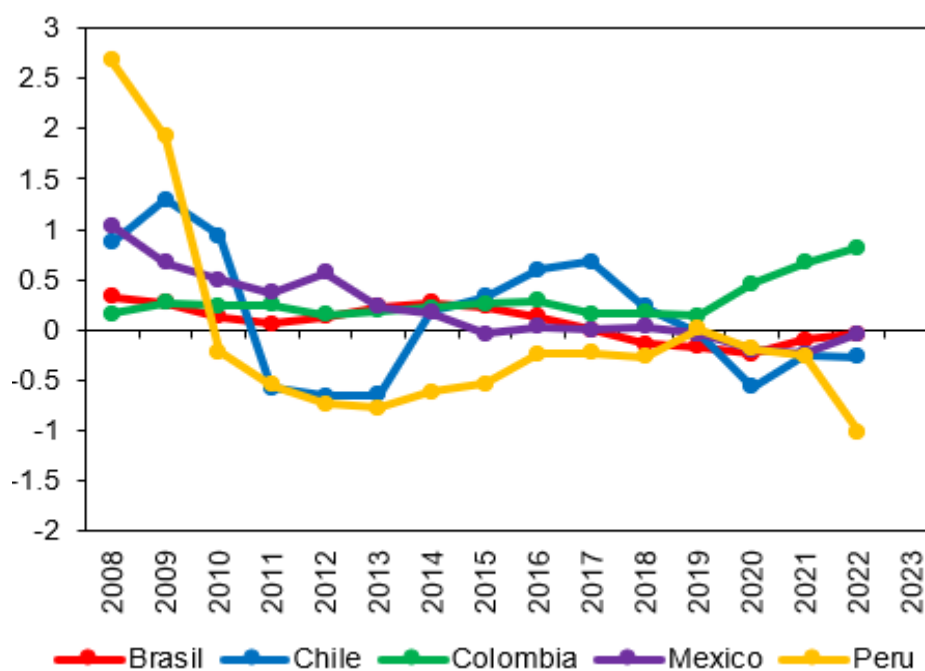
De acuerdo con lo consultado con algunos agentes del mercado el comportamiento diferencial de la curva de Colombia frente a algunos países de la región y el hecho que la pendiente no alcance valores negativos se pueden explicar en parte a los siguientes argumentos: *i)* el mayor

riesgo de crédito, y un aumento del riesgo fiscal y político; *ii*) la importante oferta de títulos de largo plazo por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia (MHCP); y *iii*) microestructura del mercado.

Referente al primer punto la literatura señala que el canal de expectativas de política monetaria (ligado con las expectativas de crecimiento económico) no es el único canal que puede explicar la forma de la curva de rendimientos. Los cambios en la pendiente también podrían deberse a actitudes de los participantes del mercado hacia el riesgo, y estos movimientos también podrían ayudar a entender las dinámicas de la actividad real (Benzoni, Chyruk y Kelley 2018). En este sentido, variables como riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo geopolítico, entre otras variables, serían determinantes para analizar la pendiente de las curvas de rendimientos.

Por su parte, la mayor oferta de títulos de largo plazo por parte del MHCP podría afectar la pendiente de la curva de rendimientos presionando las primas a término de largo plazo. Diversos autores han encontrado que el plazo de la deuda se encuentra asociado con incrementos en los rendimientos y la prima a término de largo plazo, debido a una mayor oferta relativa de títulos en un segmento de la curva (Chadha et al. (2013); Gagnon et al (2010); Greenwood & Vayanos (2010b) y D'Amico et al (2012)). En Colombia, si bien no hay literatura que soporte el anterior hecho, si se observa un aumento en el plazo de su deuda a través de la colocación de títulos a plazos largos, lo cual podría presionar al alza las tasas del tramo largo de la curva y su prima a término (Gráfico R1. 3).

**Gráfico R1. 3. Cambio anual en la vida promedio del stock de deuda (Años).**



**Fuente:** Bloomberg y Banrep.

El cambio anual en la vida media corresponde a la diferencia entre la vida media del stock de la deuda para un año dado y el mismo valor del año anterior para cada país de la muestra. La vida

media se entiende como tiempo medio que se tarda en reembolsar el principal pendiente de un bono.

**Además, la composición por tipo de inversionistas podría tener implicaciones sobre la forma de la estructura a término de la curva de rendimientos.** En particular, bajo la teoría del hábitat preferido<sup>63</sup> (Modigliani y Sutch, 1966), la concentración de participantes en algunos segmentos de la curva podría generar desbalances entre la oferta y la demanda generando primas por liquidez. Así, la mayor concentración de bancos comerciales en el tramo corto de la curva (46% del total de títulos en este tramo) y la alta participación de los inversionistas extranjeros y los FPC en el tramo largo (26% y 33%, respectivamente), tendría influencia sobre la forma de la estructura de rendimientos y estaría soportando la existencia de primas por liquidez a distintos plazos.

