

RMF

Reporte de Mercados Financieros

I trimestre de 2024





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer trimestre del 2024

Banco de la República

Abril de 2024

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

Andrés Felipe Duarte García
Julián David Tovar Jiménez

Contenido

1.	Introducción	6
2.	Resumen ejecutivo	9
2.1.	Entorno internacional.....	9
2.2.	Percepción de riesgo a nivel local	9
2.3.	Mercado de renta fija y monetario	10
2.4.	Mercado cambiario	11
2.5.	Mercado accionario.....	12
3.	Entorno internacional	13
4.	Percepción de riesgo a nivel local	18
5.	Mercado de renta fija y monetario	21
5.1.	Política monetaria e inflación en Latinoamérica	21
5.2.	Mercado monetario colombiano	24
5.3.	Mercado de deuda pública interna y externa	26
5.4.	Mercado de deuda privada	29
6.	Mercado cambiario	31
6.1.	Mercado cambiario global.....	31
6.2.	Mercado cambiario colombiano	35
7.	Mercado accionario.....	37
8.	Recuadros.....	40
	Recuadro 1: Caracterización del acceso de las entidades del sector real al mercado de coberturas cambiarias en Colombia	40
	Recuadro 2: La capacidad de los agentes de intermediar en el mercado de contado de deuda pública y del mercado secundario de deuda privada locales: Un análisis y propuesta de indicador.....	52

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Tasa de desempleo en economías desarrolladas.....	13
Gráfico 2. Confianza del consumidor en economías desarrolladas.....	13
Gráfico 3. Expectativas de crecimiento.....	14
Gráfico 4. Inflación en economías desarrolladas.....	14
Gráfico 5. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de swaps.....	15
Gráfico 6. Tasas OIS a cinco años.....	15
Gráfico 7. Senda implícita de política monetaria en Estados Unidos (mercado de futuros).....	16
Gráfico 8. Índice de condiciones financieras en economías desarrolladas.....	16
Gráfico 9. Indicadores de percepción de riesgo.....	16
Gráfico 10. Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes acumulados (USD mm).....	16
Gráfico 11. Cambio en los precios de productos generadores de energía.....	17
Gráfico 12. Pronósticos del precio del petróleo (spot promedio anual).....	17
Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos.....	18
Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica.....	20
Gráfico 15. Spreads de deuda soberana (EMBI+) de Latinoamérica.....	20
Gráfico 16. Expectativas de crecimiento.....	20
Gráfico 17. Expectativas de inflación.....	20
Gráfico 18. Indicadores de confianza.....	21
Gráfico 19. Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión.....	21
Gráfico 20. Inflación en los países de la región.....	23
Gráfico 21. Expectativas de corto plazo de Inflación en los países de la región y en EE.UU.....	23
Gráfico 22. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años.....	23
Gráfico 23. Descomposición BEI a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación y prima por riesgo inflacionario (PRI).....	23
Gráfico 24. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos.....	24
Gráfico 25. Expectativas de TPM implícitas en el mercado.....	24
Gráfico 26. Tasa de referencia BanRep, IBR O/N y diferencial entre el IBR O/N y la TPM.....	25
Gráfico 27. Depósitos remunerados de la Tesorería Nacional.....	25
Gráfico 28. Evolución de saldos Bares (miles de millones).....	25

Reporte de Mercados Financieros

Gráfico 29. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 2 años	27
Gráfico 30. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años	27
Gráfico 31. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años	27
Gráfico 32. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE.UU.	27
Gráfico 33. Curva spot de los TES en pesos	28
Gráfico 34. Curva spot de los TES en UVR.....	28
Gráfico 35. Flujos acumulados en 2024 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)	29
Gráfico 36. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones).....	29
Gráfico 37. Spread Tesoros – Bonos Globales 10 años.....	29
Gráfico 38. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES.....	30
Gráfico 39. Montos colocados en CDT desmaterializados por plazo.....	30
Gráfico 40. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC (COP miles de millones).....	31
Gráfico 41. Participación por tipo de tasa en las emisiones de deuda privada.....	31
Gráfico 42. VIX y un índice de seguimiento a la dinámica de monedas emergentes.....	33
Gráfico 43. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar	33
Gráfico 44. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	33
Gráfico 45. Medidas de liquidez del mercado cambiario	36
Gráfico 46. Devaluación implícita (observada), teórica a 1 mes y su diferencia	36
Gráfico 47. Carry to risk ratio (3 meses)	36
Gráfico 48. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	38
Gráfico 49. Evolución de los índices accionarios de la región.....	38
Gráfico 50. Volatilidad condicional índices accionarios.....	38
Gráfico 51. MSCI COLCAP y volumen transado diario	39
Gráfico 52. Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente.....	39

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 1T24	7
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	22
Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	32
Tabla 4. Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	34
Tabla 5. Intervención cambiaria del Banxico (compras netas incluyendo vencimientos)	34

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 ofrece al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el primer trimestre de 2024. Adicionalmente, señala los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados y sus interacciones, así como una descripción de los cambios en política monetaria y otras decisiones de los principales bancos centrales, con énfasis en las decisiones de los bancos de la región.

El entorno económico global en el que se desarrollaron los mercados que este Reporte estudia, se caracterizó por la resiliencia de la actividad económica y la persistencia de las métricas de inflación por encima de las metas de los bancos centrales. Esto, sumando a los comentarios de varios miembros de los principales bancos centrales sobre la necesidad de contar con una postura monetaria contractiva por un periodo superior al que descontaban los agentes de mercado al final de 2023, llevó a correcciones importantes sobre las expectativas de recortes de tasas de política monetaria (TPM) para el año 2024. En el caso de EE.UU estas aumentaron y se alinearon a las expectativas publicadas por la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) en marzo, las cuales apuntan a tres recortes de 25 puntos básicos en el segundo semestre del año.

Con respecto a los mercados financieros, los activos de renta fija presentaron desvalorizaciones, luego de la recuperación parcial exhibida al cierre de 2023. Por su parte, la renta variable presentó un comportamiento favorable, apoyada por una baja percepción de riesgo a nivel global, por algunos resultados corporativos favorables, y el buen desempeño de las acciones relacionadas al sector de inteligencia artificial. Esto se dio a pesar de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente. En relación con los *commodities*, el periodo se caracterizó por el repunte de los precios del petróleo, en línea con los recortes en la producción por parte de países pertenecientes a la OPEP+, las expectativas de reducción de inventarios y las tensiones geopolíticas (Ver *Entorno internacional; Tabla 1*).

Varios bancos centrales de la región de América Latina (Brasil, Chile, Perú y Colombia) continuaron con los recortes de su TPM y México inició con estos. En Colombia continuó la tendencia de reducciones en la inflación observada y en sus expectativas. Estos factores, junto con la desaceleración de la demanda interna, entre otros, fueron considerados por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en sus decisiones de recortes de la TPM que acumulan 75 punto básicos en el año y ubican la tasa de política monetaria en 12,25% al cierre del trimestre. (Ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

Reporte de Mercados Financieros

A nivel local, los inversionistas extranjeros realizaron compras de TES en el trimestre, cambiando su tendencia vendedora de 2023, y los fondos de pensiones locales siguieron realizando compras de TES, siendo los mayores demandantes de estos títulos en el trimestre. Ambos tipos de agentes han seguido aumentando su posición en títulos de mayor plazo (Ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

En cuanto al mercado cambiario, el dólar se fortaleció frente a las divisas de países desarrollados (de acuerdo con el índice DXY¹) y de la mayoría de emergentes. Esto es su mayoría explicado por el aumento en las expectativas de la TPM de la FED. Por su parte, el peso colombiano (COP) se debilitó marginalmente, en parte siendo soportado por el aumento de los precios de petróleo. En este mismo contexto, la liquidez y la volatilidad de la tasa de cambio presentó un comportamiento favorable (Ver *Mercado cambiario colombiano*).

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 1T24

	Tasa de política ¹	Tasa moneda local ¹		Tasa de cambio ²	Accionario	CDS 5 años ^{1,3}	EMBI+ ^{1,3}	Commodity ⁴
		2 años	10 años					
Reino Unido	0	25	33	-0,8%	2,8%			
Japón	15	13	9	-7,3%	20,6%			
Alemania	0	45	24	-2,3%	12,4%	-0,2		
EE.UU.	0	37	32	3,1%	10,2%	0,6	-28,2	
Colombia	-75	-63	37	-0,5%	11,5%	17	3	13,6%
UVR		31	79					
Brasil	-100	33	69	-3,2%	-4,5%	5	13	-7,9%
México	-25	40	30	2,4%	0,0%	4	-1	16,1%
Chile	-100	26	40	-11,4%	7,2%	4	-9	3,0%
Perú	-50	-29	78	-0,4%	9,3%	-4	3	3,0%
Otros EM	0	0	12	-0,9%	1,9%	1	-57	10,0%

Fuente: Bloomberg, Banco de la República.

Notas: Las celdas en verde se emplean para indicar un desempeño favorable en el indicador analizado, mientras que las tonalidades rojizas indican lo contrario. La intensidad de los colores está asociada a la magnitud de los cambios relativo a los demás activos con características similares. 1. Indica que el desempeño de la variable bajo análisis se encuentra en puntos básicos (pb). 2. Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma. 3. Los campos CDS y EMBI+ de Estados Unidos corresponden al Vix y al Move, respectivamente, mientras que el campo de CDS de Alemania corresponde al Vstoxx. 4. 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.

En desarrollo del programa de acumulación de reservas internacionales anunciado en diciembre de 2023 por el BanRep, al cierre del primer trimestre de 2024 se han comprado USD 425 millones (m). Lo anterior representa el ejercicio del 71% de los recursos subastados hasta el momento y el 28% del objetivo total de acumulación del programa (USD 1.500 m).

En adición a la información que brinda este Reporte sobre el desarrollo de los mercados financieros en el trimestre, también se publican informes especiales incluidos en la forma de recuadros que

¹ 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%.

profundizan sobre algunas dinámicas particulares de ciertos activos financieros y participantes del mercado. En 2023 se realizó un estudio en el que se evaluaron los costos de coberturas de los agentes de sector real en el mercado de derivados peso-dólar. Este brinda información sobre las motivaciones, los instrumentos que utilizan y la forma en la que acceden al mercado. Además, provee evidencia sugestiva de que los agentes del sector real pactan precios por encima del promedio del mercado al comprar dólares a futuro, y por debajo del promedio del mercado al vender dólares a futuro, y evalúa posibles explicaciones sobre esta dinámica (Ver *Recuadro 1: Caracterización del acceso de las entidades del sector real al mercado de coberturas cambiarias en Colombia*).

Por otra parte, se incluye un recuadro en el que se evalúa la capacidad de los agentes del mercado de intermediar recursos, medida como su facultad para recibir y ejecutar nuevas órdenes, considerando el nivel de operaciones en curso que pudiesen ser un factor amplificador de iliquidez del mercado de deuda. Se propone una aproximación al indicador de capacidad del mercado de deuda propuesto por Duffie et al. (2023) para economías avanzadas, adaptado específicamente a los mercados de renta fija pública y privada de Colombia y se encuentra que se observan reducciones en la capacidad de intermediación de los agentes del mercado que coinciden con ciertos episodios de tensión en los mercados financieros locales. (ver *Recuadro 2: La capacidad de los agentes de intermediar en el mercado de contado de deuda pública y del mercado secundario de deuda privada locales: Un análisis y propuesta de indicador*).

2. Resumen ejecutivo

2.1. Entorno internacional

La actividad económica global continúa resiliente, y ha estado acompañada de la publicación de algunas cifras de inflación total y básica más altas y persistentes de lo esperado en las principales economías desarrolladas. En este contexto, los funcionarios de los principales bancos centrales adoptaron una postura más *hawkish* durante el trimestre, lo cual llevó a las expectativas de tasa de política monetaria a corregir de manera importante al alza, de manera que ahora esperan una postura de política monetaria contractiva por más tiempo, lo cual contrasta con las expectativas del mercado a finales del año pasado de un pronto inicio de los ciclos de recortes de tasas de interés por parte de los principales bancos centrales.

Las condiciones financieras en las principales economías desarrolladas, a excepción del Reino Unido, presentaron una mayor holgura frente al cierre del año pasado, como consecuencia de las importantes valorizaciones de los mercados accionarios en estas economías, las cuales contrarrestaron las desvalorizaciones de los títulos de deuda pública.

En cuanto a los mercados de *commodities*, los precios del petróleo se valorizaron ante las mayores presiones de oferta, luego de la continuación de los recortes en la producción por parte de países pertenecientes a la OPEP+, sumado a la incertidumbre generada por el conflicto en medio oriente y su efecto sobre el suministro global de crudo. Otros *commodities* energéticos como las referencias de gas natural licuado (GNL) se desvalorizaron ante un nivel adecuado de inventarios, mientras que el precio del carbón se incrementó ante una mayor demanda. Por otro lado, algunos *commodities* industriales como el hierro, acero y aluminio se vieron afectados por la caída en la demanda china como consecuencia de la crisis inmobiliaria.

2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel local se mantuvieron en niveles bajos frente a los últimos dos años, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. No obstante, varios analistas coinciden en que la incertidumbre en el frente fiscal tras la publicación del Plan Financiero, y en respuesta a los eventos vinculados a las reformas en trámite en el Congreso, así como algunas declaraciones por parte de altos funcionarios del Gobierno, podrían incidir eventualmente en el desempeño de estos indicadores.

Por otro lado, las expectativas de crecimiento se han ajustado a la baja, en línea con la sorpresa negativa del dato del PIB de 2023 en especial en lo relacionado con la inversión, así como con la continuación de los bajos niveles de los indicadores de confianza empresarial y del consumidor. En este contexto, varios analistas consideran que el desempeño de la percepción de riesgo local, y por consiguiente de los activos locales durante el resto del año, también dependerá en buena medida del ritmo de la actividad económica, así como de la senda de inflación y de los déficits gemelos.

2.3. Mercado de renta fija y monetario

Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Se mantuvo la tendencia de la inflación a la baja en los países de la región, aunque en todos los casos aún se ubica en niveles superiores a la meta de los bancos centrales. Con respecto a las expectativas a un año, la mayoría se encuentran dentro del rango de tolerancia de los bancos centrales. La tendencia decreciente de la inflación y la moderada actividad económica soportó la continuación de recortes de tasas de política monetaria en la mayoría de los países de la región en lo corrido de 2024.

A nivel local, los mercados financieros anticipan niveles de inflación más cercanos a la meta de inflación en Colombia. En particular, en línea con lo anunciado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en noviembre de 2023, los analistas esperan que la inflación retorne al rango de tolerancia alrededor de la meta en 2025. Sin embargo, los riesgos al alza de la inflación persisten por factores tales como los efectos del fenómeno de El Niño, perspectivas del comienzo del fenómeno de La Niña durante el segundo semestre del año y los posibles ajustes de los precios del ACPM.

En línea con la tendencia decreciente de la inflación y sus expectativas, la JDBR decidió recortar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 75 pb durante el primer trimestre de 2024 y la ubicó en 12,25%. Los mercados financieros continúan descontando recortes de la TPM.

Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante 1T24 el Banco de la República (BanRep) implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando así que el Indicador Bancario de Referencia overnight (IBR O/N) presentara desviaciones importantes frente a la TPM. Los instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez de la economía se complementaron con ventas de TES.

El periodo de análisis se caracterizó por bajos niveles de los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el BanRep y una alta volatilidad de estos. Además, se observó una demanda importante por instrumentos de contracción monetaria del BanRep junto con demanda de operaciones de expansión transitoria.

Mercado de deuda pública interna y externa

Los títulos de deuda pública de países desarrollados se desvalorizaron en línea con la importante corrección al alza de las expectativas de tasa de política monetaria en estas economías, debido a la publicación de algunas cifras de inflación que evidenciaron una reducción más lenta de lo esperado en este indicador, y datos económicos que muestran la resiliencia de la actividad económica en EE.UU.

En línea con el contexto global, los títulos de la mayoría de los países emergentes también presentaron desvalorizaciones. Este comportamiento se dio a pesar del mayor apetito por activos riesgosos a nivel global y una menor percepción de riesgo hacia economías emergentes. A nivel local, Colombia no fue ajeno a este comportamiento.

En ese contexto, los inversionistas extranjeros cerraron el trimestre con entradas netas, cambiando su tendencia vendedora de 2023. Los fondos de pensiones locales siguieron presentando entradas récord en el mercado de deuda pública colombiano. Ambos tipos de agentes han aumentado la duración de su portafolio a través de compras en títulos de largo plazo, lo cual podría estar relacionado con sus expectativas sobre futuros recortes de la tasa de política monetaria en Colombia. Además, se ha presentado una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia agentes con un comportamiento más estable en el mercado, con entradas importantes de autoridades monetarias en lo corrido del año.

Mercado de deuda privada

El costo de fondeo a través de CDTs en el trimestre continuó exhibiendo una corrección a la baja que había iniciado en el 3T23 y se ha ubicado en promedio en niveles inferiores a los últimos dos años. Si bien las colocaciones de títulos de largo plazo han disminuido en comparación con lo evidenciado el año pasado, los montos colocados se mantienen en niveles altos respecto a su historia.

Adicionalmente, el fondeo mediante la colocación de títulos de deuda corporativa perdió dinamismo y se redujo con respecto al trimestre anterior, ante una menor participación de entidades del sector no financiero.

2.4. Mercado cambiario

En el primer trimestre de 2024 el dólar estadounidense se fortaleció frente a las divisas de países desarrollados (de acuerdo con el índice DXY, el dólar se fortaleció 3,1%) y emergentes, impulsado por las expectativas de una política monetaria más restrictiva en los EE.UU. por más tiempo que lo previsto.

En línea con el comportamiento del dólar a nivel global, las monedas de Latinoamérica, salvo el peso mexicano, se depreciaron durante el trimestre, afectadas además por algunos factores idiosincráticos.

El peso colombiano se depreció 0,5% durante el periodo de análisis, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de países emergentes, afectadas por el fortalecimiento del dólar. Por su parte, mejoraron las condiciones de volatilidad y liquidez en este mercado.

Al cierre del primer trimestre de 2024, el BanRep compró USD 425 millones (m) en desarrollo del programa de acumulación de reservas internacionales anunciado en diciembre de 2023. Lo

anterior representa el ejercicio del 71% de los recursos subastados hasta el momento y el 28% del objetivo total de acumulación del programa (USD 1.500 m).

2.5. Mercado accionario

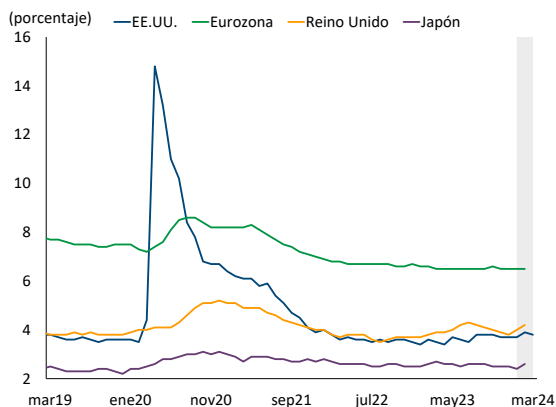
Los mercados accionarios a nivel global mantuvieron el comportamiento positivo visto en el último trimestre de 2023. Los índices en general se vieron beneficiados del optimismo de los inversionistas sobre el desempeño económico global, y el desempeño favorable de empresas relacionadas con los microchips e inteligencia artificial, a pesar de las perspectivas de mayores tasas de interés.