### Marco conceptual: descomposición de la curva de rendimientos

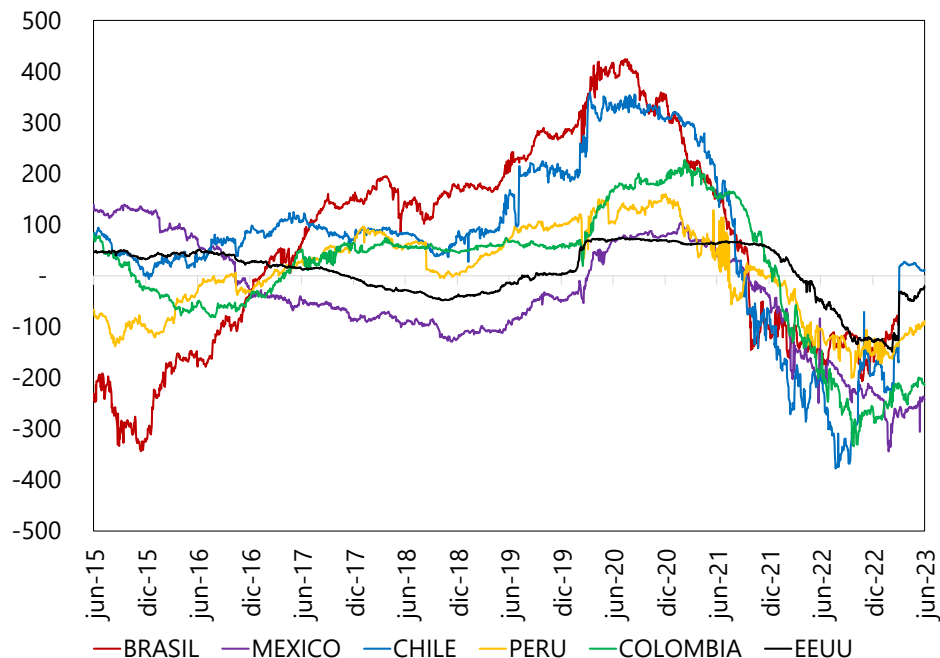
**Se utiliza la metodología de Adrian, Crump y Moench (ACM-2013), la cual descompone la tasa de un bono en dos factores, la tasa libre de riesgo (asociado a las expectativas de tasa de política monetaria) y la prima a término (asociado a las primas por riesgo).** De esta manera, la pendiente de la tasa de los bonos nominales es igual a la pendiente de la tasa libre de riesgo y la pendiente de la prima a término.

**Aplicando la metodología ACM (2013) se encuentra que la pendiente de la tasa libre de riesgo se encuentra invertida y está en línea con el comportamiento de los países de la región (Gráfico R1.4).** La inversión de esta curva de rendimientos está en línea con las expectativas de reducciones de la tasa de política monetaria y una desaceleración en el crecimiento económico.

---

<sup>63</sup> Esta teoría establece que los agentes aversos al riesgo pueden administrar mejor el riesgo al situarse en el tramo de la curva de rendimientos en el que la vida de sus activos coincide con la de sus pasivos.

**Gráfico R1. 4. Pendiente de la tasa libre de riesgo.**

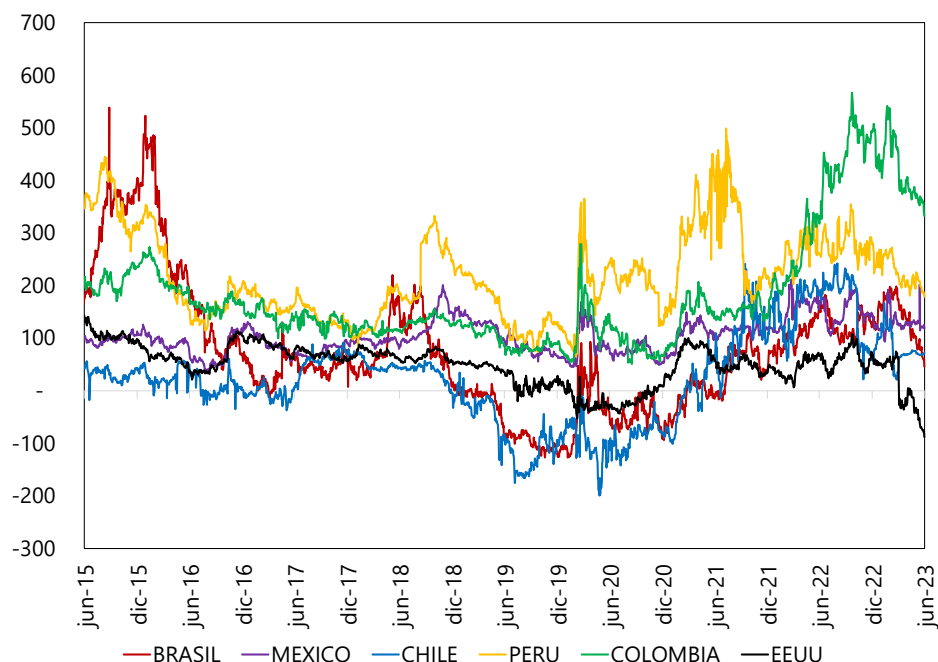


**Fuente:** Bloomberg y Banrep.

Se obtienen como la diferencia entre las tasas spot libre de riesgo estimadas a 10 años y 2 años, mediante la metodología de ACM (2013).

**Por su parte, las pendientes de la prima a término de los países de la región presentan comportamientos divergentes, y en Colombia esta variable muestra un crecimiento importante durante 2022 (Gráfico R1. 5).** Este resultado sugiere, que la no inversión de la curva de rendimientos se puede atribuir a un alto nivel de la prima a término para el plazo de 10 años. Ante este comportamiento, resulta relevante determinar los factores que explican la evolución de las primas a término.

**Gráfico R1. 5. Pendiente de la prima a término.**



**Fuente:** Bloomberg y Banrep.

Se obtienen como la diferencia entre las primas a término estimadas a 10 años y 2 años, mediante la metodología de ACM (2003).

### Aproximación empírica: Algunos determinantes de la prima a término

Teniendo en cuenta lo anterior, se presenta un ejercicio econométrico que buscan estudiar las relaciones entre algunas variables macroeconómicas y financieras, y la prima a término a 10 años<sup>64</sup> (Tabla R1. 1). Los resultados sugieren que la prima a término está explicada por una prima de riesgo inflacionaria, el déficit fiscal, el apetito por riesgo en países emergentes, una prima por liquidez, y en menor medida, el factor de riesgo sociopolítico. Además, se puede concluir que la importante oferta de títulos de largo plazo por parte del MHCP, medido a través de la variable de la vida media de la deuda, no resulta significativo y no hay evidencia estadística que soporte que esta variable ha aumentado la prima a término en este tramo de la curva (Tabla R1. 2).

<sup>64</sup> El análisis no cambia usando la pendiente de la prima a término.

**Tabla R1. 1. Variables macroeconómicas y financieras estudiadas**

<b>Variable</b>	<b>Descripción</b>
Prima por riesgo inflacionario	Desviación estándar de las expectativas de inflación a un año tomada de la encuesta mensual de expectativas del Banrep. Estudios como el de Ceballos, Naudon & Romero (2016) usan esta variable para medir la compensación por riesgo inflacionario.
Déficit Fiscal	Déficit fiscal sobre PIB.
Déficit de Cta. Crrte.	Déficit de cuenta corriente sobre PIB.
Prima por plazo de Estados Unidos (US_TP)	Prima a término estimada para EE.UU. usando la metodología ACM (2013).
Indicador de apetito por riesgo	Medido con la variable de apetito por riesgo de países emergentes calculada por JP Morgan.
Prima por liquidez	Medido por el Bid-Ask Spread de los bonos en pesos en Colombia.
Vida media de la deuda (Vida media)	El cambio anual en la vida media corresponde a la diferencia entre la vida media del saldo de la deuda para un año dado y el mismo valor del año anterior para cada país de la muestra. La vida media se entiende como tiempo medio que se tarda en reembolsar el principal pendiente de un bono.
Riesgo sociopolítico (EOF_ISP)	Medido como el porcentaje de respuestas asociado al factor sociopolítico a la pregunta de cuáles son los factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión de la EOF.

**Fuente:** Bloomberg y Banrep.

**Tabla R1. 2. Resultados de la regresión entre la prima a término de 10 años y las variables económicas y financieras mediante FMOLS.**

	<b>Coefficiente</b>	<b>Error estándar</b>	<b>Estadístico t</b>	<b>Prob</b>
<b>Prima por riesgo inflacionario</b>	2.128	0.285	7.459	1.5e-11 ***
<b>Déficit Fiscal</b>	0.001	0.000	4.341	2.9e-05 ***
<b>Déficit de Cta. Crrte.</b>	0.054	0.036	1.500	0.136
<b>Prima por plazo de Estados Unidos</b>	0.122	0.076	1.612	0.109
<b>Indicador de apetito por riesgo</b>	-0.002	0.001	-2.927	0.004 **
<b>Prima por liquidez</b>	0.001	0.000	2.746	0.007 **
<b>Vida media de la deuda</b>	0.028	0.025	1.132	0.260
<b>Riesgo sociopolítico</b>	0.019	0.005	3.696	0.0003***

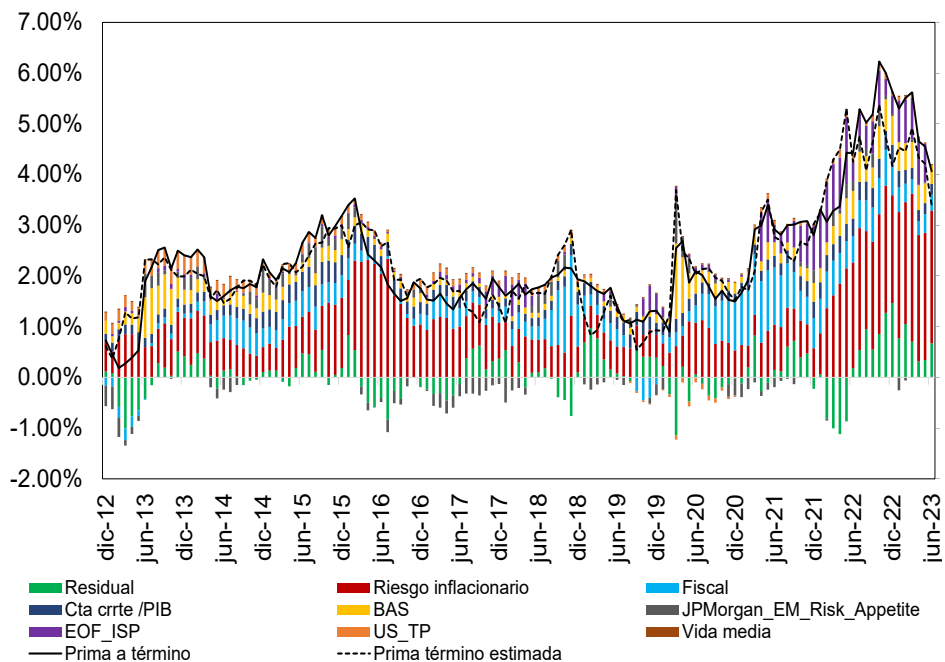
Significancia: 0 '\*\*\*' 0.001 '\*\*' 0.01 '\*' 0.05 '.' 0.1 '' 1

R-squared: 0.799 N: 126

Fuente: Banrep.

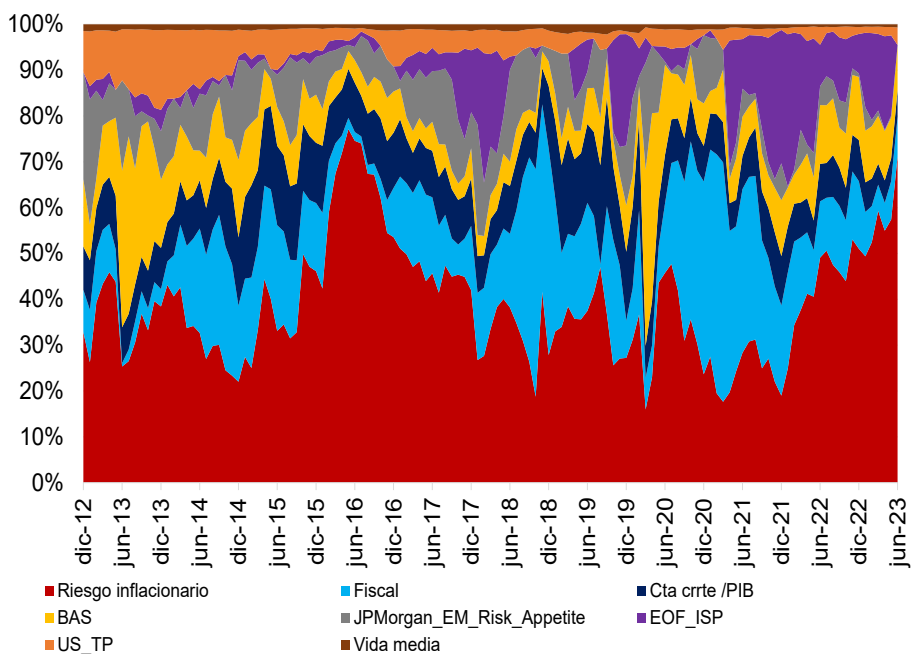
Los resultados sugieren que los factores que más afectan la dinámica de las primas a término son las primas por riesgo inflacionario, el déficit fiscal y la prima por liquidez (Gráfico R1. 6). Además, los resultados indican que el aumento observado durante 2022 de la prima a término puede explicarse en gran medida por un aumento importante de la prima por riesgo inflacionario, seguido de un aumento en lo que podría asociarse como una prima por riesgo sociopolítico (Gráfico R1. 7).