Por su parte, a nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño favorable durante el trimestre, corrigiendo en parte el comportamiento visto durante el 2023. Esta dinámica estuvo en línea con otros pares de la región, soportada, principalmente, por la entrega de resultados corporativos favorables y el precio del petróleo.

3. Entorno internacional

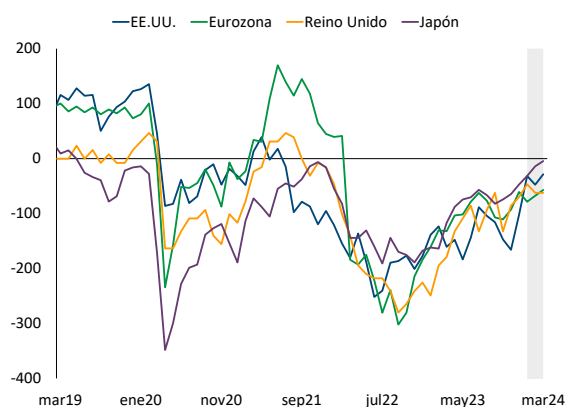
La actividad económica global continúa evidenciando la resiliencia observada durante la mayor parte de 2023. Pese a algunos choques negativos de oferta², la desacumulación del ahorro generado por los hogares durante la pandemia, la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores ante las altas tasas de inflación, y la política monetaria contractiva adoptada por el grueso de los bancos centrales para controlar estas tasas, la actividad económica global continuó evidenciando la resiliencia observada desde el año pasado. Lo anterior se vio reflejado en la continuación del buen desempeño del mercado laboral (*Gráfico 1*), la recuperación de la confianza de los consumidores (*Gráfico 2*), y el repunte de los PMI³ manufactureros a nivel global, lo cual sugiere una posible recuperación económica de aquellos países con vocación manufacturera (e.g. China y Alemania) que se habían visto afectados de manera negativa durante los trimestres previos. En este contexto, los analistas mejoraron su perspectiva de crecimiento económico a nivel global, lo cual se explica principalmente por el desempeño sobresaliente de las economías de Estados Unidos e India (*Gráfico 3*). Lo anterior es consistente con la publicación más reciente del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el cual se evidencia que la economía estadounidense crecería este año más del doble que sus pares desarrollados. El reporte también destaca que se identifican desafíos en el crecimiento económico de mediano plazo, en la medida que las proyecciones se encuentran por debajo del promedio de las últimas décadas.

Gráfico 1. Tasa de desempleo en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series de la eurozona, Reino Unido y Japón se encuentran a febrero, mientras que la de EE.UU. se encuentra a marzo.

Gráfico 2. Confianza del consumidor en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las series estandarizadas con información desde el 2000. Para Estados Unidos se presenta el indicador de sentimiento del consumidor medido por la Universidad de Michigan.

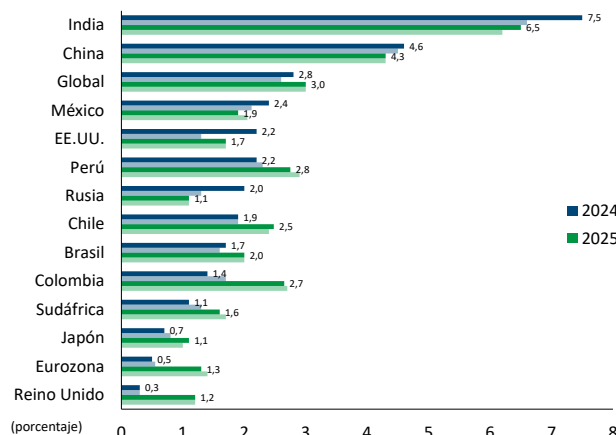
Durante el trimestre se publicaron algunas cifras de inflación total y básica más altas y persistentes de lo esperado en las principales economías desarrolladas. Para las principales

² Dentro de estos se destaca la continuación de los conflictos en Oriente Medio y en Ucrania, los cuales han generado disrupciones en las cadenas globales de suministro y han contribuido en parte con el aumento de los precios de los *commodities*.

³ El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión frente al mes anterior, mientras que un dato por debajo indica contracción frente al mes previo.

economías desarrolladas, los resultados de inflación del trimestre, tanto total como básica⁴, sorprendieron al alza en su mayoría. En el caso de la eurozona y Reino Unido, estas continuaron presentando la tendencia decreciente observada desde finales de 2022, pero aún se ubican por encima de la meta de 2% de los bancos centrales de estas economías. Por su parte, en Estados Unidos las cifras de inflación presentaron una alta persistencia, explicada en parte por la fortaleza de la demanda agregada (Gráfico 4). En este sentido, las expectativas de inflación que se extraen del mercado⁵ presentaron un repunte en su mayoría para el plazo de doce meses, aunque a largo plazo se mantuvieron cerca de la meta establecida por los bancos centrales de Estados Unidos y Europa⁶ (Gráfico 5).

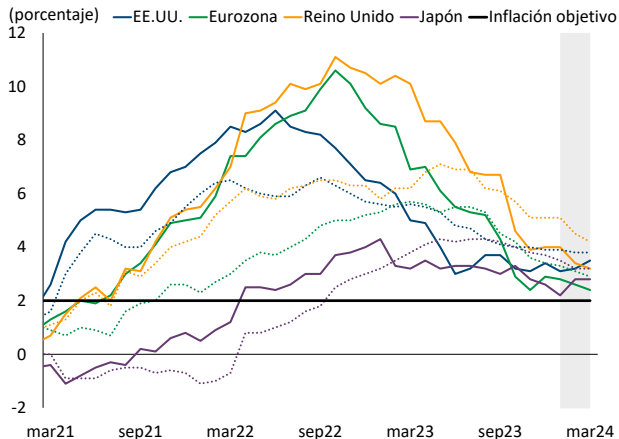
Gráfico 3. Expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 4. Inflación en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

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

En este contexto, los funcionarios de los principales bancos centrales adoptaron una postura más hawkish⁷ durante el trimestre, lo cual contribuyó a que las expectativas de tasa de política monetaria corrigieran de manera importante al alza. Dado que los niveles de inflación aún persisten por encima de la meta de las autoridades monetarias, y la demanda agregada presentó un desempeño resiliente en varias economías desarrolladas, durante el trimestre los bancos centrales de Estados Unidos (Reserva Federal, FED), la Eurozona (Banco Central Europeo, BCE), el Reino Unido (Banco de Inglaterra, BoE, por su sigla en inglés) y Japón (BoJ, por su sigla en inglés) adoptaron el discurso de la necesidad de contar con una postura de política monetaria más contractiva (*hawkish*) para el logro de sus objetivos. En el caso de Japón, el BoJ también decidió

⁴ 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 guarda mayor relación con las decisiones de política monetaria.

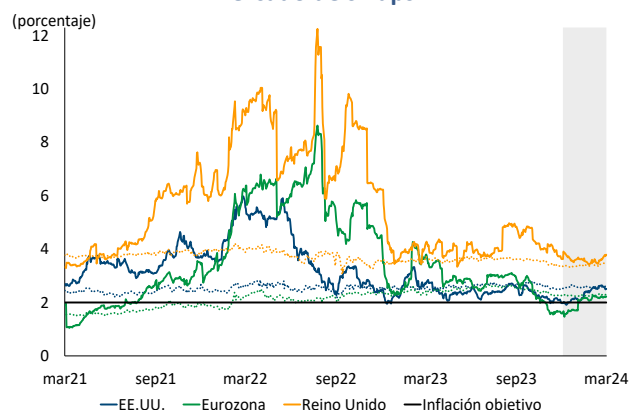
⁵ De acuerdo con el mercado de *swaps*, las expectativas de inflación a un año aumentaron 53 pb a 2,51% en Estados Unidos, 63 pb a 2,22% en la eurozona, y 16 pb a 3,79% en Reino Unido. A largo plazo (en 5 años a 5 años), las expectativas aumentaron 7 pb a 2,59% en Estados Unidos, 3 pb a 2,30% en la eurozona, y 10 pb a 3,46% en Reino Unido.

⁶ En el caso del Reino Unido, si bien las expectativas se mantuvieron relativamente estables, éstas aún se ubican por encima del 3% dada la mayor dificultad que ha presentado la inflación del país para converger a la meta, explicada principalmente el comportamiento de la inflación básica.

⁷ Es un término que se utiliza para referenciar la postura de los miembros que participan en el establecimiento de la tasa de referencia y suele asociarse a aquellos miembros que tienen una postura más fuerte respecto a la dinámica de la inflación, mientras que existe otro término (*dovish*) para referenciarse a aquellos que dan un mayor peso en sus decisiones a las consideraciones de empleo y actividad económica.

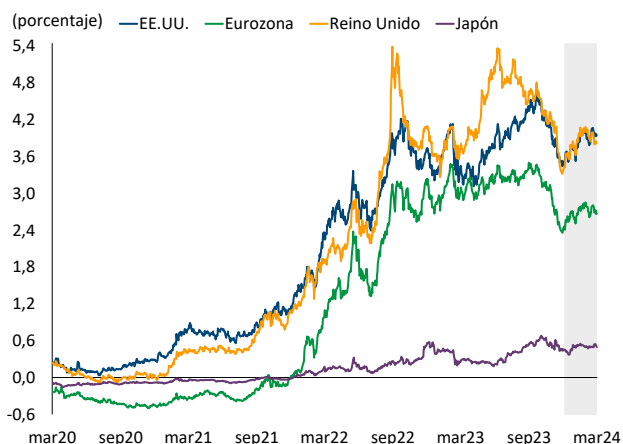
dar por terminada su política monetaria ultra expansiva al mover la tasa de política de monetaria desde -0,1% a un rango entre 0% y 0,1%, y finalizar su programa de control de la curva de rendimientos. En este contexto, los mercados financieros evidenciaron un aumento importante de las expectativas de política monetaria en estas economías⁸ (*Gráfico 6*), especialmente en Estados Unidos, donde el mercado descontaba a comienzos del año cerca de seis reducciones de 25 pb cada una durante 2024, y ahora espera tres, en línea con las proyecciones más recientes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés; *Gráfico 7*).

Gráfico 5. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de swaps



Fuente: Bloomberg. **Nota:** 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).

Gráfico 6. Tasas OIS a cinco años



Fuente: Bloomberg.

Las condiciones financieras en las principales economías desarrolladas, a excepción del Reino Unido, presentaron una mayor holgura frente al cierre del año pasado. Esto, a pesar del aumento en las tasas de los títulos de renta fija, se dio en gran medida por el importante comportamiento al alza de las acciones. Como consecuencia del cambio de las expectativas de política monetaria, las tasas de los títulos de renta fija presentaron aumentos importantes durante el trimestre (ver *Mercado de renta fija y monetario*). Pese a esto, las condiciones financieras en la mayoría de los países desarrollados se tornaron más holgadas dado que la fortaleza de los mercados accionarios en estas economías⁹ (ver *Mercado accionario*) más que compensó los aumentos de las tasas de interés (*Gráfico 8*). Adicionalmente, la fortaleza del dólar estadounidense frente a sus pares (ver *Mercado cambiario*) contribuyó al relajamiento de las condiciones financieras en la eurozona, Reino Unido y Japón¹⁰.

Durante el trimestre se mantuvo baja la percepción de riesgo a nivel global y hacia economías emergentes. Pese al cambio de las expectativas de política monetaria por parte del mercado, y a que siguen latentes los riesgos geopolíticos, los indicadores de apetito por riesgo *Vix*¹¹ y *Vstoxx*¹²

⁸ De acuerdo con el mercado de *Overnight Index Swaps* (OIS), el cual refleja expectativas de la tasa de política monetaria promedio a distintos plazos.

⁹ En medio de resultados corporativos favorables y del optimismo frente al futuro de la inteligencia artificial.

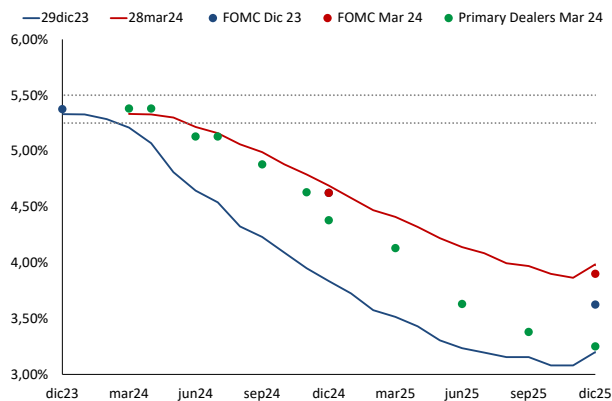
¹⁰ En principio, una depreciación de la moneda frente al dólar estadounidense debería contribuir a un aumento de la demanda externa, lo que a su vez implicaría unas condiciones financieras más laxas que contribuyan a una expansión del producto.

¹¹ El *Vix* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil S&P 500.

¹² El *Vstoxx* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil Euro Stoxx 50.

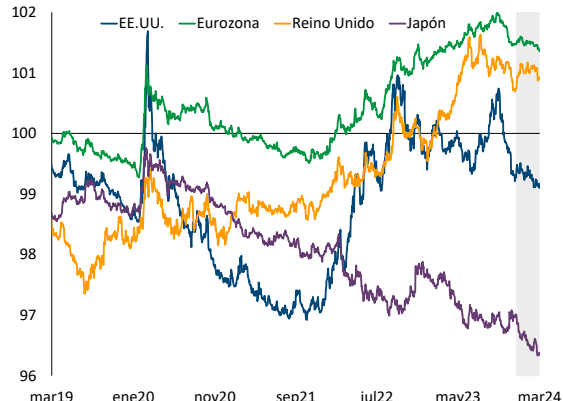
se mantuvieron en niveles bajos, mientras que el *Move*¹³ presentó una reducción importante durante el trimestre (*Gráfico 9*). En este sentido, los inversionistas mantuvieron el apetito hacia economías emergentes que se había venido observando desde el 4T23, lo cual también se vio reflejado en la relativa estabilidad de los indicadores de percepción de riesgo en economías emergentes (ver *Percepción de riesgo a nivel local*).

Gráfico 7. Senda implícita de política monetaria en Estados Unidos (mercado de futuros)



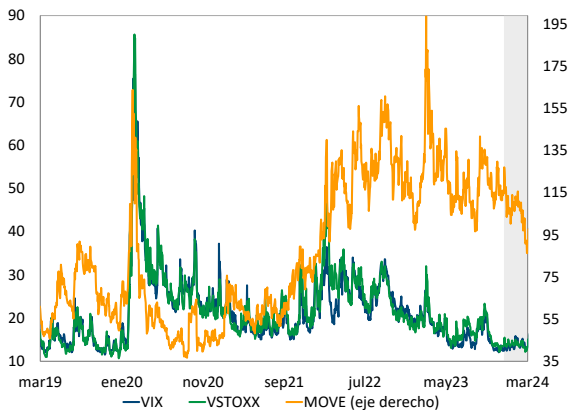
Fuente: Bloomberg, Reserva Federal. **Nota:** Las líneas punteadas indican el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales, vigente al 28 de marzo. Las líneas sólidas corresponden a las expectativas provenientes del mercado de futuros, los puntos azules y rojos corresponden a la mediana de las proyecciones del FOMC, y los puntos verdes corresponden a la mediana de las respuestas dadas por los Primary Dealers en la última encuesta hecha por la FED de Nueva York.

Gráfico 8. Índice de condiciones financieras en economías desarrolladas



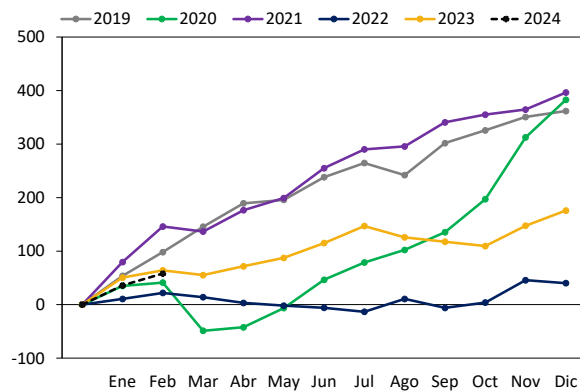
Fuente: Goldman Sachs.

Gráfico 9. Indicadores de percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 10. Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes acumulados (USD mm)



Fuente: IIF.

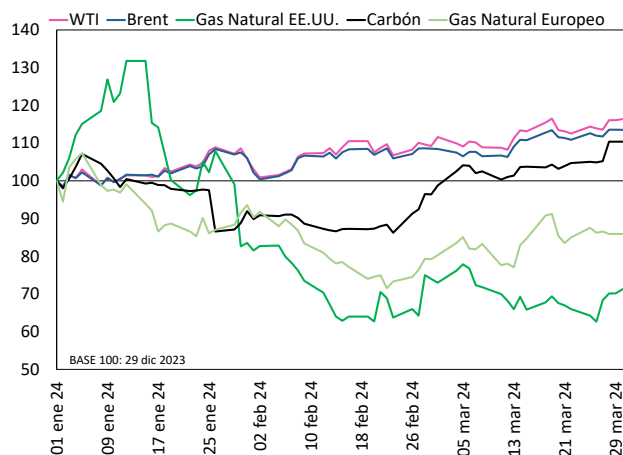
En este contexto continuaron las entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes durante los dos primeros meses del año. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés),

¹³ El *Move* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre los Tesoros de Estados Unidos.

en enero y febrero de 2024 observaron entradas netas de USD 58 miles de millones (mm)¹⁴. El comportamiento general se explicó por entradas a países emergentes sin China, frente a salidas de China. En particular, Latinoamérica tuvo entradas netas por un total de USD 8,4 mm (Gráfico 10).

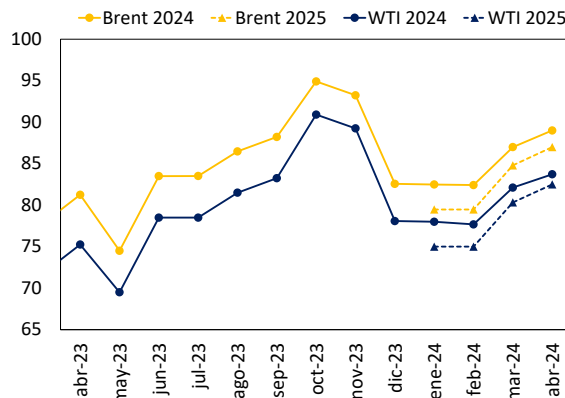
Los precios de las referencias del petróleo WTI y Brent presentaron un aumento significativo y alcanzaron niveles máximos de 5 meses. Estas referencias presentaron valorizaciones de 16,1% y 13,6%, en su orden, corrigiendo las depreciaciones observadas durante el 4T23. Las presiones de oferta vistas a lo largo de la segunda mitad del 2023 se intensificaron durante el 1T24. En particular, las extensiones de los recortes por parte de la OPEP+ hasta el 3T24 y la incertidumbre con respecto a los posibles efectos del conflicto en medio oriente¹⁵ sobre la oferta de crudo, llevaron a las referencias Brent y WTI a ubicarse por encima de los USD 87 dólares por barril (d/b) y USD 83 d/b respectivamente (Gráfico 11).