**Gráfico R1. 6. Determinantes de la prima a término a 10 años.**



Fuente: Banrep.

**Gráfico R1. 7. Contribución de las variables explicativas a los movimientos de la prima a término de 10 años.**



Fuente: Banrep.

## Conclusiones

**Luego de realizar una revisión de literatura, contrastar las opiniones de algunos analistas del mercado y aplicar algunos ejercicios econométricos, se encuentra que la no inversión de la curva de rendimientos de Colombia se puede explicar por el componente de la prima a término.** En particular, al descomponer la pendiente de las tasas cero cupón de los TES en pesos en Colombia, el componente libre riesgo presenta una pendiente negativa, que se alinea con el comportamiento de la región, y con las expectativas de reducción de las tasas de política monetaria y menor crecimiento económico.

**Además, se encuentran indicios de una posible relación entre la prima a término a 10 años y la prima por riesgo inflacionario, el déficit fiscal, el apetito por riesgo en países emergentes, una prima por liquidez y en menor medida un factor de riesgo sociopolítico.** Finalmente, en el periodo reciente, el aumento de la prima a término se podría asociar a un aumento de una prima por riesgo inflacionario y una mayor percepción de incertidumbre sociopolítica.

## Bibliografía

Adrian, Tobias, Crump, Richard and Moench, Emanuel, (2013), Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics*, 110, issue 1, p. 110-138.

Arturo Estrella and Frederic S. Mishkin, 1998, Predicting U.S. recessions: Financial variables as leading indicators, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 1, February, pp. 45–61.

Arturo Estrella and Gikas A. Hardouvelis, 1991, The term structure as a predictor of real economic activity, *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, June, pp. 555–576.

Benzoni L, Chyruk O & Kelley D, (2018). Why does the yield-curve slope predict recessions? Chicago Fed Letter. ESSAYS ON ISSUES 2018 NUMBER 404 <https://doi.org/10.21033/cfl-2018-404>

Campbell R. Harvey 1989, Forecasts of economic growth from the bond and stock markets, *Financial Analysts Journal*, September/October, pp. 38–45.

Campbell R. Harvey 1991, The term structure and world economic growth, *Journal of Fixed Income*, Vol. 1, pp. 4–17.

Campbell R. Harvey 1993, The term structure forecasts economic growth, *Financial Analysts Journal*, May/June, pp. 6–8.

Campbell R. Harvey: 1988, The real term structure and consumption growth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, No. 2, pp. 305–333.

Ceballos, Naudon & Romero (2016) Nominal term structure and term premia: evidence from Chile, *Applied Economics*, 48:29, 2721-2735, DOI: 10.1080/00036846.2015.1128079

Chadha, J., Turner, P. y Zampolli, F. (2006). The interest rate effects of government debt maturity. BIS Working papers, 415.

D'Amico, S., English, W., López-Salido, D. y Nelson, E. (2012). The Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes: rationale and effects. *Economic Journal*, 122.

Eugene F. Fama, 1986, Term premiums and default premiums in money markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, No. 1, pp. 175–196.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. y Sack, B. (2010). Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, 441.

Glenn D. Rudebusch and John C. Williams, 2009, Forecasting recessions: The puzzle of the enduring power of the yield curve, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 27, No. 4, pp. 492–503.

Glenn D. Rudebusch, Brian P. Sack, and Eric T. Swanson, 2007, Macroeconomic implications of changes in the term premium, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, July/August, Vol. 89, No. 4, pp. 241–69.

Greenwood, R. y Vayanos, D. (2010). Bond supply and excess bond returns. Working Paper, London School of Economics.

Modigliani, F. & R. Sutch (1966), Innovations in interest rate policy, *American Economic Review*, Vol. 56, (May), pp. 178-197.

Reuben A. Kessel, 1965, The cyclical behavior of the term structure of interest rates, *National Bureau of Economic Research, occasional paper*, No. 91.

Rudebusch, G., Swanson, E. & Wu, T. (2006), The bond yield “conundrum” from a macro-finance perspective, Working Paper Series 16, Federal Reserve Bank of San Francisco.

## Recuadro 2: Compras de activos por parte de los bancos centrales en respuesta a la crisis del Covid-19

Julián Camilo Mateus Gamboa

Este *Recuadro* condensa los principales hallazgos sobre la experiencia de los bancos centrales con la compra de activos en respuesta a la pandemia del Covid-19, con énfasis en el caso colombiano. El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) publicó recientemente un [reporte](#)<sup>65</sup> en el que el Comité del Sistema Financiero Global (CGFS, por sus siglas en inglés) examina la experiencia de los bancos centrales en varias economías emergentes, quienes realizaron compras de activos en respuesta a una crisis por primera vez durante la pandemia del Covid-19, así como en economías desarrolladas, quienes expandieron o reintrodujeron los programas de compras de activos. Para este reporte, el Banrep participó compartiendo su experiencia durante la pandemia.