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



Fuente: Bloomberg.

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



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

A partir de enero de 2024 la AIE incorporó pronósticos para 2025. Los últimos valores corresponden al STEO de abril de 2024.

En el último Short-Term Energy Outlook (STEO), la U.S. Energy Information Administration pronostica que los precios para 2024 de las referencias Brent y WTI promediarán los USD 89 d/b y 87 d/b, respectivamente (Gráfico 12). Inclusive, la agencia espera que los precios alcancen los USD 90 d/b ante la reducción de inventarios a nivel mundial a causa del menor crecimiento de la producción diaria por los recortes en la OPEP+ y la expectativa del incremento del consumo desde países asiáticos, principalmente de China e India.

Otras materias primas generadoras de energía, como las referencias europea y estadounidense de gas natural licuado (GNL), presentaron fuertes desvalorizaciones, mientras que el carbón se valorizó en línea con una mayor demanda. La tendencia a la baja del GNL vista durante 2023 a causa de un margen más amplio de existencias en Estados Unidos y Europa se mantuvo durante el

¹⁴ De las cuales USD 48 mm corresponden a entradas al mercado de renta fija y USD 10 mm entradas al mercado de renta variable.

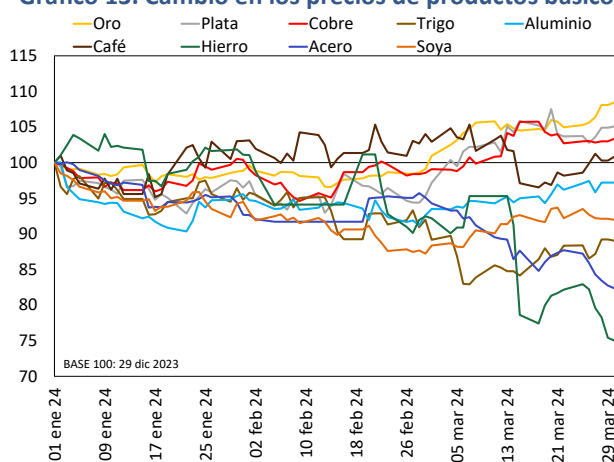
¹⁵ El conflicto en el mar Rojo ha llevado a varias compañías transportadoras de petróleo a elegir rutas más largas para evitar la zona afectada, lo que está aumentando los precios de los fletes. Esta situación provoca un alza en los precios de las materias primas y los productos energéticos.

último trimestre, sumado a la menor demanda por patrones climáticos más cálidos de los esperados. El carbón térmico experimentó un fortalecimiento debido a la creciente demanda de China e India en su búsqueda por garantizar el suministro energético para el próximo trimestre. Esta tendencia se vio impulsada por la sustitución del GNL en China, como respuesta a la alta volatilidad del precio de este último *commodity* (Gráfico 11).

Por su parte, los metales preciosos alcanzaron máximos de años impulsados por una demanda creciente, ya que los bancos centrales buscan refugiarse en ellos como reserva de valor ante los riesgos geopolíticos, mientras que los metales industriales cerraron el trimestre con desvalorizaciones a excepción del cobre¹⁶. El hierro, el acero y el aluminio se desvalorizaron ante la caída de la demanda por la crisis inmobiliaria china y el alto nivel de inventarios. Por su parte, el precio del cobre tuvo valorizaciones frente a las preocupaciones sobre el suministro del mineral¹⁷ y las perspectivas de mayor demanda relacionada con la transición energética global (Gráfico 13).

Finalmente, durante el último trimestre, algunos *commodities* agrícolas como el trigo y la soya presentaron desvalorizaciones (10,8% y 7,9%, respectivamente) mientras que el café se valorizó marginalmente 0,3%. En línea con el incremento de provisiones desde Rusia en lo corrido del año, sumado al exceso de oferta global a causa de cosechas abundantes por las óptimas condiciones meteorológicas en el hemisferio norte, los precios del trigo y la soya continuaron la tendencia a la baja vista durante el 2023 (Gráfico 13).

Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

4. Percepción de riesgo a nivel local

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel local se mantuvieron en niveles bajos frente a los últimos dos años, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Los

¹⁶ El oro cerró el trimestre con valorizaciones de 8,1%, mientras que la plata se valorizó 4,9%. Por su parte, algunos metales industriales como el hierro, el acero y el aluminio se desvalorizaron 24,6%, 17,3% y 2,8%, respectivamente; el cobre se valorizó 3%.

¹⁷ Las fundiciones de cobre se han visto sometidas a una presión cada vez mayor este año ante la escasez del mineral por el cierre repentino de la mina de Panamá First Quantum Minerals eliminando 400.000 toneladas de metal de la oferta anual mundial y la reducción de la producción por parte de la compañía minera inglesa Anglo American PLC.

indicadores de percepción de riesgo hacia economías emergentes, como los *Credit Default Swaps*¹⁸ (CDS, *Gráfico 14*) y los *Emerging Market Bond Indexes*¹⁹ (EMBI, *Gráfico 15*), presentaron en su mayoría un comportamiento estable durante el trimestre, en línea con los bajos niveles del *Vix* y el *Vstoxx* (ver *Entorno internacional*), en medio de la continuación del apetito hacia economías emergentes. En este contexto, de acuerdo con los analistas del mercado, ni los CDS ni los EMBI parecen haber reaccionado al desarrollo de eventos locales durante este periodo.

No obstante, varios analistas coinciden en que la incertidumbre en el frente fiscal tras la publicación del Plan Financiero, y en respuesta a los eventos vinculados a las reformas en trámite en el Congreso, así como algunas declaraciones por parte de altos funcionarios del Gobierno, podrían incidir eventualmente en el desempeño de estos indicadores. Si bien los indicadores locales de percepción de riesgo parecen no haber reaccionado a los acontecimientos locales, varios analistas consideran que, en un eventual contexto externo menos benigno, ciertos eventos locales pueden llegar a incidir sobre la percepción de riesgo local. Dentro de estos eventos se destaca: *i*) la publicación del Plan Financiero por parte del Ministerio de Hacienda (MHCP) a comienzos de febrero, en el cual se proyecta un aumento del déficit fiscal en 2024 que se financiaría en parte mediante ingresos contingentes; *ii*) los acontecimientos paralelos al trámite de las reformas en el Congreso²⁰; y *iii*) algunas declaraciones del Presidente de la República a favor de una Asamblea Nacional Constituyente, o de una renegociación de la deuda que el país tiene con el FMI.

Las expectativas de crecimiento se han ajustado a la baja para 2024, en línea con la sorpresa negativa del dato del PIB de 2023. Asimismo, las expectativas de inflación han corregido a la baja para este año. De acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera²¹ (EOF), durante el trimestre se observó una reducción de la expectativa de crecimiento para 2024 de 1,5% a 1,3%. Lo anterior estuvo en línea con la publicación del dato de crecimiento del 2023, el cual se ubicó en 0,6%, por debajo del 1,0% que habían señalado los analistas en la encuesta de febrero (*Gráfico 16*). En cuanto a las expectativas de inflación, la misma encuesta evidenció una reducción para fin de 2024 de 5,7% a 5,5%, mientras que para finales de 2025 se mantuvieron en 3,8%, dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta del Banco de la República (*Gráfico 17*).

Los indicadores de confianza empresarial y del consumidor han continuado presentando niveles bajos. De acuerdo con los indicadores de confianza de Fedesarrollo²², la confianza del consumidor se mantuvo en niveles negativos durante el trimestre, ante unos balances igualmente negativos

¹⁸ El CDS es un derivado financiero diseñado para transferir la exposición al riesgo crediticio de un título de deuda a la contraparte, a cambio del pago de una prima. Una mayor prima refleja un mayor riesgo de crédito del país emisor. El CDS a cinco años aumentó 17 pb en Colombia, 5 pb en Brasil, 4 pb en México y Chile, y se redujo 1 pb en Perú, mientras que para una muestra de economías emergentes aumentó 1 pb.

¹⁹ El EMBI es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en pb) entre la tasa de interés que pagan los títulos de deuda 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. El EMBI+ (EMBIG) aumentó 13 pb (-2 pb) en Brasil, 3 pb (18 pb) en Colombia y 3 pb (-10 pb) en Perú, y disminuyó 9 pb (corresponde al EMBIG) en Chile y 1 pb (-29 pb) en México, mientras que para una muestra de economías emergentes se redujo 57 pb (-48 pb).

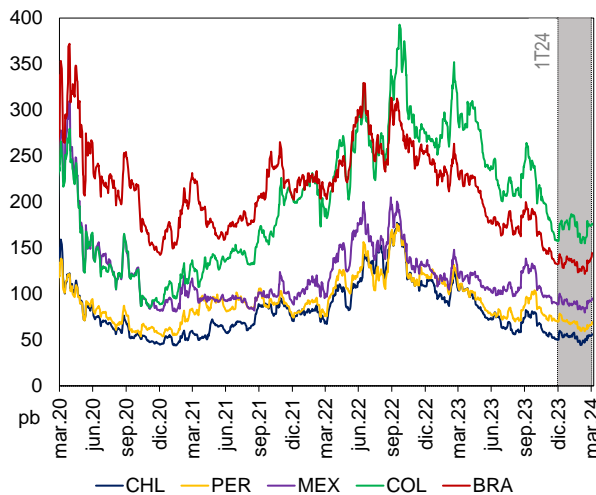
²⁰ Por ejemplo, las intervenciones a varias EPS.

²¹ Encuesta realizada mensualmente por Fedesarrollo y la BVC.

²² 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.

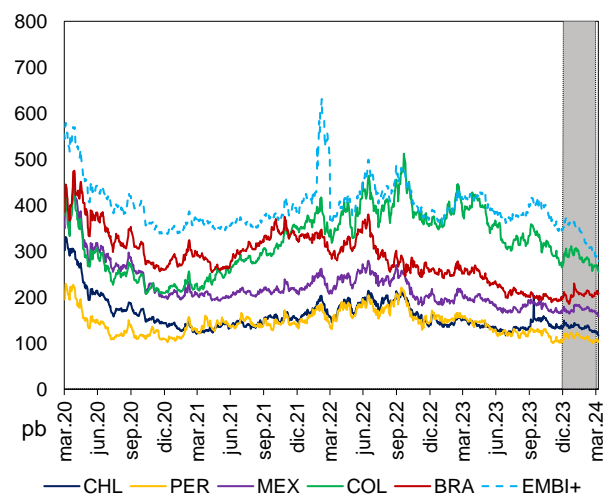
tanto de las expectativas como de la percepción de las condiciones económicas. Por su parte, la confianza industrial y comercial se mantuvo en niveles bajos frente a la historia reciente. En el caso de la confianza industrial, este comportamiento se explica principalmente por un deterioro del volumen de pedidos, mientras que en el caso de la confianza comercial su desempeño ha estado asociado con un deterioro de la percepción de la situación actual de las empresas y de las expectativas de la situación económica para el próximo semestre, y con un mayor nivel de existencias (*Gráfico 18*).

Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica



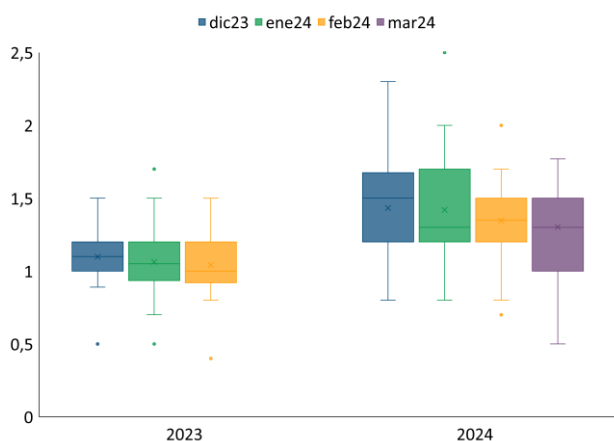
Fuente: Bloomberg.

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



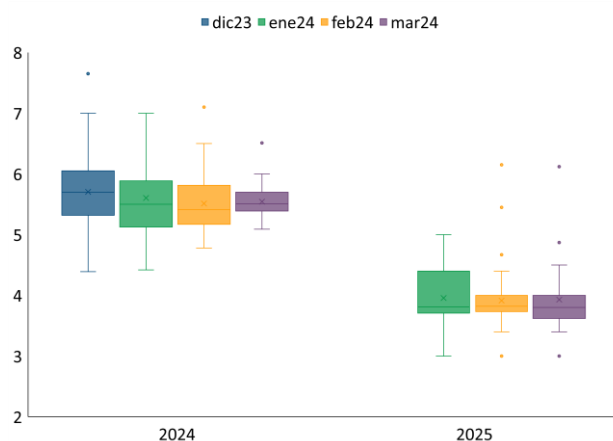
Fuente: J.P.Morgan.

Gráfico 16. Expectativas de crecimiento



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

Gráfico 17. Expectativas de inflación

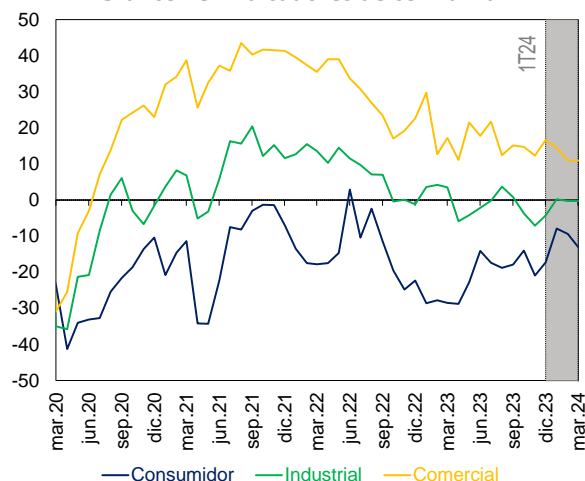


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y BVC.

Varios analistas consideran que el desempeño de la percepción de riesgo local, y por consiguiente de los activos locales durante el resto del año, dependerá en buena medida de la recuperación económica y de la evolución de las sendas de inflación y de los déficits gemelos. El déficit de cuenta corriente presentó una corrección importante durante 2023 al pasar de 6,2% del

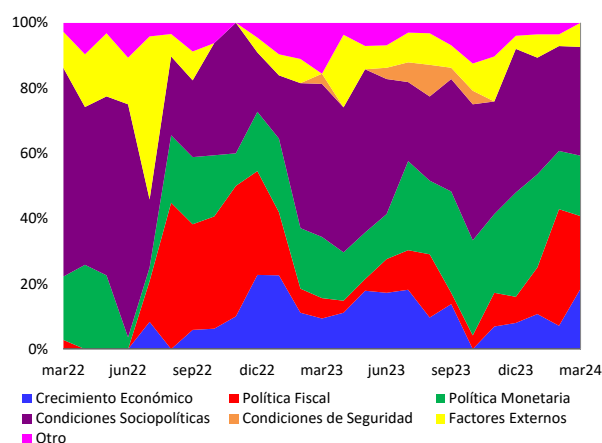
PIB en 2022 a 2,7% en 2023. Lo anterior se dio principalmente como consecuencia de la contracción de las importaciones, producto de la desaceleración de la demanda agregada. Por otro lado, si bien el déficit fiscal también se redujo durante 2023, la reciente publicación del Plan Financiero anticipa una ampliación en 2024. Esto generó una mayor incertidumbre en el frente fiscal, la cual se vio reflejada en el resultado de la EOF de febrero, donde el porcentaje de agentes encuestados que mencionaron la situación fiscal como el factor más relevante para tomar decisiones de inversión aumentó de 14,3% a 35,7% (Gráfico 19). En este contexto, el grueso de analistas considera que la evolución de estos déficits será determinante en la evolución del riesgo local, y por ende del desempeño de los activos locales.

Gráfico 18. Indicadores de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

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



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

5. Mercado de renta fija y monetario

5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Se mantuvo la tendencia de la inflación a la baja en los países de la región, aunque en todos los casos aún se ubica en niveles superiores a la meta de los bancos centrales. La tendencia decreciente de la inflación²³ y la moderada actividad económica soportó la continuación de recortes de tasas de política monetaria en la mayoría de los países de la región en lo corrido de 2024. Las reducciones de la inflación ocurrieron después de que las TPM alcanzaron niveles máximos de más de 20 años y se observara niveles moderados de actividad económica en los países de la región²⁴. A nivel local, la moderación de la inflación estuvo en parte asociado al nivel más bajo de la tasa de cambio (ver *Mercado Cambiario Colombiano*), la corrección en los precios

²³ Durante el primer trimestre de 2024 se observaron caídas de la inflación de 192 pb, 69 pb, 24 pb, 24 pb y 19 pb en Colombia, Brasil, Chile, México y Perú, respectivamente y se ubicaron en 7,36%, 3,93%, 3,70%, 4,42% y 3,05% en su orden.

²⁴ Las tasas de crecimiento del PIB para 2023 se ubicaron en 0,60% (ant.7,3%), 2,9% (ant. 3,0%), -0,1% (ant. 2,4%), 3,2% (ant. 3,9%) y -0,6% (ant. 2,7%) en Colombia, Brasil, Chile, México y Perú, respectivamente.

de los alimentos y menores aumentos en algunos servicios públicos y de transporte (*Gráfico 20 y Tabla 2*).

En los países de la región analizados, la mayoría de las expectativas de inflación de corto plazo se encuentran dentro del rango de tolerancia de los bancos centrales²⁵. A nivel local, los mercados financieros anticipan menores niveles de inflación y más cercanos a la meta de inflación en Colombia. Sin embargo, los riesgos al alza de la inflación persisten por factores como los efectos del fenómeno de El Niño, perspectivas de un potencial fenómeno de La Niña durante el segundo semestre y los posibles ajustes de los precios del ACPM. Las expectativas de inflación en los países de la región continuaron acercándose a la meta de los bancos centrales²⁶ (*Gráfico 21 y Gráfico 22*). A nivel local, el mayor nivel de las expectativas de inflación respecto a la meta se puede explicar por la persistencia que ha mostrado este indicador y a primas por riesgo inflacionario²⁷. Esta prima pudo estar influenciada por algunos riesgos como el fenómeno de El Niño, un potencial fenómeno de La Niña²⁸ y los posibles ajustes de los precios del ACPM, de esta manera, la expectativa de inflación de corto plazo ajustada por primas de riesgo inflacionario en Colombia se ubicó en 4,95% (ant. 5,88%, *Gráfico 23*).

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Dic 2023	Mar 2024	Meta
COL	9,28%	7,36%	3,00%
BRA	4,62%	3,93%	3,00%
CHL	3,94%	3,70%	3,00%
MEX	4,66%	4,42%	3,00%
PER	3,24%	3,05%	2,00%

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

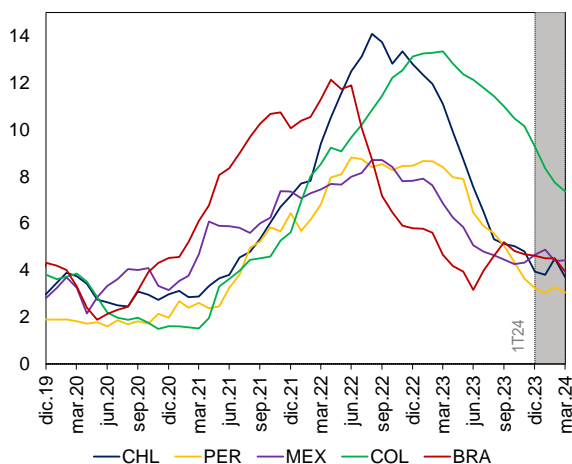
²⁵ El rango de tolerancia respecto a la meta de inflación de los bancos centrales en Colombia, México, Chile y Perú es de +/-1%, mientras que en Brasil es de +/-1,5%. La información de expectativas de corto plazo para Chile se obtiene como la compensación inflacionaria de los swaps promedio de cámara para el plazo a un año. Para Brasil, México y EE. UU. se usa información del BEI de Bloomberg. Las expectativas de Perú se obtienen de la encuesta mensual de expectativas realizada por el Banco Central.

²⁶ Estas se ubicaron en 6,59% (ant. 6,88%), 4,37% (ant. 4,48%), 3,98% (ant. 4,02%), 2,56% (ant. 2,83%) y 3,11% (ant. 2,67%) para Colombia, Brasil, México, Perú y Chile.

²⁷ La prima por riesgo inflacionario se define como la compensación que exigen los inversionistas para asumir los riesgos derivados en las variaciones de la inflación. Una mayor prima por riesgo podría estar asociado a una mayor incertidumbre en la evolución de la inflación.

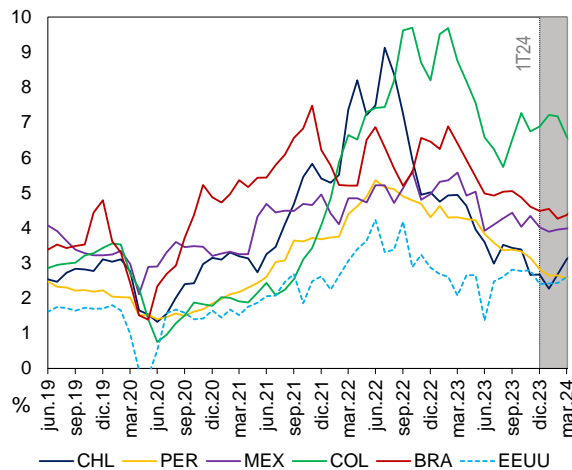
²⁸ El fenómeno de la Niña se caracteriza por ser una temporada fuerte de lluvia, el cual, dependiendo de su intensidad puede generar presiones al alza en los precios de algunos alimentos.

Gráfico 20. Inflación en los países de la región



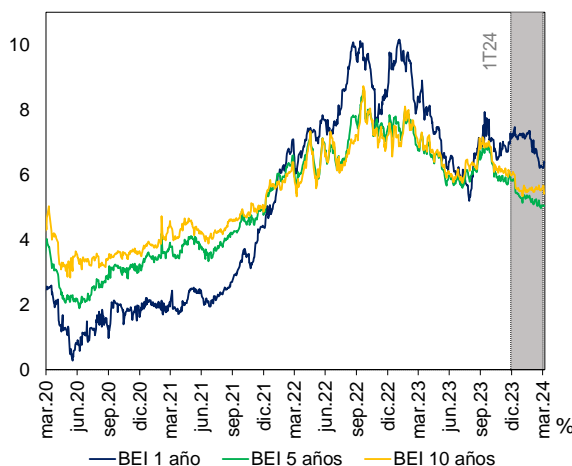
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 21. Expectativas de corto plazo de Inflación en los países de la región y en EE.UU.



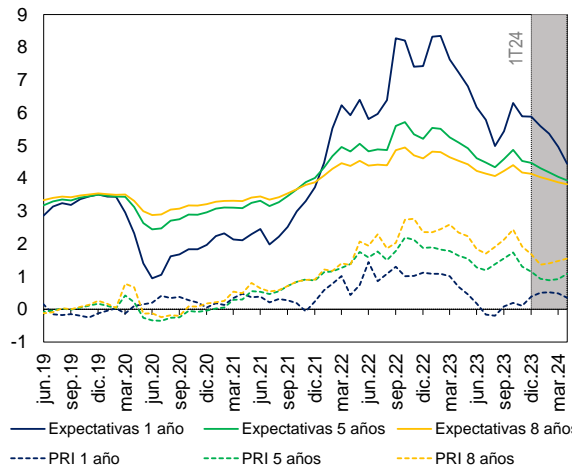
Fuente: Bloomberg y Banrep.

Gráfico 22. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años



Fuente: Banrep

Gráfico 23. Descomposición BEI a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación y prima por riesgo inflacionario (PRI)



Fuente: Banrep.

La descomposición se estima con la información promedio de cada mes siguiendo a Abrahams et al. (2015) "Decomposing real and nominal yield curves" y Espinosa et al (2015) "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano".

En línea con la tendencia decreciente de la inflación²⁹ y sus expectativas³⁰, la JDBR decidió recortar la TPM en 75 pb y la ubicó en 12,25% en el periodo de análisis (Gráfico 24). En las reuniones de enero y marzo de 2024 la JDBR tomó la decisión de reducir en 25 pb y 50 pb la tasa de intervención, respectivamente. En ambas reuniones, cinco directores votaron a favor de esta

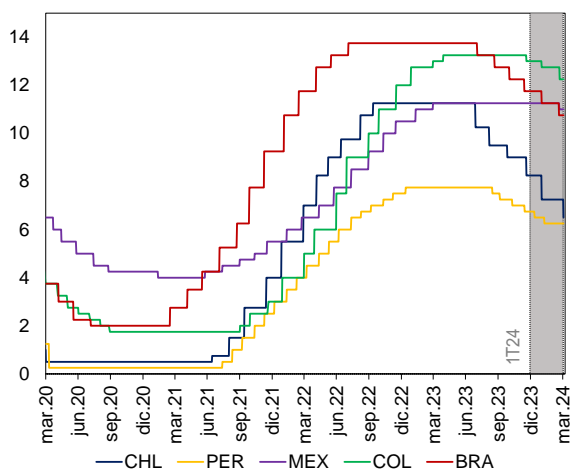
²⁹ La tendencia decreciente de la inflación total continuó durante el 1T24 y en marzo se ubicó en 7,36% anual, lo que acumula una caída de 1,9% en los tres primeros meses del año.

³⁰ La encuesta mensual de analistas que realiza el Banco mostró que entre diciembre y marzo en la mediana de la muestra las expectativas de inflación a un año se redujeron de 5,7% a 4,66% y a dos años de 3,8% a 3,5%.

decisión y los dos miembros restantes sugirieron recortes de mayor magnitud. Las decisiones de la JDBR se han interpretado como cautelosas y están en línea con la valoración del equipo técnico del FMI sobre la economía colombiana en febrero 2024, la cual señaló que la normalización de la política monetaria debe seguir avanzando con cautela. Además, la contracción de la demanda interna de 3,8% en 2023 corrigió el exceso de gasto sobre el ingreso que traía la economía desde años anteriores también fue un factor importante considerado por la JDBR para sus decisiones³¹.

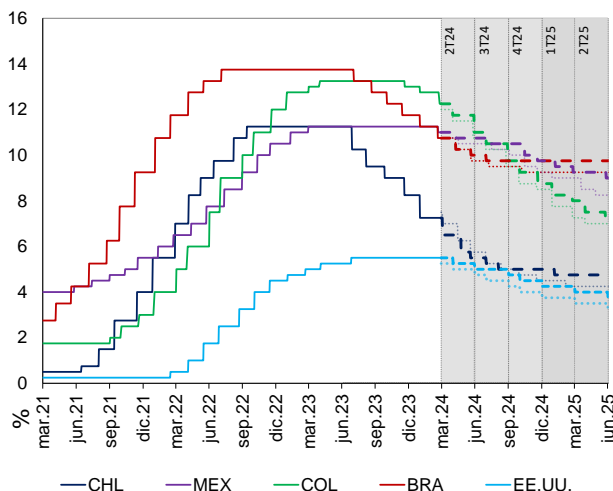
Los mercados financieros continúan descontando recortes de la TPM. Las tasas del mercado OIS descuentan que las reducciones de las tasas de política monetaria de los países de la región continúen en 2024³² (Gráfico 25). Las expectativas de TPM descuentan menores reducciones frente a las expectativas observadas al final del último trimestre de 2023, esta dinámica está asociada a expectativas de menores recortes de las tasas en las economías desarrolladas (ver *Entorno Internacional*) y a la evolución de los indicadores de actividad económica e inflación.

Gráfico 24. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg y Banrep

Gráfico 25. Expectativas de TPM implícitas en el mercado



Fuente: Bloomberg y Banrep Información actualizada con datos de 28 de diciembre de 2023 y 27 de marzo de 2024.

5.2. Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante 1T24 el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando así que el IBR O/N se desviara de la TPM (ver *Situación reciente de liquidez y el rol del Banco de la República*). Durante el trimestre la tasa IBR O/N en promedio se ubicó 1.1 pb debajo de la TPM (Gráfico 26), dentro de las medidas adoptadas para ayudar a que esta diferencia fuera mínima se encuentra las ventas de TES B por parte del BanRep en el mercado por valor de COP 10.332,6 mm

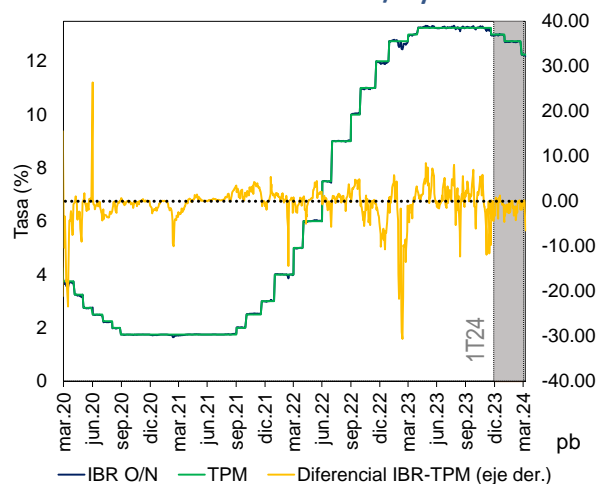
³¹ Esta contracción no solo contribuyó a reducir las presiones inflacionarias, sino que, además, se tradujo en un ajuste significativo del déficit en la cuenta corriente, el cual pasó del 6,2% del PIB en 2022 al 2,7% en 2023.

³² Estas ubicarían en diciembre de 2024 en 8,75% (ant. 8,50%), 9,75% (ant. 9,25%), 5,00% (ant. 4,50%) y 9,75% (ant. 9,25%) en Colombia, Brasil, Chile y México, respectivamente

(valor a precios de mercado)³³. Las ventas de TES fueron acompañadas por instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez.

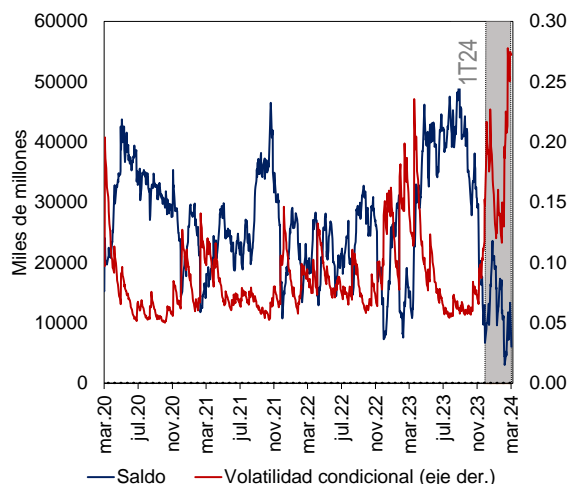
Dentro de los factores que incidieron en de la dinámica del mercado monetario se encuentra la reducción de los depósitos de la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPN) en el BanRep y una mayor volatilidad de estos (Gráfico 27). Durante el trimestre se observó una alta volatilidad de los depósitos de la DGCPN en el BanRep asociado con gastos de funcionamiento y de inversión, pagos por devolución de impuestos, el pago del cupón del TES que vence en 2033, e ingresos por recaudo de impuestos y subastas. En este contexto los saldos de la DGCPN fueron cayendo hasta ubicarse en un mínimo en marzo cercano a COP 3 billones, niveles que no se observaban desde enero de 2016.

Gráfico 26. Tasa de referencia BanRep, IBR O/N y diferencial entre el IBR O/N y la TPM



Fuente: Bloomberg y Banrep

Gráfico 27. Depósitos remunerados de la Tesorería Nacional



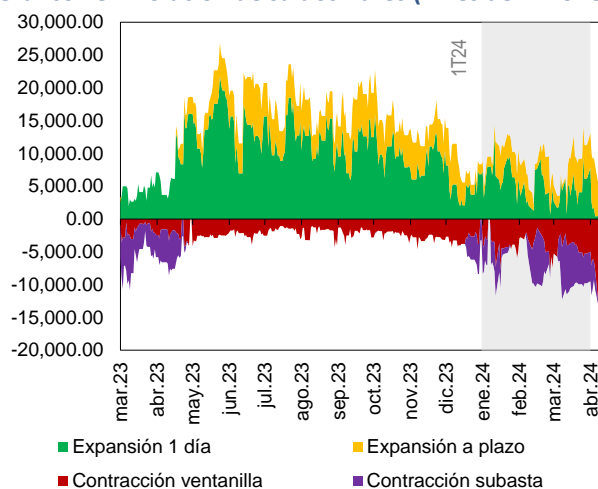
Fuente: Banrep.

Además, se observó una demanda importante por instrumentos de contracción monetaria del BanRep junto con demanda de operaciones de expansión transitoria (Gráfico 28). Durante el trimestre se observó simultáneamente entidades con necesidades significativas de liquidez y otro tipo de agentes (como fondos de pensiones y sociedades fiduciarias) con montos considerables que acudieron a operaciones de contracción ofrecidas por el BanRep. Los operadores señalaron que este hecho puede estar relacionado con la presencia de excedentes de liquidez en entidades que no tienen acceso directo al SEN³⁴ y al mercado de simultáneas.

³³ El día 27 de marzo, en atención a la solicitud realizada por el Ministerio de Hacienda y Crédito público, el BanRep entregó a dicha entidad TES B de su portafolio monetario por COP 4.904,1 mm (valor a precios de mercado), como parte del pago de las utilidades del año 2023 a trasladar al Gobierno Nacional por COP 9.216,7 mm en total. En la misma fecha, el BanRep abonó a la cuenta del Gobierno el remanente por COP 4.312,6 mm. Al final del 1T24 el BanRep poseía el 6,02% de la emisión de TES en pesos y UVR del Ministerio de Hacienda.

³⁴ El Sistema Electrónico de Negociación (SEN) es una infraestructura tecnológica administrada por el Banco de la República para la negociación y registro de operaciones sobre valores de deuda pública custodiados en el Depósito Central de Valores (DCV). Los usuarios del SEN pueden visualizar en tiempo real las condiciones del mercado de deuda pública y celebrar operaciones de compraventa, simultánea, repo, con estos títulos. En el SEN tienen acceso las entidades participantes en el Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública - PCMTDP, regulado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 28. Evolución de saldos Bares (miles de millones)



Fuente: BanRep

5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

Durante el 1T24, los títulos de deuda pública de países desarrollados y de economías emergentes se desvalorizaron en línea con la importante corrección al alza de las expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas (ver *Entorno Internacional*). En línea con estas expectativas, las curvas de estos países se empinaron ante mayores desvalorizaciones de títulos de largo plazo (Gráfico 32). Pese al mayor apetito por activos riesgosos a nivel global y una menor percepción de riesgo hacia economías emergentes, las tasas de los títulos en moneda local de estos países se vieron influenciadas por el entorno internacional. El comportamiento de la deuda pública en la región también se debe a algunos factores idiosincráticos³⁵ (Gráfico 29, Gráfico 30 y Gráfico 31).

A nivel local, Colombia no fue ajena a este comportamiento. (Gráfico 33 y Gráfico 34; ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Las curvas de rendimientos de TES en pesos y UVR se empinaron durante el período, guiadas por aumentos en las tasas de los títulos de largo plazo y valorizaciones de los TES del tramo corto. Estos últimos presentaron un comportamiento diferencial debido a la demanda por parte de entidades públicas. Por su parte, las referencias del tramo largo se desvalorizaron a pesar de la dinámica favorable de los indicadores de riesgo local y el apetito de inversionistas extranjeros y fondos de pensiones locales por estos títulos. Además, durante el trimestre, la liquidez del mercado de TES se mantuvo sin movimientos importantes³⁶, y

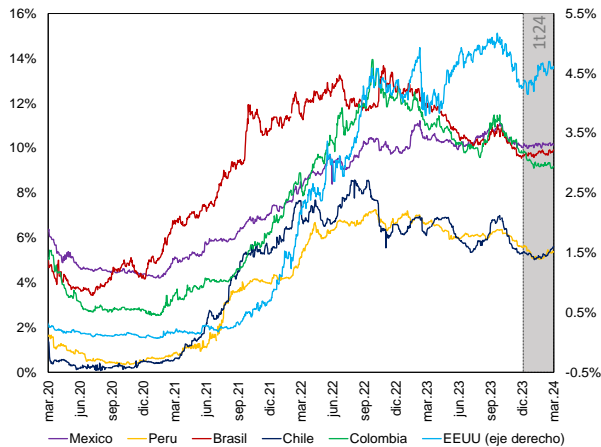
³⁵ Algunos factores que influenciaron los mercados de deuda pública de la región en particular fueron: i) en México, las desvalorizaciones se relacionaron con la intención del gobierno de modificar el sistema pensional la cual pretende ajustar la tasa de reemplazo al 100% para salarios menores o iguales al promedio registrado en el Instituto Mexicano del Seguro Social, y con datos recientes de inflación (marzo) mayores a las expectativas; ii) En Chile, hubo desvalorizaciones en respuesta a datos de inflación de enero y febrero que sorprendieron al alza y datos de la actividad económica por encima de lo esperado; sin embargo, al finalizar el período aumentaron las expectativas de recortes de TPM en esta economía, por declaraciones dovish de la presidenta del Banco Central, pudiendo haber favorecido a los títulos de este país.