### Principales hallazgos

**Como respuesta a la pandemia del Covid-19, una buena parte de los bancos centrales en economías desarrolladas y emergentes decidió emprender programas de compras de activos.** La mayoría de estos programas tuvo como principal objetivo atender el funcionamiento de los mercados financieros, y de esta manera asegurar una apropiada transmisión de la política monetaria. En el caso de las economías desarrolladas, dada la restricción de los bancos centrales de varias de estas economías para continuar recortando sus tasas de interés<sup>66</sup>, el programa de compras también tuvo como objetivo la reducción de tasas de largo plazo cuando las de corto plazo ya no podían bajar más.

**Frente al impacto de estos programas, el BIS encuentra que durante las primeras semanas de la pandemia la provisión de liquidez fue esencial para el correcto funcionamiento de los mercados.** En las economías desarrolladas, posteriormente se evidenció una menor prima por riesgo en el mercado de deuda gracias a la absorción del riesgo de duración por parte de los bancos centrales. Es decir, las compras hechas por los bancos centrales redujeron la exposición del sector privado a riesgo de duración (sensibilidad del precio de un título a cambios en las tasas de interés) dado que estas operaciones implicaron el intercambio de activos de baja duración (como las reservas del banco central) por activos de alta duración que se encontraban en el portafolio del sector privado (como bonos de largo plazo). En esta misma línea, si se descompone la prima por riesgo en riesgo crediticio, riesgo de liquidez y riesgo de duración, las compras hechas por los bancos centrales también pudieron presionar a la baja esta prima al reducir la exposición de los privados a los riesgos crediticio y de liquidez. Por el contrario, en el caso de las economías emergentes, el impacto sobre el nivel de tasas fue más limitado dada la mayor sensibilidad de estas economías a las condiciones de los mercados financieros a nivel global.

---

<sup>65</sup> Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis. Producido por el CGFS y dirigido por Margarita Delgado (Banco de España) y Toni Gravelle (Banco de Canadá).

<sup>66</sup> Esta restricción se conoce como *zero lower bound* y hace referencia a la restricción de los bancos centrales de continuar acentuando una política expansiva cuando su tasa de referencia se encuentra cerca de cero.

**En cuanto a posibles efectos secundarios o indeseados de estos programas de compras, el BIS encuentra que estos fueron muy limitados.** Por un lado, el hecho de que la pandemia haya ocasionado una respuesta conjunta de política monetaria expansiva a nivel global, pudo contribuir a que muy pocos países se vieran afectados por la adopción de estos programas en otras partes del mundo<sup>67</sup>. Por otro lado, la rápida terminación de estos programas, dada la reapertura económica y las fuertes presiones inflacionarias, pudo limitar el posible impacto negativo que podrían haber tenido estos programas en caso de haber estado vigentes por un periodo más prolongado, como fue el caso de las economías avanzadas tras la crisis financiera de 2008.

**En resumen, se encuentra que el principal objetivo de los bancos centrales al instaurar los programas de compras de activos fue el de apoyar el correcto funcionamiento del mercado, y de esta manera, asegurar la correcta transmisión de la política monetaria.** En cuanto al impacto de estos programas, la mayoría considera que estos programas contribuyeron a la mejora de la liquidez y de los precios del mercado de deuda pública. A continuación, se resumen las experiencias de los bancos centrales de la región y de otras economías emergentes, de acuerdo con lo expuesto por ellos en el documento del BIS (*Tabla 8*).

---

<sup>67</sup> Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008, el hecho que la mayoría de los bancos centrales de economías desarrolladas redujera sus tasas de interés a niveles mínimos históricos, incentivó la entrada de flujos de inversión de portafolio hacia economías emergentes dado que estas últimas aún ofrecían tasas de interés atractivas, a diferencia de sus pares desarrollados. Lo anterior generó un grado excesivo de apalancamiento en varias de estas economías, haciéndolas vulnerables a potenciales episodios de salidas repentinas de capitales.

**Tabla 8. Experiencia de algunos bancos centrales**

País	Títulos elegibles	Objetivo	Monto
Colombia	- Bonos soberanos (TES): A lo largo de la curva - Deuda privada: Únicamente emitidos por instituciones financieras, con calificación superior a A y madurez menor a tres años	Apoyar el funcionamiento apropiado del mercado, con el fin de corregir escasez de liquidez y mejorar la adecuada formación de precios	- Bonos soberanos: COP 2,8 b (0,3% del PIB) - Deuda privada: COP 8,7 b (0,8% del PIB)
Chile	- Bonos bancarios de todos los participantes del sistema de operaciones de mercado abierto - Bonos emitidos por el BCCh	Mejorar la liquidez en moneda local	- Bonos bancarios: USD 4 mm (1,6% del PIB) - Bonos del BCCh: USD 815 m (0,3% del PIB)
Brasil	Bonos soberanos (subastas de compra venta hechas por el Tesoro Nacional), de los cuales el 77% correspondió a títulos de largo plazo atados a la inflación	- Apoyar la liquidez en el mercado secundario - Proveer precios de referencia en momentos de estrés de mercado	BRL 33,1 mm (USD 6,4 mm)
México	Operaciones twist: Compras de títulos soberanos de más de 10 años, a cambio de títulos de corto plazo (menos de 3 años al vencimiento)	Evitar interrupciones en el mercado de deuda pública, al permitir a los participantes del mercado reducir el riesgo de duración, al tiempo que se promovió el funcionamiento ordenado del mercado	Si bien el programa era de MXN 100 mm (USD 4,1 mm, 0,4% del PIB), solo se adjudicaron MXN 15 mm (USD 0,6 mm, 0,1% del PIB), lo que muestra que la necesidad de cubrir riesgo de tasa de interés a través de este mecanismo no fue tan alta como se pensaba