³⁶ El Bid-Ask spread (BAS - medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio se redujo de 7,6 pb en el 4T23 a 4,5 pb en el 1T24. Mientras que la profundidad promedio diario subió de COP 123,7 a COP 137,3 miles de millones.

Reporte de Mercados Financieros

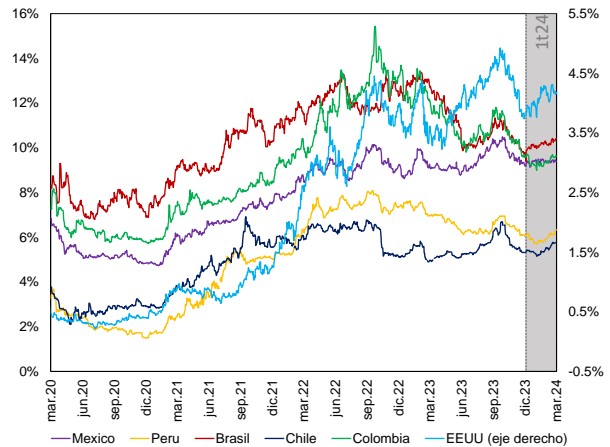
no se presentaron cambios significativos en la capacidad de los agentes del mercado. Esto puede ser un efecto amplificador de la iliquidez del mercado durante periodos de estrés (alta volatilidad) en los mercados financieros (ver *Recuadro 2: La capacidad de los agentes de intermediar en el mercado de contado de deuda pública y del mercado secundario de deuda privada locales: Un análisis y propuesta de indicador*).

Gráfico 29. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 2 años



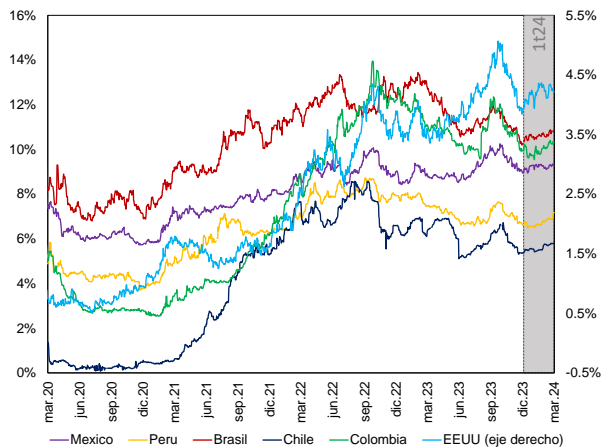
Fuente: Bloomberg y Banrep.

Gráfico 30. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años



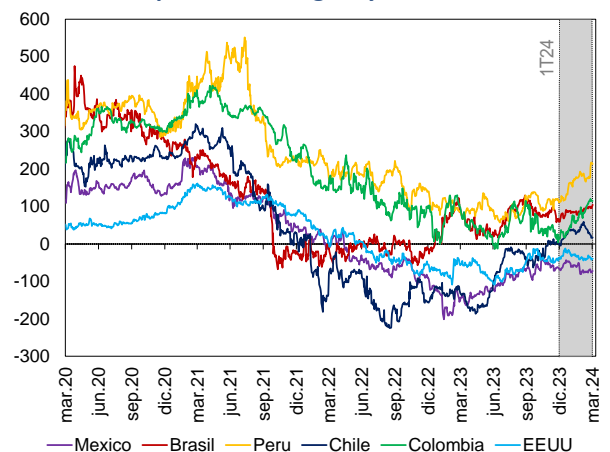
Fuente: Bloomberg y Banrep.

Gráfico 31. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg y Banrep.

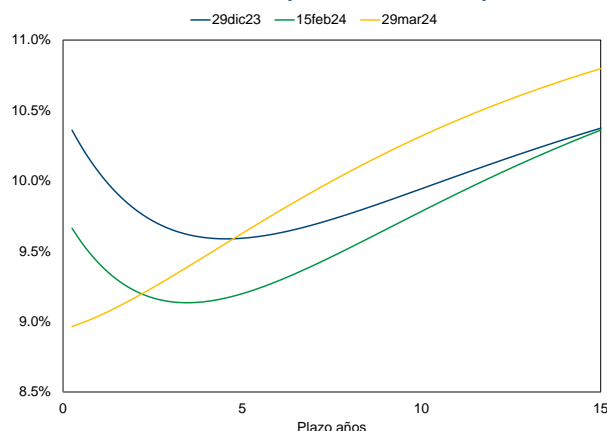
Gráfico 32. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE.UU.



Fuente: Bloomberg, Banrep.

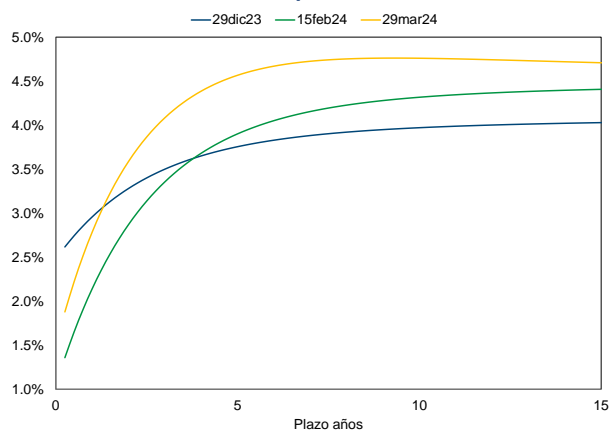
Nota: Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

Gráfico 33. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: Banrep.

Gráfico 34. Curva spot de los TES en UVR



Fuente: Banrep.

Con respecto a los participantes en el mercado de deuda pública local, los inversionistas extranjeros cerraron el trimestre con entradas netas, cambiando su tendencia vendedora de 2023. Los fondos de pensiones locales siguieron presentando entradas récord en el mercado de deuda pública colombiano. Los inversionistas extranjeros realizaron compras por COP 1,7 billones (b) en TES en pesos durante el 1T24, concentradas en referencias del tramo largo de la curva. Así, se han mantenido como los segundos mayores tenedores de TES³⁷, por detrás de los fondos de pensiones locales. Estos últimos, fueron los mayores compradores de TES durante el trimestre por COP 9,0 b³⁸ (Gráfico 36). Tanto extranjeros como fondos de pensiones locales, han continuado aumentando la duración de su portafolio a través de compras en títulos de largo plazo³⁹. Además, las compras de ambos tipos de agentes pueden influir en disminuir la volatilidad del mercado de TES (ver Recuadro 4: Análisis de los flujos de inversionistas extranjeros en la volatilidad del mercado de contado de TES en el Reporte de Mercados Financieros del tercer trimestre de 2023).

En cuanto al comportamiento por grupo de inversionista extranjero, se ha presentado una recomposición de estos agentes hacia las autoridades monetarias (Gráfico 35). Estas últimas han realizado entradas importantes en lo corrido del año por COP 2,7 b⁴⁰ en TES en pesos y UVR, mientras que los fondos mutuos presentaron salidas por COP 2,1 b. Lo anterior sugiere una recomposición hacia un grupo de inversionista extranjero que exhibe menor volatilidad de sus flujos en TES desde 2014 (ver Recuadro 3: Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES en el Reporte de Mercados Financieros del tercer trimestre de 2023).

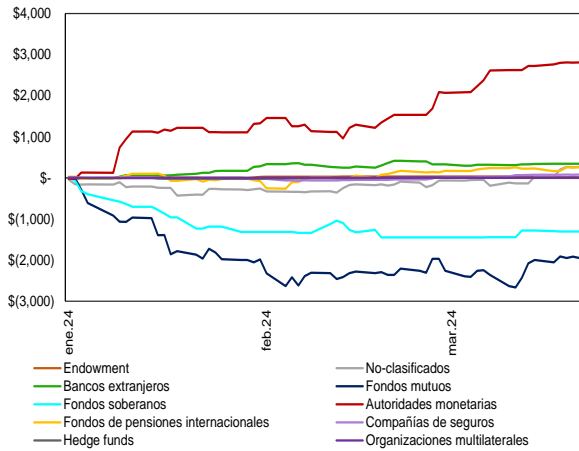
³⁷ La participación de los inversionistas extranjeros dentro del saldo total cerró el trimestre en 20,9%.

³⁸ Con una participación del 32% dentro del saldo total, permaneciendo así como los principales tenedores de estos títulos.

³⁹ Esto puede estar relacionado con el nivel de los rendimientos de estos títulos, y las expectativas de los agentes sobre futuros recortes de la TPM.

⁴⁰ Por el lado vendedor, los fondos mutuos presentaron salidas por COP 2,1 b en TES en pesos y UVR durante el 1T24, y los fondos soberanos por COP 1,3 b.

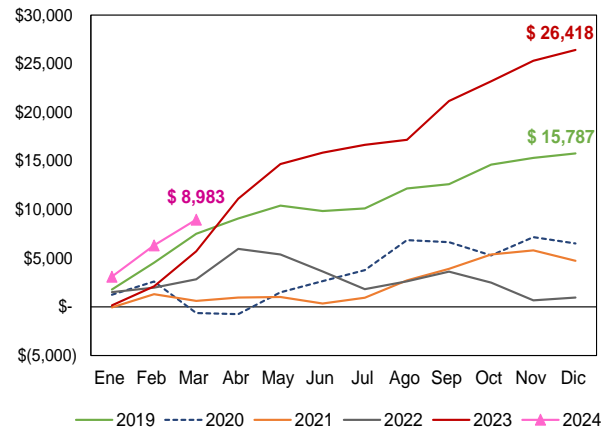
Gráfico 35. Flujos acumulados en 2024 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (COP mm)



Fuente: Banrep.

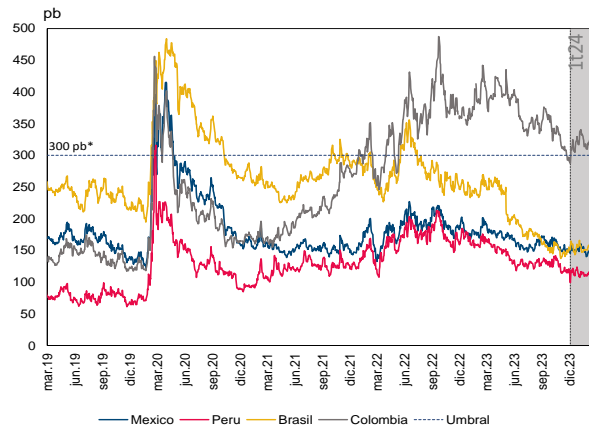
Nota: Los Endowment corresponden a las organizaciones sin ánimo de lucro de otros países, como las fundaciones o universidades, que realizan inversiones en TES.

Gráfico 36. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones)



Fuente: Banrep.

Gráfico 37. 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).

Los riesgos de sostenibilidad fiscal en economías emergentes, incluida Colombia, pueden ganar relevancia en las decisiones de inversión de los agentes en el mediano plazo. Este es un factor de riesgo señalado por el FMI en su más reciente informe de estabilidad financiera global (ver *Global Financial Stability Report – Abril 2024*)⁴¹. En particular, la brecha entre los Tesoros y los bonos en

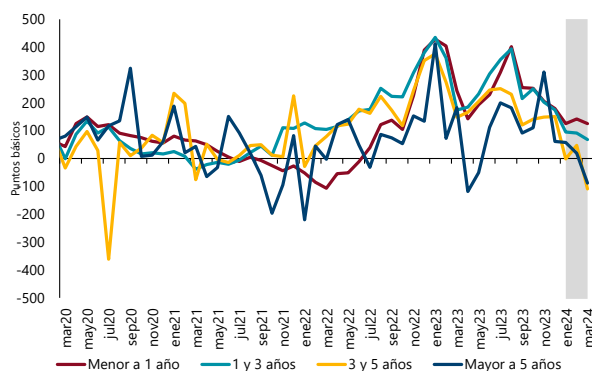
⁴¹ El FMI señala que los rendimientos de los títulos de deuda pública en moneda local y extranjera de países emergentes continúan en niveles elevados con respecto a la prepandemia, debido a las primas a término que no han retornado a niveles de 2019. Según esta entidad, las primas a término pueden permanecer elevadas en la medida que los inversionistas reclaman una compensación adicional por adquirir estos títulos en lugar de Tesoros, y por la mayor oferta de bonos de deuda por parte de emergentes. Esto sería resultado de las presiones fiscales surgidas durante la pandemia y la falta de señales evidentes de consolidación fiscal en estas economías a pesar de haber presentado periodos de crecimiento robusto.

dólares de Colombia y sus pares continúa ubicándose por encima de sus niveles de prepandemia (Gráfico 37), al igual que los indicadores de riesgo de estas economías (ver *Percepción de riesgo a nivel local*). En ese contexto, a pesar de haber corregido desde su pico en 2022 debido a las condiciones financieras más holgadas, las tasas de largo plazo de emergentes continúan en niveles elevados, debido en buena parte al incremento de las primas a término de estas economías por las presiones fiscales originadas en la pandemia.

5.4. Mercado de deuda privada

El costo de fondeo a través de CDTs en el trimestre continuó con la corrección a la baja que había iniciado en el 3T23 y se ha ubicado en promedio en niveles inferiores a los últimos dos años. La corrección más pronunciada se ha dado en las emisiones de títulos de plazos superiores a los 3 años (Gráfico 38). Según algunos analistas del mercado, la reducción de los spreads pudo estar asociado a una mayor liquidez en el mercado y expectativas de reducción de la TPM.

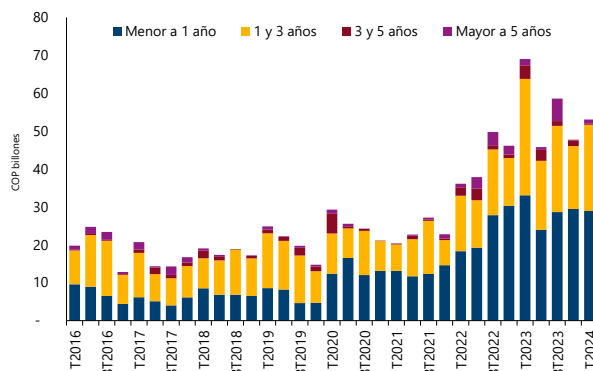
Gráfico 38. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES



Fuente: Deceval, Precia, Banrep. Cálculos Banrep.

Nota: Se incluyen únicamente los CDTs denominados en COP con tasa fija o indexada a IBR o IPC. Para los CDTs a tasa variable, se toman expectativas de inflación (BEI) y de tasa de política (OIS). El spread se calcula como $\frac{(1+icdt)}{(1+TES)}$. Para cada plazo se resta la tasa de la cero cupón de TES promedio mensual, según corresponda: i) menor a 1 año, se resta plazo a 6 meses, ii) de 1 a 3 años se resta la tasa a 2 años, iii) de 3 a 5 años se resta la tasa de 4 años y iv) mayor a 5 años se resta la tasa de 5 años.

Gráfico 39. Montos colocados en CDT desmaterializados por plazo



Fuente: Deceval. Se incluyen únicamente títulos denominados en COP con tasas fijas o tasas indexadas a IBR e IPC.

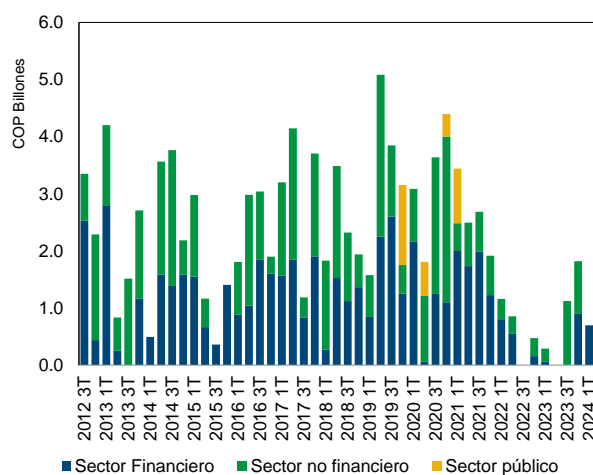
Las colocaciones de CDT de largo plazo han disminuido en comparación con lo evidenciado el año pasado, mientras que los montos colocados se mantienen en niveles altos respecto a su historia. En particular, las colocaciones con vencimientos entre 3 y 5 años y a más de 5 años disminuyeron con respecto al promedio de colocaciones trimestrales presentadas el año anterior⁴²

⁴² En el 1T24 las colocaciones al plazo de 3 a 5 años ascendieron a COP 0,29 b (promedio trimestral de 2023: COP 2,3 b), mientras que las colocaciones al plazo mayor a 5 años ascendieron a COP 1,1 b (promedio trimestral de 2023: COP 2,1 b).

(Gráfico 39). Por su parte, las colocaciones a tasas indexadas a IBR e IPC perdieron representatividad con respecto a lo observado en 2023⁴³.

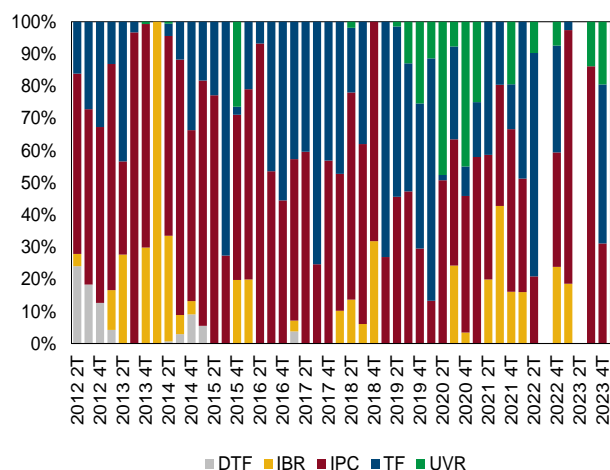
Por su parte, el fondeo mediante la colocación de títulos de deuda corporativa perdió dinamismo y se redujo con respecto al trimestre anterior, ante una menor participación de entidades del sector no financiero (Gráfico 40). En línea con esto, en el 1T24 se realizaron colocaciones por medio de la BVC por COP 0,7 b, ubicándose por debajo de lo observado los dos trimestres anteriores⁴⁴. Además, las colocaciones fueron realizadas exclusivamente por entidades del sector financiero y estuvieron concentradas en títulos de tasa fija (98%) (Gráfico 41).

Gráfico 40. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC (COP miles de millones)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Gráfico 41. Participación por tipo de tasa en las emisiones de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

6. Mercado cambiario

6.1. Mercado cambiario global

El dólar estadounidense se fortaleció frente a las divisas de países desarrollados (de acuerdo con el índice DXY⁴⁵, el dólar se fortaleció un 3,1%) y emergentes, debido a las expectativas de una postura de política monetaria contractiva por más tiempo por parte de la FED (ver *Entorno internacional*). En este contexto el yen japonés, el euro y la libra esterlina se debilitaron. El yen se

⁴³ En el 1T24 las colocaciones a tasas indexadas a IPC e IBR representaron el 1% y el 11%, respectivamente. Mientras que en 2023 las colocaciones a tasas indexadas a IPC e IBR representaron el 14% y el 19%, respectivamente.

⁴⁴ Las colocaciones en el cuarto trimestre de 2023 se ubicaron en COP 1,8 b y en el tercer trimestre de 2023 se ubicaron en COP 1,1 b.

⁴⁵ 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%.

vio afectado en mayor magnitud, principalmente por la discrepancia entre las tasas de interés de política monetaria en EE. UU. y las del Banco de Japón (*Tabla 3 y Gráfico 42*).

Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

		País	4T23	1T24			País	4T23	1T24
LATINOAMÉRICA	Colombia		-5,7%	0,5%	ASIA	Corea		-4,2%	4,4%
	Brasil		-3,6%	3,2%		Indonesia		-0,4%	3,0%
	México		-2,6%	-2,4%		Tailandia		-6,3%	6,1%
	Argentina		131,0%	6,1%		China		-2,7%	1,7%
	Perú		-2,1%	0,4%		India		0,2%	0,2%
	Chile		-1,3%	11,4%		Malasia		-2,2%	2,9%
PRINCIPALES MONEDAS	Zona Euro		-4,2%	2,3%	Hong Kong		-0,2%	0,2%	
	Gran Bretaña		-4,2%	0,8%	OTROS	Islandia		-1,3%	2,4%
	Japón		-5,6%	7,3%		Rusia		-8,3%	3,3%
	Canadá		-2,5%	2,2%		Polonia		-10,0%	1,1%
	Australia		-5,5%	4,5%		Turquía		7,7%	9,6%
	Nueva Zelanda		-5,1%	5,7%		Israel		-5,1%	1,9%
	Suiza		-8,1%	7,1%		Sur África		-3,0%	2,8%

Fuente: Bloomberg.

Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación de las monedas.

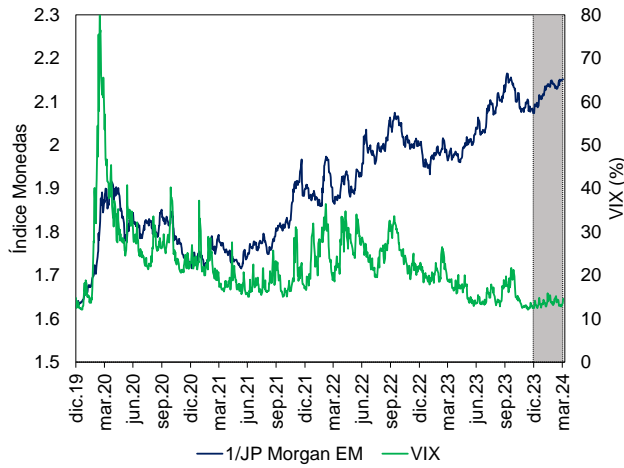
En línea con el comportamiento del dólar, las monedas de Latam, salvo el peso mexicano, se depreciaron durante el trimestre afectadas, además, por algunos factores idiosincráticos (*Gráfico 43*). En relación con los principales factores locales que pudieron incidir en el desempeño de las monedas de los pares de la región se destaca que: *i)* el peso chileno presentó la mayor depreciación entre sus pares, debido a las expectativas de mayores cortes de la TPM por parte del Banco Central de Chile (BCCh); *ii)* el real brasileño se depreció afectado por las preocupaciones fiscales ante el elevado endeudamiento de la nación, los planes de gasto del Gobierno y la falta de acuerdo con el Congreso para impulsar iniciativas tributarias que fortalezcan los ingresos⁴⁶, y por el descenso en los precios del hierro en marzo a niveles mínimos de más de seis meses⁴⁷; *iii)* el sol peruano se depreció marginalmente como consecuencia de la incertidumbre política⁴⁸, sin embargo, según agentes del mercado, la depreciación pudo estar contenida parcialmente por las ventas de USD por parte del Banco Central a través de *swaps* y operaciones en el mercado de contado; y *iv)* finalmente, el peso mexicano se fortaleció en ausencia de un factor idiosincrático catalizador.

⁴⁶ A esto se sumó el anuncio de que la petrolera estatal Petrobras S.A registró una caída en el pago de dividendos a los accionistas, por debajo de las expectativas.

⁴⁷ Brasil es uno de los principales productores del metal.

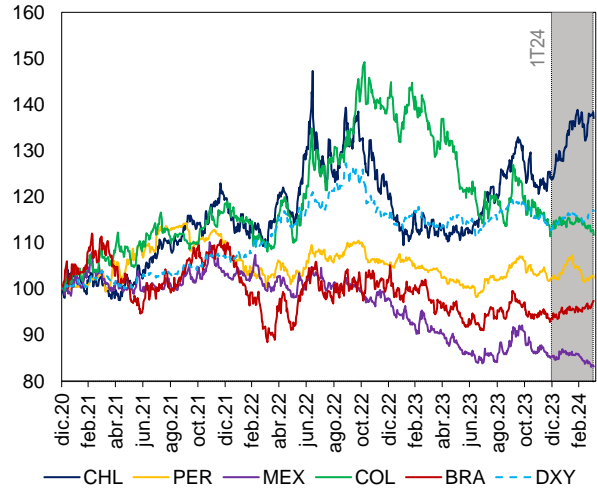
⁴⁸ Ante los rumores de la renuncia del ministro de Economía, Alex Contreras. Sumado a esto, durante las últimas dos semanas de marzo, se inició una investigación a la mandataria del país Dina Boluarte por un presunto enriquecimiento ilícito.

Gráfico 42. VIX y un índice de seguimiento a la dinámica de monedas emergentes



Fuente: Bloomberg.
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.

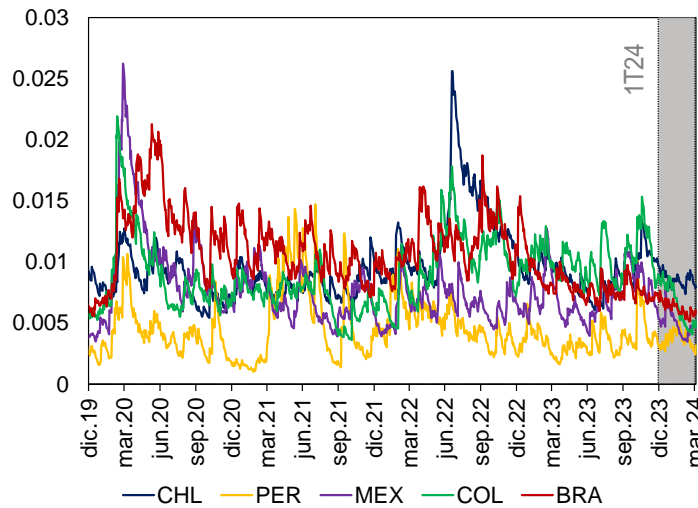
Gráfico 43. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar



Fuente: Bloomberg.
Nota: Se toma como fecha de base 100 el día 30 de diciembre de 2020.

La volatilidad condicional promedio durante el trimestre para el peso colombiano y para las monedas de la región fue inferior a la observada en el 4T23 (Gráfico 44). En este periodo el peso chileno presentó, en promedio, la mayor volatilidad promedio, seguido por el peso colombiano, el real brasileño, el peso mexicano y el sol peruano.

Gráfico 44. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Banrep.

Los bancos centrales de las principales economías de Latinoamérica analizadas tienen un esquema de inflación objetivo y una tasa de cambio flexible, que han estado acompañados de intervenciones ocasionales en el mercado cambiario con el fin de cumplir con sus objetivos de política. De esta manera, en el trimestre la mayoría de los bancos centrales de la región han

realizado operaciones en el mercado cambiario. Se destaca que Chile⁴⁹ y Brasil⁵⁰ continuaron con las operaciones que realizaron en el cuarto trimestre de 2023.

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) realizó ventas en el mercado de contado por USD 235 m, ubicándose como las más altas observadas desde el segundo trimestre de 2022⁵¹ y tuvo una posición vendedora neta a través de *non-delivery cross currency swap* por USD 3.223 m, alcanzando un saldo vendedor máximo histórico. Por su parte, tuvo una posición compradora a través de Certificados de Depósito Reajustables (CDR) por USD 124 m (Tabla 4).

Tabla 4. Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*	CDR's (C)**	CDL's (D)***	Total cambio en la posición cambiaria (A + B + C + D)
2023	-81	-2,220	-132	-	-2,433
Enero	-	-1,291	61	-	-1,230
Febrero	-233	-1,473	62	-	-1,644
Marzo	-2	-458	-	-	-460
1T24	-235	-3,223	124	-	-3,334

Fuente: Página web del BCRP.

Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.

*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, la posición vendedora del Banco de México (Banxico) en el mercado *Non Delivery Forward (NDF)* continuó reduciéndose y a partir del 26 de febrero se ubica en cero⁵². Lo anterior, estuvo en línea con el anuncio de la Comisión de Cambios llevado a cabo a finales de agosto de 2023⁵³ (Tabla 5).

Tabla 5. Intervención cambiaria del Banxico (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)*	Subasta de crédito en USD (D)	Total cambio posición cambiaria (A + B + C)
2023	-	-	6,941	-	6,941
Enero	-	-	300	-	300
Febrero	-	-	250	-	250
Marzo	-	-	-	-	-
1T24	-	-	550	-	550

Fuente: Pagina web Banxico.

Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.

* El Banxico las denomina subastas de coberturas cambiarias. Se incluyen las subastas iniciales, así como los vencimientos y las renovaciones del programa.

⁴⁹ El Banco Central de Chile ha continuado renovando los vencimientos de su programa de NDF, cuyo saldo se ubica en USD 2.676 m.

⁵⁰ El Banco Central de Brasil tuvo una posición compradora neta a través de non-delivery cross currency swap por USD 97 m.

⁵¹ En el segundo trimestre de 2022 el Banco Central de Reserva del Perú realizó ventas por USD 641 millones.

⁵² De acuerdo con estimaciones llevadas a cabo por el DOAM.

⁵³ El 31 de agosto la Comisión de Cambios instruyó al Banxico reducir el monto vigente del programa de coberturas cambiarias de forma gradual, procurando en todo momento mantener el funcionamiento ordenado del mercado cambiario. Lo anterior, teniendo en cuenta que las condiciones de operación en el mercado cambiario nacional han regresado a niveles adecuados de liquidez, profundidad y se percibe un funcionamiento ordenado del mercado, en un contexto de fundamentos sólidos de la economía mexicana y de menor volatilidad en los mercados internacionales.

Durante el trimestre, el BanRep compró USD 425 millones (m) en desarrollo del programa de acumulación de reservas internacionales anunciado en diciembre de 2023. Lo anterior representa el ejercicio del 71% de los recursos subastados hasta el momento y el 28% del objetivo total de acumulación del programa (USD 1.500 m).

6.2. Mercado cambiario colombiano

El peso colombiano se depreció 0,5% durante el 1T24, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de países emergentes, afectadas por el fortalecimiento del dólar. Sin embargo, durante marzo el COP se apreció, en línea con la corrección parcial del fortalecimiento del dólar ese mes y el repunte en los precios del petróleo. El COP operó en un rango estrecho, sus movimientos respondieron en mayor medida a la evolución de factores externos y no se identificaron reacciones a algunos acontecimientos locales durante el periodo de análisis⁵⁴.

En lo corrido del trimestre las medidas de liquidez⁵⁵ exhibieron una mejora significativa y en marzo se ubicaron en niveles no observados desde finales de 2021. Lo anterior se vio reflejado en una disminución de la medida *Bid-Ask Spread* (BAS)⁵⁶. Asimismo, se evidenció un incremento en las medidas de profundidad⁵⁷, que alcanzaron niveles no observados desde octubre de 2019. Por su parte, en el 1T24 el monto promedio diario negociado en el mercado forward⁵⁸ peso-dólar (USD 3.146 m) disminuyó con respecto al observado en el 4T23 (USD 3.559 m), mientras que el monto promedio negociado en el mercado de contado peso-dólar (USD 1.606 m) se mantuvo en niveles similares a los del 4T23 (USD 1.528 m) (*Gráfico 45*).

En el trimestre los costos de las coberturas, reflejado en el diferencial entre la devaluación implícita y teórica a un mes, ha permanecido en niveles cercanos a cero y se ha ubicado en promedio en 0,15%⁵⁹ (*Gráfico 46*). Particularmente, en el *Recuadro 1: Caracterización del acceso de las entidades del sector real al mercado de coberturas cambiarias en Colombia*) se realiza un análisis sobre la dinámica entre los IMC y los agentes del sector real en el mercado de derivados cambiarios. Los agentes del sector real que participan en su mayoría son importadores o exportadores que buscan cubrir su negocio de riesgo cambiario, o compañías que se endeudan en

⁵⁴ Algunos de estos eventos corresponden al cambio a una perspectiva negativa por parte de S&P sobre la deuda soberana de Colombia y la mención del presidente sobre la necesidad de convocar una Asamblea Constituyente.

⁵⁵ Medidas a través del Bid-Ask Spread (BAS) y las medidas de profundidad a COP 5, COP 10 y total.

⁵⁶ El BAS promedio en el 1T24 fue de 0,044%, mientras que en el 4T23 fue de 0,071%. En marzo de 2024 el BAS promedio se ubicó en 0,036%, el más bajo desde el octubre de 2021 (0,033%). 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.

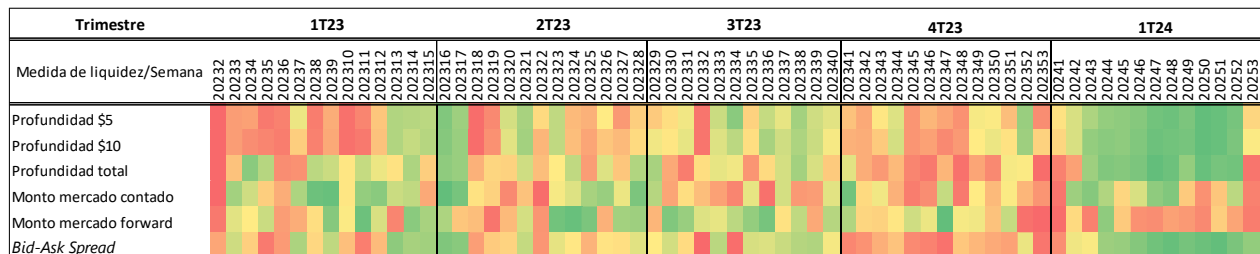
⁵⁷ Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria de los montos de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso-dólar, que se ubican en un rango de +/- COP 5, +/- COP 10 y el total de la mejor punta de compra/mejor punta de venta, según 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. Las medidas de profundidad promedio a COP 5, COP 10 y total en el 1T24 fueron de USD 11,1 m y USD 21,7 m y USD 54,3 m, respectivamente, mientras que en el 4T23 fueron de USD 5,9 m y USD 11,3 m y USD 40,2 m, respectivamente. Adicionalmente, en marzo de 2024 la medida de profundidad promedio a COP 5 fue de USD 14,5 m, la más alta desde octubre de 2019 (USD 16,5 m), por su parte, la medida de profundidad a COP 10 en marzo de 2024 fue de USD 26,5 m, la más alta desde octubre de 2019 (USD 31,2 m).

⁵⁸ Incluye las operaciones entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes.

⁵⁹ Se utiliza la devaluación observada para los contratos con plazo entre 15 y 35 días, la cual se calcula como: $(\text{tasa pactada}/\text{tasa contado})^{(365/\text{plazo})}$. Se utiliza la devaluación teórica a 1 mes, la cual se calcula como: $[(1+\text{IBR } 1\text{mes})/(1+\text{SOFR } 1\text{mes})]-1$.

moneda extranjera. De acuerdo, con el estándar del mercado en su mayoría negocian forwards de corto plazo con liquidación financiera. En cuanto a los costos de las coberturas, se encuentra que los agentes del sector real pactan precios por encima del promedio del mercado al comprar dólares a futuro, y por debajo del promedio del mercado al vender dólares a futuro.

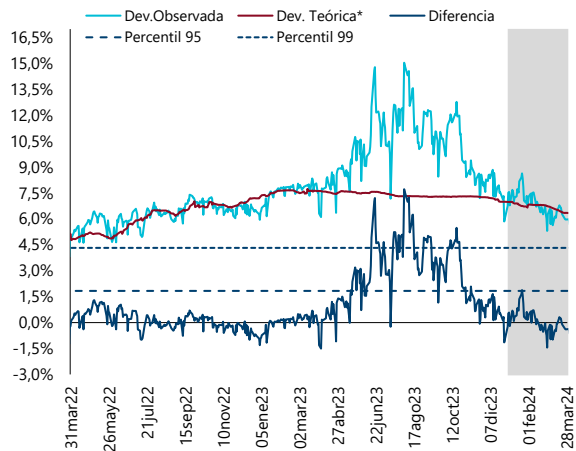
Gráfico 45. Medidas de liquidez del mercado cambiario



Fuente: Bloomberg, Banrep.

Cada cuadro corresponde al percentil del promedio semanal de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2023 a marzo de 2024. 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.

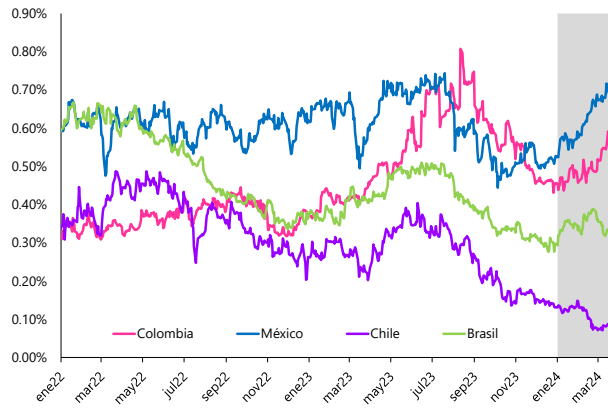
Gráfico 46. Devaluación implícita (observada), teórica a 1 mes y su diferencia



Fuente: Bloomberg y Banrep.

Nota: La devaluación teórica se calcula como $[(1+IBR \text{ 1mes}) / (1+\text{SOFR 1mes})] - 1$

Gráfico 47. Carry to risk ratio (3 meses)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Corresponde al diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad. El diferencial de tasas se extrae de los contratos forward a 3 meses de acuerdo con el siguiente calculo: $\text{tasa forward} / \text{tasa spot}^{(365/90)}$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones at the money a 3 meses.