## Reporte de Mercados Financieros

Hungría	Bonos soberanos y títulos con respaldo gubernamental: Si bien al comienzo se intentó limitar la compra de un título particular hasta el 33% del saldo en circulación, posteriormente se decidió que podría superar el 50% si se requería para garantizar la liquidez y estabilidad del mercado. En cuanto a la madurez de los títulos a comprar, el Banco se enfocó en títulos de largo plazo	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mantener la eficiencia de la transmisión de la política monetaria</li> <li>- Mantener la estabilidad del mercado de deuda pública</li> <li>- Garantizar que las tasas de interés establecidas por el Banco se reflejarán en el tramo largo de la curva</li> </ul>	HUF 3,65 b (7,5% del PIB)
India	Bonos soberanos mediante OMAs (70% de las operaciones se enfocaron en el tramo de 5 a 10 años) y operaciones twist (comprar bonos de largo plazo y dar en pago bonos de corto plazo)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Funcionamiento del mercado</li> <li>- Transmisión de la política monetaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OMAs: INR 5,9 b (USD 80 mm, 3% del PIB)</li> <li>- Operaciones twist: INR 2,4 b (USD 33 mm, 1,2% del PIB)</li> </ul>
Malasia	Bonos soberanos: No más del 10% del saldo en circulación de cada título	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Proveer liquidez</li> <li>- Asegurar un funcionamiento ordenado del mercado</li> </ul>	MYR 9,4 mm (USD 2,1 mm, 0,6% del PIB)
País	¿Primera vez?	Impacto	Fin del programa
Colombia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bonos soberanos: No</li> <li>- Deuda privada: Sí</li> </ul>	Mejora de la liquidez del mercado secundario de TES, y de los precios de la deuda pública y privada	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marzo y abril 2021: Ventas por COP 5,9 b (0,6%)</li> <li>- Posteriormente, el Banco compró TES por COP 23 b (2,1% del PIB), con el fin de compensar algunas necesidades de liquidez de largo plazo</li> </ul>
Chile		Mencionan su papel al otorgar liquidez a las AFPs durante las tres aprobaciones de retiros de ahorros.	

Reporte de Mercados Financieros

		Esto evitó que hubiera ventas de emergencia del portafolio de las AFPs	
Brasil	En mayo de 2020 el BCB fue autorizado a realizar operaciones en el mercado secundario de deuda pública (en moneda local y externa) y privada. Sin embargo, dicha autorización fue suficiente para contribuir a una mejora de la liquidez y precios, por lo que el BCB no vio la necesidad de intervenir		
México	Reducción de las tasas de corto plazo, lo que a su vez contribuyó a unas condiciones financieras más holgadas	Inicialmente el Banco había anunciado que su programa terminaría en febrero de 2021. Ese mes anunció que se mantendría listo para conducir dichas operaciones cuando lo considerara necesario	
Hungría	Sí. Sin embargo, desde antes de la crisis el Banco ya apoyaba el mercado de deuda local mediante compras de bonos corporativos e hipotecarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>- El programa apoyó la extensión del perfil de madurez de la deuda soberana y la reducción de la pendiente de la curva al reducir las tasas de largo plazo</li> <li>- El spread entre el bono a 10 años y su contraparte alemán, también se redujo, lo que refleja que además de factores globales hubo factores idiosincráticos que incidieron en la reducción de las tasas de los bonos soberanos</li> <li>- La liquidez volvió a niveles promedio históricos</li> </ul>	En agosto de 2021 el Banco comenzó a reducir el ritmo de compras semanales de HUF 60 mm a HUF 50 mm, y posteriormente a HUF 40 mm. En diciembre el Banco anunció la terminación definitiva del programa

Reporte de Mercados Financieros

India	No	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se redujo el estrés financiero y se garantizaron unas condiciones ordenadas de mercado. Se fortaleció la transmisión de la política monetaria y se apoyó el flujo de crédito</li> <li>- Las tasas de interés y los spreads cayeron a niveles pre-Covid</li> <li>- De acuerdo con un estudio de eventos, por cada 10% del PIB en compras, las tasas caen en 80 pb</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- En octubre de 2021 el Banco anunció el fin de su programa de compra de activos</li> <li>- Con el fin de reducir los excesos de liquidez, el Banco se ha movido de su ventanilla overnight hacia repos en reversa de mayor plazo</li> </ul>
Malasia	No	<p>Como se evidencia en los movimientos moderados del mercado, las compras lograron proveer suficiente liquidez y facilitaron un ajuste ordenado de precios</p>	<p>Dado que las tenencias del Banco son insignificantes frente al tamaño del mercado, no se requiere ningún plan de salida. Simplemente, el Banco planea dejar que los bonos venzan y no reinventirlos</p>

## Caso colombiano

**Durante la crisis del Covid-19, el Banrep implementó varias políticas enfocadas en proteger el sistema de pagos, estabilizar los mercados de deuda soberano y corporativo, apoyar el mercado cambiario<sup>68</sup> y asegurar que el crédito continuara fluyendo a la economía.** Una de las primeras decisiones que tomó el Banrep al comienzo de la crisis fue la reducción de su tasa de interés a mínimos históricos. Frente a los mercados de deuda soberano y corporativo, dada la alta turbulencia observada al comienzo de la pandemia, la baja liquidez y la distorsión de los precios de estos activos<sup>69</sup>, el Banrep decidió: *i*) expandir la cantidad, plazo, instituciones (fideicomisos, comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión y fondos de pensiones) y tipos de colateral (deuda corporativa de alta calidad y pagarés) elegibles para participar en las operaciones de liquidez (operaciones repo) administradas por el Banrep; y *ii*) comprar bonos soberanos y corporativos (estos últimos emitidos solamente por instituciones financieras). El Banrep también implementó otras medidas como la reducción del encaje bancario de 11% a 8%, proveyendo liquidez adicional de hasta COP 10 b.

**Las compras hechas por el Banrep estuvieron enfocadas en proveer suficiente liquidez al sistema en medio de un aumento de la incertidumbre, apoyar el funcionamiento apropiado del mercado y mejorar la formación apropiada de precios. Impactar directamente los niveles de las tasas de los títulos de deuda no fue uno de los objetivos de dichas compras.** En marzo y abril de 2020, el Banrep compró COP 8,7 b (0,8% del PIB de 2019) en títulos emitidos por instituciones financieras. Los títulos elegibles debían tener rating crediticio superior a A, y madurez inferior a tres años. Esta fue la primera vez que el Banrep compró activos de este tipo como parte de su política de expandir el tipo de activos y colateral incluido en su hoja de balance.