Por su parte, los incentivos de los inversionistas a tomar posiciones de carry trade⁶⁰ sobre el COP aumentaron y presentaron el mayor incremento de sus pares de la región. El aumento del

⁶⁰ El carry trade de monedas es una estrategia de inversión en la cual el inversionista se endeuda en una divisa con baja tasa de interés (moneda de fondeo) e invierte ese dinero en una divisa con alta tasa de interés (moneda destino). El carry-to-risk-ratio (CTR) es una medida de incentivos de carry trade calculada como el diferencial de tasas de interés ajustado por la volatilidad. El diferencial de tasas se extrae de los contratos forward a 3 meses de acuerdo con el siguiente calculo: $\text{tasa forward} / \text{tasa spot}^{(365/90)}$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones at the money a 3 meses. Un aumento en el indicador CTR implica un mayor incentivo a tomar posiciones carry trade que podría ser causado por altos diferenciales de tasas de interés o bajos niveles de volatilidad cambiaria.

indicador de COP se debió principalmente ante la disminución de las expectativas en torno a la volatilidad de la tasa de cambio. Adicionalmente, el aumento de estos incentivos también se evidenció en México y Brasil, mientras que Chile continúa presentando una contracción en el indicador debido principalmente a un menor diferencial de tasas de interés.

7. Mercado accionario

Durante el 1T24, la mayoría de los mercados accionarios mantuvieron un comportamiento positivo, continuando la tendencia del último trimestre del año anterior. Los mercados estadounidense, europeo y japonés destacaron con las mayores valorizaciones, alcanzando máximos históricos. En promedio, los índices estadounidenses se valorizaron un 8,3%, seguidos por los mercados europeo y asiático con un aumento del 7,0% y 8,7%, respectivamente⁶¹. Contrariamente, el mercado latinoamericano, medido por el índice MSCI Emerging Markets de Latino América, experimentó una caída de 3,0% ante la desvalorización de especies brasileras y mexicanas (*Gráfico 48*). A pesar del aumento en las expectativas de tasas de interés, los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq lograron incrementos, impulsados por datos económicos positivos y el sólido desempeño de empresas, con mayor énfasis en el sector tecnológico como Super Micro Computer, Nvidia y Meta, debido al interés creciente en la inteligencia artificial. Este panorama también respaldó el buen desempeño de los mercados europeo y japonés. En particular, el mercado europeo se vio favorecido por datos de inflación regionales más bajos y el rendimiento sólido en varios sectores, mientras que el japonés se benefició de la depreciación del yen y la confianza en la economía local.

En Latinoamérica los principales índices accionarios presentaron en su mayoría valorizaciones, en línea con el comportamiento de los mercados de países desarrollados y otros emergentes. Los índices de Chile, Perú y Colombia se valorizaron 7,2%, 9,3% y 11,5%, respectivamente, en línea con una perspectiva más favorable hacia economías emergentes (ver *Entorno Internacional*), mientras que el mercado brasileño presentó las mayores desvalorizaciones (4,5%), ante eventos idiosincráticos (Ver *Mercado Cambiario Global*), sumado al menor pago de dividendos por parte de Petrobras S. A. y al menor precio de referencias de *commodities* como el hierro y la soya (*Gráfico 49*). Durante el trimestre, la volatilidad condicional⁶² de estos índices fue en promedio menor a la vista en el último trimestre del 2023, a excepción del mercado colombiano, en la que presentó un incremento marginal (*Gráfico 50*).

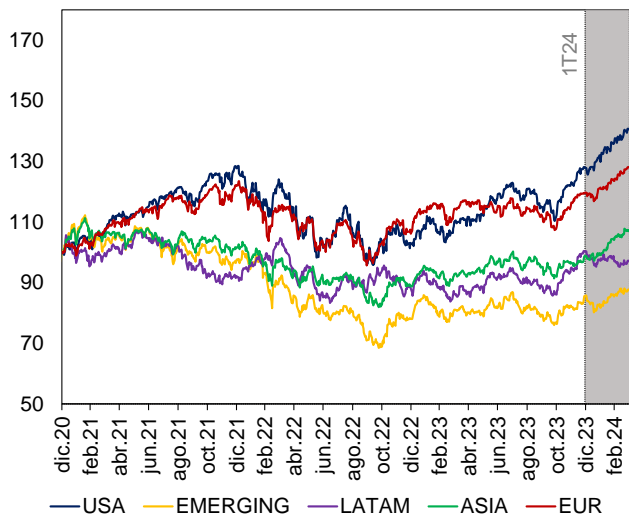
A nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño favorable y una mayor liquidez durante el trimestre, corrigiendo el comportamiento visto durante el 2023. El índice alcanzó máximos de 14 meses en el mes de marzo. Estas valorizaciones estuvieron explicadas por la

⁶¹ Al 31 de marzo 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 positivas de 10,2%, 5,6% y 9,1%, respectivamente. Para Europa se utilizó el Stoxx 600 y para América Latina el MSCI Emerging Markets Latin America Local Index (al 31 de marzo de 2023, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

⁶² Medida a través de modelos GARCH (1,1).

entrega de resultados corporativos favorables de empresas como Mineros S.A. y especies del grupo Argos, los anuncios de recompra de acciones de empresas como Celsia y Grupo Bolivar, y el buen desempeño de empresas del sector energético. En el 1T24 los montos negociados en el mercado accionario local se recuperaron, alcanzando un promedio diario de COP 73,8 mm, mayor a lo visto durante todo el 2023 (Gráfico 51).

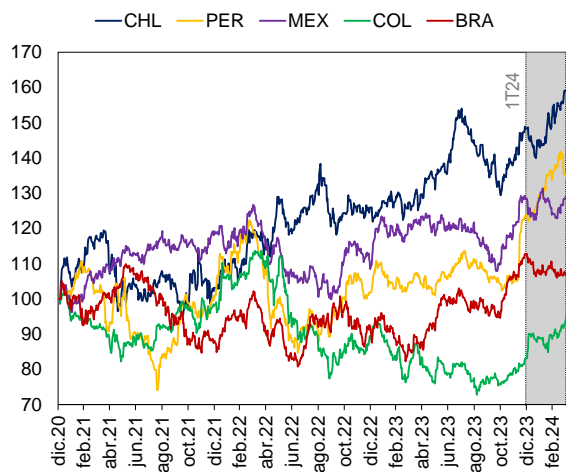
Gráfico 48. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg.

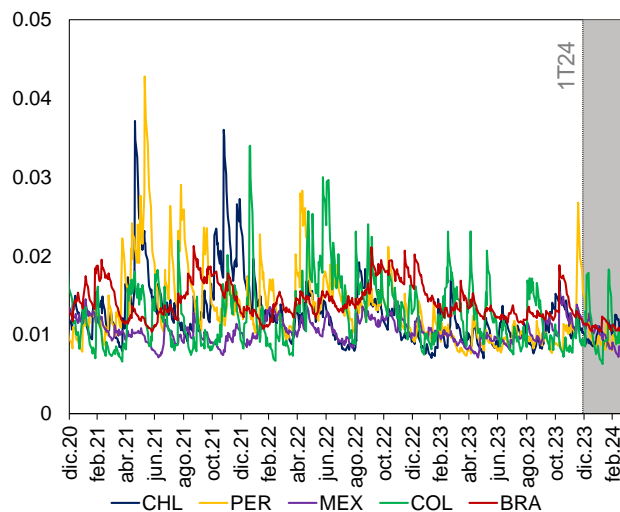
Nota: Se toma como fecha de base 100 el día 30 de diciembre de 2020.

Gráfico 49. Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Nota: Se toma como fecha de base 100 el día 30 de diciembre de 2020.

Gráfico 50. Volatilidad condicional índices accionarios



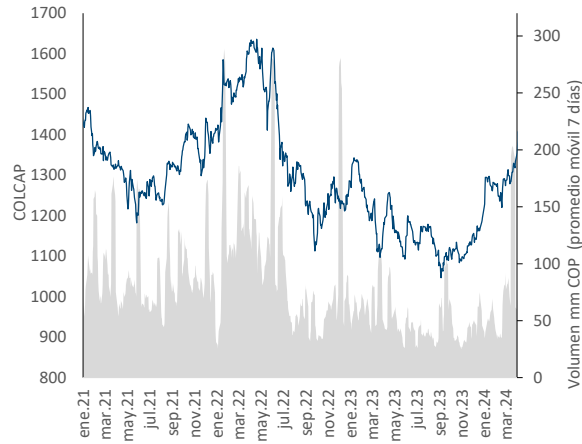
Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

En el trimestre, el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado de compras netas por parte del sector real (COP 210 mm), manteniendo la posición que presentaron en 2023. Esta posición estuvo contrarrestada por las ventas realizadas por los extranjeros (COP

Reporte de Mercados Financieros

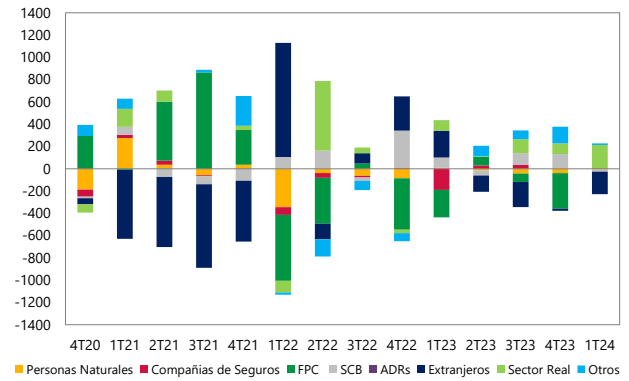
202 mm), quienes se ubicaron como los mayores vendedores del mercado, al igual que las Sociedades Comisionistas de Bolsa (COP 19 mm) y las personas naturales (COP 7 mm) (Gráfico 52).

Gráfico 51. MSCI COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg

Gráfico 52. Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8. Recuadros

Recuadro 1: Caracterización del acceso de las entidades del sector real al mercado de coberturas cambiarias en Colombia⁶³

Sara Ariza Murillo

Diego Alejandro Martínez Cruz

Julián Camilo Mateus Gamboa

Philip Rory Symington Alzate

Introducción

El objetivo de este recuadro es caracterizar la participación del sector real en el mercado de derivados cambiarios y brindar evidencia preliminar sobre un mayor costo de acceso por parte del sector a estos productos en comparación a otros agentes económicos. Para alcanzar este objetivo, se lleva a cabo una descripción del mercado y su funcionamiento. En segundo lugar, se analizan los resultados de una encuesta realizada a varios agentes del sector real y algunas llamadas a estos. En estos acercamientos con los agentes se indagó por su relacionamiento con el mercado cambiario, sobre los aspectos que motivan su participación en este mercado y sobre factores que puedan estar limitando una participación más activa y en un mayor número de productos derivados, entre otros aspectos. Por último, se presenta evidencia empírica que sugiere que el sector real enfrenta precios diferentes a los de otros agentes económicos que participan en el mercado de coberturas cambiarias.

En el mercado de derivados cambiarios en Colombia participan diversos sectores económicos que, de acuerdo con sus necesidades y perfiles de riesgo, intervienen con objetivos de inversión, cobertura, especulación o arbitraje (Ariza Murillo, Barreto Ramírez, Martínez Cruz, & Ruiz Cardozo, 2022). En relación con investigaciones previas sobre la participación del sector real en este mercado, se destaca el trabajo realizado por (Alfonso Corredor, 2018), quien analizó el uso de derivados financieros por parte de empresas colombianas del sector real y las características de las firmas que acceden a este mercado. Su estudio concluyó que estas transacciones experimentaron un aumento entre 2003 y 2016, en línea con el crecimiento de los flujos de comercio exterior e inversión extranjera, y se encontró que pocas empresas participaban en el mercado de derivados financieros. Asimismo, (Cardozo Ortiz, Gamboa Estrada, & Higuera Barajas, 2019) evaluaron el impacto del sector real en la tasa de cambio, analizando la evolución diaria de su posición neta en el mercado de *forwards* peso-dólar. Sus hallazgos revelaron que las posiciones de este sector sí influyen en la tasa de cambio, aunque este efecto no ha sido estable y ha disminuido con el tiempo.

⁶³ El presente trabajo es de carácter provisional, sus opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Características del mercado de derivados cambiarios local y de las operaciones del sector real

En el mercado de derivados con subyacente peso dólar (USDCOP) se encuentran instrumentos financieros como futuros (instrumentos financieros estandarizados), y *swaps*, *forwards* y opciones (derivados no estandarizados - mercado OTC). En Colombia se negocian principalmente derivados no estandarizados (97,1%⁶⁴), donde desde julio de 2015 los instrumentos más usados en este mercado son los *forwards* (94,7%), seguidos de los FX *swaps* (3,8%⁶⁵). El 97,1% de estas transacciones no estandarizadas son a su vez transacciones sin intercambio de divisas al plazo de la operación (*non-delivery*). Este mercado ha presentado un crecimiento importante en los últimos años (*Gráfico R1.1*).

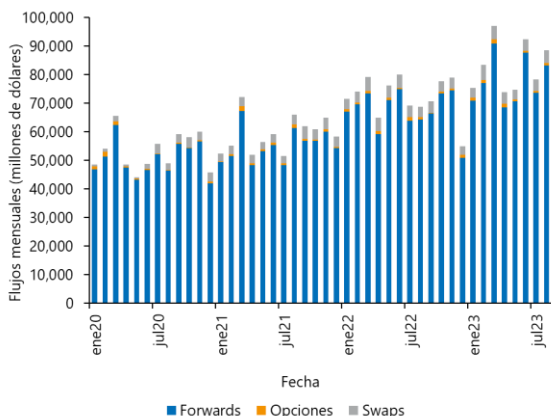
Por otro lado, al analizar las contrapartes de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC), se encuentra que el sector real tiene una participación del 8,5% en el volumen en el mercado de *forward* y *swaps* USDCOP. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) tiene la autoridad para determinar quiénes pueden ser las instituciones financieras calificadas para actuar como intermediarios en el mercado cambiario, conocidas como IMC⁶⁶, y establecer los requisitos que deben cumplir para operar en este mercado, así como sus obligaciones y las operaciones de cambio que pueden llevar a cabo (Ariza Murillo, León Díaz, & Orozco Vanegas, 2022). Mientras que el sector real tiene una participación de menos del 10% del volumen negociado en el mercado de *forwards* y *swaps* USDCOP, los principales clientes de los IMC son los inversionistas extranjeros (54,7), seguidos de los fondos de pensiones locales (FPC, 16,4%; *Gráfico R1.2*).

⁶⁴ Porcentaje construido con información desde el 01 de enero de 2019 al 31 de agosto de 2023. Se construyó como la razón entre la acumulación histórica de los montos negociados del mercado no estandarizado (*swaps*, *forwards* y opciones peso-dólar), y la acumulación histórica de los montos negociados del mercado estandarizado (futuros de TRM, minicontratos de TRM y opciones estandarizadas), sobre la acumulación total del mercado.

⁶⁵ Porcentaje construido con información desde el 1 de enero de 2015 al 31 de agosto de 2023. Calculados como la razón de la suma de los montos negociados por instrumento y el monto negociado total. Se construyó como la acumulación histórica de los montos negociados para cada uno de los instrumentos, sobre la acumulación total del mercado de derivados no estandarizados peso dólar.

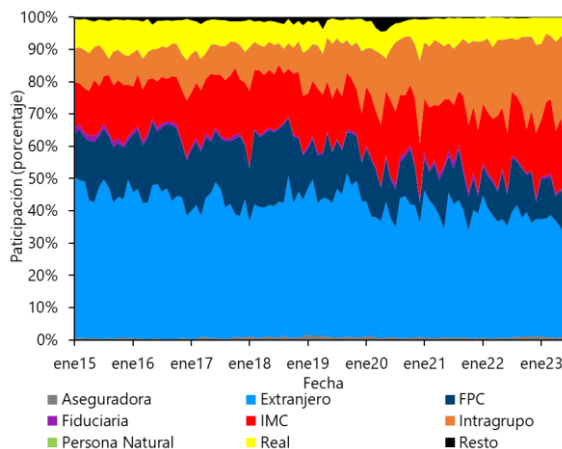
⁶⁶ En Colombia, el mercado cambiario opera bajo un esquema de intermediación regulado por la Ley 9 de 1991, que define dicho mercado como el conjunto de divisas que deben ser transferidas o negociadas a través de instituciones financieras calificadas conocidas como IMC, o mediante el mecanismo de compensación (previsto en el artículo 37 de la Resolución 1 de 2018 - R.E 1/18). También forman parte del mercado cambiario las divisas que (no obstante estar exentas de esa obligación) se canalicen voluntariamente. Por otro lado, los IMC autorizados para realizar derivados cambiarios de manera profesional están identificados en los numerales 1 y 3 de la R.E 1/18. Además, el artículo 63 de la R. E. 1/18 establece que tanto los IMC como otros residentes pueden celebrar operaciones de derivados con agentes del exterior autorizados (de acuerdo con lo definido en la Circular Reglamentaria Externa DOAM 144).

Gráfico R1.1. Montos mensuales transados de derivados no estandarizados por tipo instrumento



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.2. Participación de las principales contrapartes de los IMC en el volumen negociado en forwards y swaps USDCOP

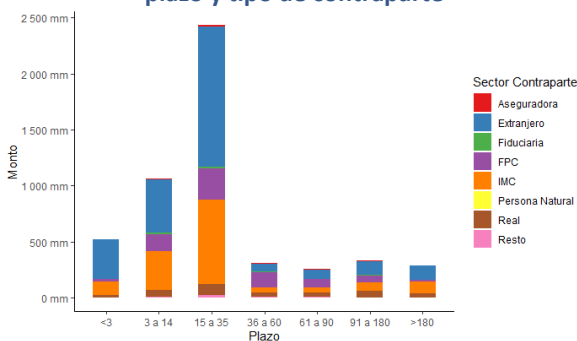


Fuente: Banco de la República.

Intragrupo hace referencia a empresas que tienen alguna filial en Colombia o, en otras palabras, que pertenecen a la misma casa matriz.

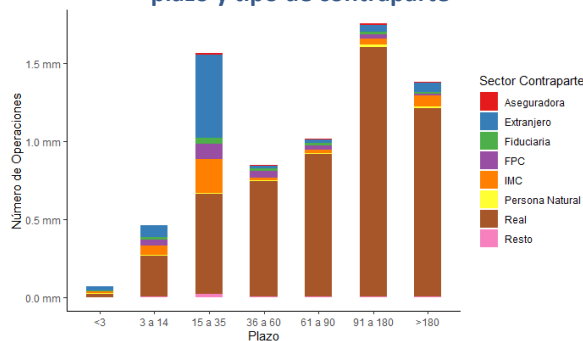
Desde 2015, la actividad en el mercado de *forwards* USDCOP se ha concentrado en contratos con plazos de 3 a 35 días, los cuales abarcan un 67,3% del volumen total operado durante este período. El monto total transado entre los IMC y el sector real es comparativamente modesto frente a lo transado por otras contrapartes de los IMC (*Gráfico R.1.3*), aunque la mayoría de las transacciones en el mercado (en número de operaciones) ocurren entre estos agentes (*Gráfico R1.4*). Esta discrepancia se da porque las transacciones hechas por el sector real tienden a ser de menor cuantía en comparación con las realizadas con otras contrapartes. Sin embargo, este sector mantiene una alta frecuencia de interacción con los IMC. Lo anterior subraya la importancia del sector real en la actividad transaccional del mercado de *forwards* USDCOP, a pesar de que los montos individuales involucrados puedan ser relativamente bajos.