**En Colombia, la política monetaria opera principalmente a través de operaciones con títulos del Gobierno (TES). Estas operaciones son hechas a precios de mercado en el mercado secundario y consideran estimaciones de la oferta y demanda de la base monetaria. En este sentido, las compras de deuda pública son una herramienta común implementada por el Banrep para proveer liquidez estructural al mercado, con el fin de alinear la tasa interbancaria (IBR) con la tasa de política monetaria.** Durante la pandemia, estas operaciones también ayudaron a apoyar el funcionamiento apropiado del mercado (corrección de escasez de liquidez y mejora de la formación robusta de precios). Con el fin de proveer suficiente liquidez en pesos y apoyar el funcionamiento del mercado, el Banrep anunció la compra de hasta COP 4 b (0,4% del PIB) de TES entre marzo y abril de 2020. Dado que las condiciones del mercado se recuperaron rápidamente,

---

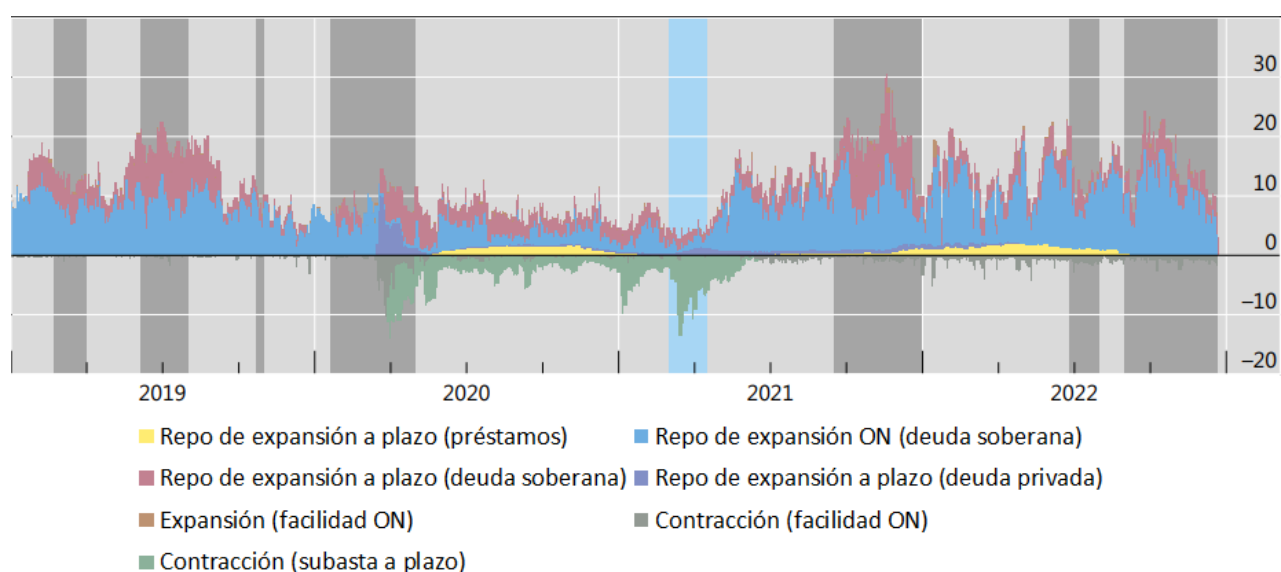
<sup>68</sup> El Banrep no intervino en el mercado spot. Sin embargo, entre marzo de 2020 y marzo de 2021, el Banrep vendió dólares estadounidenses a través de contratos forward non-delivery (NDF) con el fin de compensar cualquier restricción potencial en el mercado de instrumentos de cobertura. En marzo y abril de 2020, el Banco también ofreció FX swaps a 60 días con el fin de proveer liquidez de corto plazo en dólares estadounidenses.

<sup>69</sup> En marzo de 2020, el promedio diario del BAS de los títulos soberanos en pesos se ubicó en 28,5 pb, muy por encima del nivel promedio de 2,1 pb observado durante 2019. Asimismo, la tasa promedio diaria del bono soberano de 10 años alcanzó un nivel superior a 9% durante los últimos días de marzo de 2020, muy por encima del nivel promedio observado en 2019 (6,5%).

las compras se limitaron a COP 2,8 b (0,3% del PIB). Estas operaciones se llevaron a cabo a lo largo de toda la curva de TES.

**Tras la implementación de varios instrumentos de liquidez durante la pandemia, en marzo y abril de 2021 algo de liquidez fue retirado del sistema a través de ventas de TES (COP 5,9 b, 0,6% del PIB). Posterior, durante ese mismo año y durante 2022, el Banco compró TES por COP 11 b (1% del PIB) y COP 12,2 b (1,1% del PIB), respectivamente, como un mecanismo para compensar algunas necesidades de liquidez de largo plazo. Estas operaciones estuvieron enfocadas en alinear la tasa interbancaria con la tasa de política monetaria. El Gráfico R2.1 muestra los mecanismos de política monetaria implementados por el Banco desde mayo de 2019.**

**Gráfico R2.1. Balance de las operaciones transitorias de liquidez del Banrep**



**Fuente:** Banrep.

Las áreas sombreadas en gris indican los periodos en que el Banrep compró activos. Las áreas sombreadas en azul indican los periodos en que el Banrep vendió activos. Las cifras se encuentran en COP b.

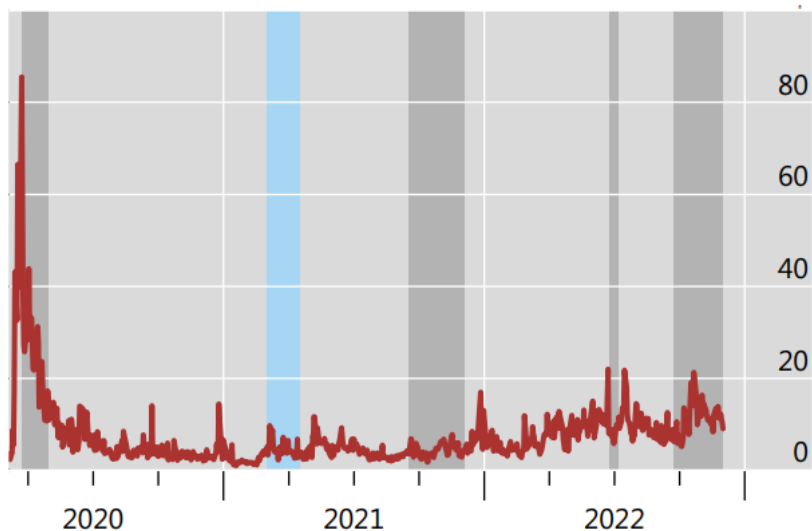
**En línea con las intervenciones hechas por el Banrep en 2020, se observaron algunas señales importantes de recuperación en términos de condiciones de liquidez (Gráfico R2.2) y precios de los activos (Gráfico R2.3).** Luego que el Bid-Ask Spread (BAS) de los TES denominados en pesos aumentara de menos de 5 pb en febrero de 2020, a niveles superiores a 80 pb en marzo de 2020<sup>70</sup>, la intervención del Banrep puede haber contribuido a la rápida recuperación de las condiciones de liquidez durante los subsiguientes meses<sup>71</sup>. Los BAS aumentaron en Colombia, en línea con lo observado en los mercados de deuda pública de la región, pero corrigieron con rapidez posteriormente. Asimismo, tras a una fuerte reducción de los precios de los títulos de deuda

<sup>70</sup> Medidas alternativas de liquidez de este mercado (e.g. volumen negociado y profundidad) muestran un patrón similar al de los BAS.

<sup>71</sup> A la fecha no se han realizado análisis que busquen medir el impacto de las compras hechas por el Banrep sobre los rendimientos de los títulos de deuda pública y privada.

soberanos y corporativos en marzo de 2020, estos activos volvieron a sus niveles originales de precios, en línea con las compras implementadas por el Banrep.

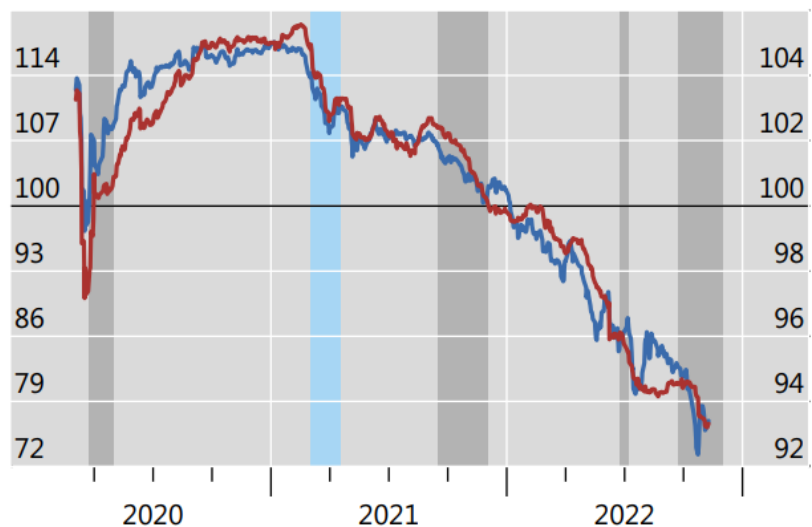
**Gráfico R2.2. BAS de los TES denominados en pesos (pb)**



**Fuente:** Banrep.

Las áreas sombreadas en gris indican los periodos en que el Banrep compró activos. Las áreas sombreadas en azul indican los periodos en que el Banrep vendió activos. Las cifras se encuentran en COP b.

**Gráfico R2.3. Índice de precios de la deuda pública y privada colombiana**



**Fuente:** Banrep.

Las áreas sombreadas en gris indican los periodos en que el Banrep compró activos. Las áreas sombreadas en azul indican los periodos en que el Banrep vendió activos. Las cifras se encuentran en COP b. La deuda pública se ilustra en la línea azul (eje izquierdo) y la privada en la roja (eje derecho).

Posteriormente, en 2021 y 2022 las condiciones financieras locales se apretaron como resultado del entorno internacional (i.e. política monetaria contractiva a nivel global, la guerra en Ucrania y

la política de Cero-Covid en China), así como por cuenta de algunos factores idiosincráticos ligados con el aumento de la tasa de política monetaria, la pérdida del grado de inversión, algunos episodios de agitación sociopolítica en 2021, e incertidumbre frente a las elecciones legislativas y presidenciales de 2022. Sin embargo, las condiciones de liquidez han presentado una mejor respuesta que la observada en marzo de 2020.

**El Banrep no ha implementado un programa de expansión cuantitativa y sus compras en el mercado de TES han buscado un nivel de liquidez que esté en línea con los requisitos del mercado.** Cualquier ajuste en el portafolio de activos del Banco ha sido consistente con el objetivo de mantener la IBR O/N alineada con la tasa de política monetaria<sup>72</sup>.

**Frente a las compras de títulos de deuda corporativa, el Banrep no ha comprado activos adicionales de este tipo desde abril de 2020. Esta medida tenía carácter temporal y así fue comunicada al mercado en su momento.** Sin embargo, el Banco aún mantiene la posibilidad de intervenir en los mercados de deuda soberana y corporativa cuando lo considere apropiada. Adicionalmente, algunas contrapartes aceptadas para las operaciones de liquidez durante la crisis del Covid-19 permanecen activas a pesar del fin del mercado de la emergencia. Esto es con el fin de asegurar que haya una respuesta adecuada en caso de que las condiciones económicas cambien rápidamente. Por ejemplo, las fiduciarias, fondos de pensiones y fondos de inversión colectiva abiertos, continúan en la lista de contrapartes autorizadas (bajo ciertas condiciones).

---

<sup>72</sup> En 2021, Banrep redujo su hoja de balance mediante la venta de TES (con el fin de drenar liquidez para alinear la IBR con la TPM), y también como resultado de la transferencia de utilidades a Gobierno colombiano.