Gráfico R1.3. Distribución montos negociados por plazo y tipo de contraparte



Fuente: Banco de la República.

Gráfico R1.4. Distribución número de operaciones por plazo y tipo de contraparte

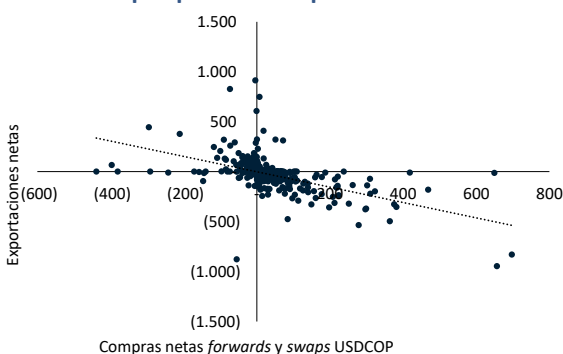


Fuente: Banco de la República.

Las empresas del sector real se caracterizan por tener una posición compradora neta con los IMC en el mercado de *forwards* y *swaps* USDCOP, dado que la mayoría de las empresas participan en este mercado son importadoras netas. Con la información disponible se aprecia una relación

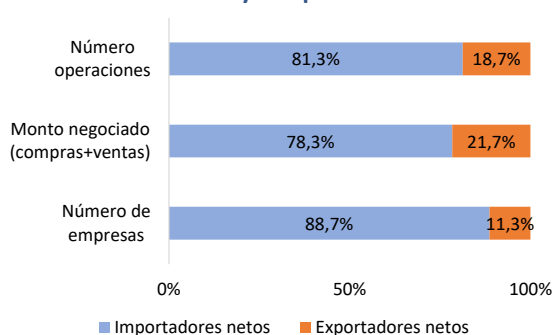
negativa para estas empresas entre las exportaciones y las compras netas de divisas en el mercado de *forwards* y *swaps* USDCOP (Gráfico R1.5). Lo anterior es consistente con que la mayoría de las empresas exportadoras/importadoras que participan en este mercado ofrecen/demandan dólares a futuro para cubrir ingresos/compromisos estipulados en esta divisa. El hecho de que la mayoría de las empresas del sector real que participan en este mercado sean importadoras netas (Gráfico R1.6), es consistente con el hecho de que la posición neta de este sector sea compradora de los IMC.

Gráfico R1.5. Relación entre exportaciones netas y compras netas en el mercado de forwards y swaps USDCOP por parte de empresas del sector real



Fuente: Banco de la República, DANE y DIAN. Información entre el 3T22 y el 3T23.

Gráfico R1.6. Clasificación del sector real en exportadores e importadores netos en el mercado de forwards y swaps USDCOP



Fuente: Banco de la República, DANE y DIAN. Información entre el 3T22 y el 3T23.

Impresiones de agentes del mercado

Como parte de este análisis, se tuvo conversaciones con varios IMC y agentes del sector real con el fin de identificar su percepción frente a la facilidad de acceso a instrumentos derivados cambiarios y las oportunidades de mejora en el frente local. De dichas conversaciones se pudo identificar que los clientes del sector real suelen ser entidades con algún tipo de exposición a alguna divisa, es decir, importadores o exportadores que buscan cubrir su negocio de riesgo cambiario. Otro grupo minoritario suele estar conformado por compañías que se endeudan en moneda extranjera.

Por otra parte, se realizó una encuesta⁶⁷ a 34 entidades del sector real, exportadoras e importadoras, que actualmente se encuentran en operación en el país, en cuanto a su percepción sobre la profundización del mercado cambiario. A pesar de que estas empresas pertenecen a diversos sectores productivos, se resalta que el 38,2% pertenecen al sector agroindustrial bananero y azucarero. El porcentaje restante se distribuye entre empresas industriales, manufactureras, comercializadoras, del sector de la construcción o prestadoras de servicios.⁶⁸ Del

⁶⁷ La encuesta fue diseñada por el FMI en el mercado de asistencia técnica a Colombia. El Banco de la República y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) se encargaron de su distribución. La encuesta fue respondida durante el segundo semestre de 2023 por 34 empresas pertenecientes al sector real.

⁶⁸ De las 34 empresas, se cuenta con información de exportaciones e importaciones en el tercer trimestre del 2023 para 24 de ellas. De estas, el 54,2% son exportadoras netas, y el restante 45,8% son importadoras netas.

total de encuestadas, el 70,5% tiene al menos una cuenta en moneda extranjera en Colombia o en el exterior.

En relación con las compañías de comercio externo, de las llamadas pudo identificarse que las exportadoras netas tienden a cubrirse a mayores plazos que las importadoras (éstas últimas tienden a cubrirse a plazos inferiores a seis meses). El plazo de las coberturas puede estar atado a los ciclos de producción. Además, pactar a menores plazos les permite a las compañías tener mejor control de sus coberturas, y si lo requieren, pueden renovarlas al vencimiento. En esta misma línea, las entidades que respondieron la encuesta manifestaron que su certeza respecto a las entradas o salidas de divisas, ya sean contractuales o anticipadas, disminuye a medida que el plazo en el que se generarán dichos flujos se prolonga. Mientras que el 54% se siente completamente seguro del tamaño de los flujos que se generan a diario, solo el 19% lo está en cuanto a los flujos que se generan en periodos superiores a los 3 meses. Adicionalmente, algunas compañías realizan coberturas solo a corto plazo, dado que a más largo plazo se consume un mayor cupo crediticio con los IMC que se utiliza para todas las líneas de negocio (e.g préstamos).

En cuanto a este último punto, las compañías sugieren que el cupo global que les ofrecen los Bancos es un factor relevante que puede incidir en el acceso a coberturas cambiarias. Algunos IMC mencionaron que castigan el cupo de este tipo de clientes por no contar con mitigantes como llamados al margen en Cámara o TES en sus portafolios. Estos mitigantes tampoco serían atractivos para las contrapartes del sector real, dado que afectan la caja de las entidades y para estas compañías del sector real su caja es muy importante para su negocio. Además, hay compañías que perciben la firma de acuerdos ISDA como una limitación, en parte debido al desconocimiento de esta figura jurídica.

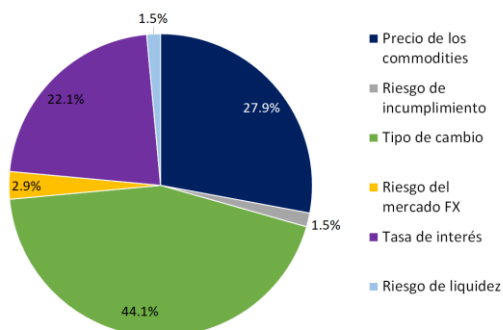
Por otro lado, se hace mención a un posible efecto rebaño entre grupos de entidades. Es decir, si una empresa de un sector dado se comienza a cubrir y lo ve beneficioso, otras empresas del mismo sector comienzan a demandar estos productos. También se mencionó que una vez las compañías adoptan una política empresarial de cobertura de riesgo cambiario, difícilmente la abandonan. Además, dependiendo de la política empresarial, existen compañías que deciden cubrir todas sus facturas, independientemente del monto, lo cual explicaría el alto número de operaciones registradas entre empresas del sector contra IMC.

Frente al tipo de instrumento, como se mencionó previamente, los agentes contactados y encuestados confirmaron que el instrumento más utilizado es el *forward* USDCOP debido a que el costo ya está implícito en el precio futuro del tipo de cambio pactado al momento de la negociación del derivado. Por el contrario, las opciones no suelen ser utilizadas bien sea por la complejidad del instrumento, o por el cobro de una prima que hace explícito el costo de la cobertura⁶⁹.

⁶⁹ Hay compañías que dentro de su política no aprueban el uso de opciones.

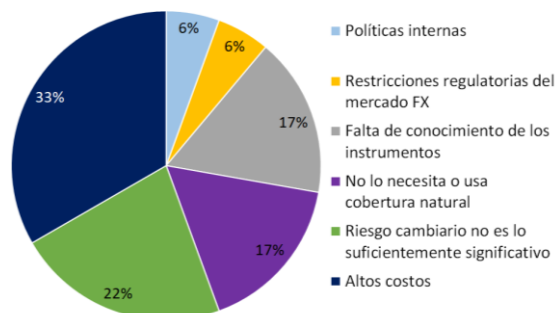
De acuerdo con la encuesta, el 47% de las compañías manifestaron que el riesgo cambiario es el primer o segundo riesgo financiero más relevante para su operación (*Gráfico R1.7*). De estas, más de la mitad de las entidades mencionaron que se protegían por medio de cobertura natural o por compraventa de instrumento *forward*. Cuando este mecanismo se usa como protección del riesgo cambiario, el 79% de las empresas realizan operaciones en el mercado FX como mínimo una vez al mes.

Gráfico R1.7. Primer o segundo riesgo financiero más relevante para el negocio



Fuente: Banco de la República con información de la encuesta diseñada por el FMI.

Gráfico R1.8. Razones para no comprar ni vender forward para protegerse del riesgo cambiario



Fuente: Banco de la República con información de la encuesta diseñada por el FMI.

De las entidades que no compran ni venden instrumentos *forward* para cubrirse del riesgo cambiario, se resalta que el 33% mencionó que la razón para no hacerlo estaba relacionada con los altos costos asociados a estas transacciones, y un 17% mencionó que era por falta de conocimiento de los instrumentos o de su manejo contable (*Gráfico R1.8*). Solo una entidad mencionó que se debía a restricciones regulatorias en el mercado FX. Lo anterior va en línea con las conversaciones, donde se identificó que otra posible limitación es el manejo contable de los derivados, y la valoración de los instrumentos, dado que algunos agentes no cuentan con acceso a información del mercado.

Para llevar a cabo estas transacciones en el mercado cambiario, las entidades prefieren los bancos nacionales sobre los extranjeros. Más de 50% de las entidades realizan transacciones en divisas con 0 o 1 banco fuera del territorio nacional, mientras que más del 50% lleva a cabo este tipo de operaciones con 1 a 3 bancos colombianos. Esto se da a pesar de que en conversaciones algunas empresas consideran que las contrapartes del exterior ofrecen precios más competitivos y a que debido al gravamen a los movimientos financieros (GMF- 4x1000), que se aplica al movimiento de los flujos de derivados y al intercambio de colaterales, se desincentiva el uso de derivados en el mercado local y algunas compañías prefieren cerrar sus operaciones afuera.

Análisis empírico

Además de lo expuesto en las secciones anteriores, se llevó a cabo un ejercicio econométrico sobre los datos de registro de las negociaciones de derivados *forward* y *swap* peso dólar en el

mercado local, que como se mencionó, son los tipos de operaciones más comunes en este mercado. Este análisis adicional tiene como objetivo identificar si existen costos elevados asociados con la participación en estos instrumentos, como algunos agentes han señalado, lo que podría reflejarse en devaluaciones implícitas pactadas menos favorables para el sector real en comparación con el resto del mercado.

Específicamente, se explora la existencia de un diferencial de precios enfrentado por los agentes del sector real en el mercado de coberturas en comparación con las demás contrapartes de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) que participan en dicho mercado. Para llevar a cabo esta evaluación, se utilizaron los registros de negociación correspondientes al mercado mostrador colombiano de operaciones *forward* peso dólar, abarcando el periodo entre enero de 2015 y agosto de 2023. Los análisis se realizaron con frecuencia mensual, para lo cual se promediaron los datos utilizando como ponderadores los montos transados por cada entidad.

Se empleó un conjunto de modelos de regresión lineal de la forma:

$$\text{dif}_{it} = \beta_0 + \beta_1 1_{SR}(i) + \beta_2 X_{it} + \beta_3 1_{SR}(i) \times X_{it} + \varepsilon_{it}$$

- Donde dif_{it} representa la diferencia entre la devaluación pactada por el agente i y el IMC, en comparación con la devaluación promedio pactada por el mercado para el mismo periodo t . Además, se comparó la devaluación de cada operación frente a la devaluación del mercado incluyendo y excluyendo las operaciones del mismo agente i en el periodo t .
- La variable $1_{SR}(i)$ corresponde a la función indicadora que toma el valor de uno (1) si el agente i pertenece al sector real, y cero (0) de lo contrario.
- X_{it} engloba las características particulares de la operación (plazo y logaritmo del monto de esta), junto con otras variables que buscan capturar la intensidad con la que el agente i participa en el mercado de coberturas y sus relaciones comerciales con los IMC con quienes está negociando⁷⁰.
- Se realiza una interacción entre la función indicadora y las variables contenidas en X_{it} para capturar el efecto diferencial de estas características para un agente del sector real en comparación con el resto de agentes.

⁷⁰ En este caso, se ejecutan modelos con dos versiones de variables que capturan el profesionalismo del agente:

- La primera versión consiste en el número de operaciones, el monto negociado y los días activos en el mercado del agente i en los últimos 3, 6 o 12 meses (cada ventana se evalúa por separado), así como el número de operaciones y el monto negociado entre el agente i y el IMC con quien está operando, junto con el número de días en los que el agente i interactuó con el IMC contraparte de la operación, estas tres variables dentro de la misma ventana temporal.
- La segunda versión corresponde a una reinterpretación de estas mismas variables, pero haciéndolas relativas. En este caso se incluye el monto negociado y el número de operaciones en los últimos 3, 6 o 12 meses, pero los días activos se presentan como proporción del total de días dentro de la ventana temporal. Del mismo modo, el número de operaciones, el monto negociado y los días activos en el mercado entre agente i y el IMC contraparte de cada operación en la misma ventana temporal se presentan como proporción del total registrado por el agente i en ese mismo periodo de tiempo para cada caso.

- Todas las variables explicativas, salvo $1_{SR}(i)$, se estandarizaron para ofrecer comparabilidad de los efectos estimados.

Los Gráficos **R1.9** y **R1.10** presentan las estimaciones del coeficiente asociado a la función indicadora $1_{SR}(i)$ ($\hat{\beta}_1$) para las compras y las ventas del sector real, el cual refleja la relación entre el hecho de que la contrapartida del IMC sea un agente del sector real, y el diferencial entre la devaluación pactada en esta operación y la del mercado. Estas estimaciones se llevaron a cabo para distintas versiones del modelo lineal descrito⁷¹, cada una caracterizada por los nemotécnicos presentados en el eje horizontal⁷².

Los resultados obtenidos, tras evaluar un conjunto amplio de versiones de este modelo, muestran consistentemente que, en promedio y controlando por la intensidad con la que participa el agente en el mercado de coberturas cambiarias y las características de la operación, los agentes del sector real pactan devaluaciones por encima del promedio del mercado al comprar dólares a futuro, mientras que pactan devaluaciones por debajo del promedio del mercado al vender dólares a futuro. En otras palabras, estos agentes compran dólares a futuro más caros y los venden más baratos en comparación con los demás agentes del mercado. Además, se encuentra que estos resultados son estadísticamente significativos en la mayoría de los casos.

Específicamente, en el caso de las compras el efecto oscila en promedio alrededor de **0,7 puntos porcentuales (pp)** por encima de la media del mercado, siendo de mayor magnitud en los modelos que solo tienen en cuenta los plazos entre **3 a 35 días**, donde se concentran los montos negociados de todo el mercado. Además, los resultados son estadísticamente significativos en casi todos los casos, con excepción de los modelos en los que se consideran únicamente las operaciones pactadas a más de 180 días, una fracción minoritaria de las observaciones.

En cuanto a las ventas, se observa un fenómeno similar. El efecto oscila en promedio alrededor de **0,9 pp** por debajo del promedio del mercado, y el efecto también es mayor en los modelos que solo incorporan vencimientos de **3 a 35 días**. Los resultados son estadísticamente significativos en los modelos que consideran plazos inferiores a 60 días, donde se concentra la mayoría de las transacciones, así como en los modelos que abarcan todos los plazos disponibles.

⁷¹ Se llevaron a cabo estimaciones de modelos con datos diarios y para plazos superiores a 35 días. Sin embargo, con el fin de mantener la facilidad de lectura, únicamente se presentan los modelos mensuales en este análisis. Los modelos adicionales están disponibles bajo solicitud.

⁷² Cada modelo se identifica mediante un nemotécnico en forma de $A_B_C_D$, donde:

- A indica la especificación de X_{it} , siendo 1 para la primera versión (valores absolutos para las variables que miden el profesionalismo de cada agente) y 0 para la segunda versión (valores relativos de estas variables).
- B indica si se incluyen los registros de la entidad i para la construcción de la devaluación promedio del mercado que se utiliza en la variable dependiente dif_{it} (tomando el valor de uno, 1) o no (en este caso es cero, 0).
- C indica la ventana temporal utilizada para construir las variables dentro de X_{it} que miden el profesionalismo del agente i , pudiendo ser 3, 6 o 12 meses.
- D indica el filtro sobre el plazo de las operaciones utilizado para ejecutar el modelo, indicando si se realizó solo con operaciones entre 3 y 14 días, entre 15 y 35 días, entre 3 y 35 días o para el total de la base de datos (excluyendo cualquier registro con un plazo inferior a 3 días en este último caso).

Gráfico R1.9. $\hat{\beta}_1$ y su intervalo al 95% de confianza (IC) para las compras del sector real

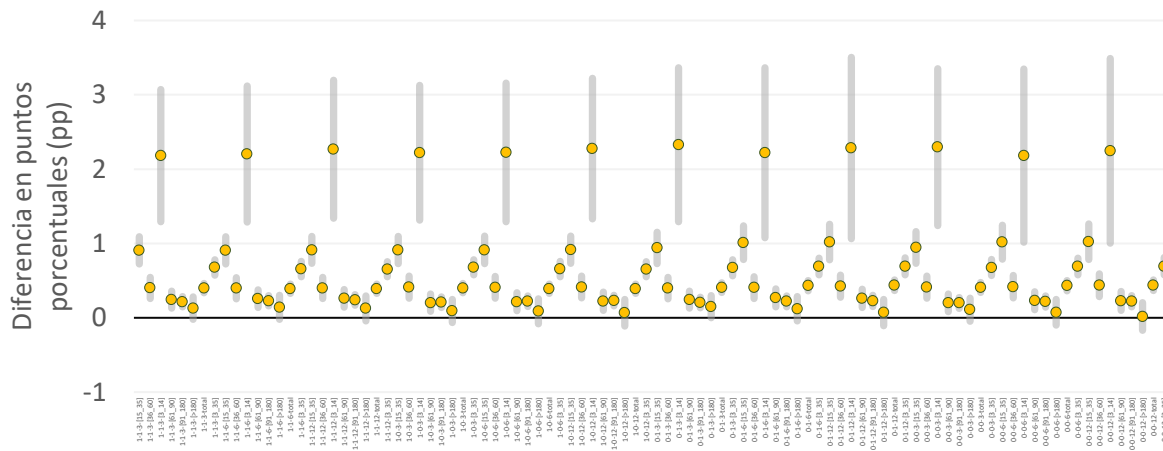
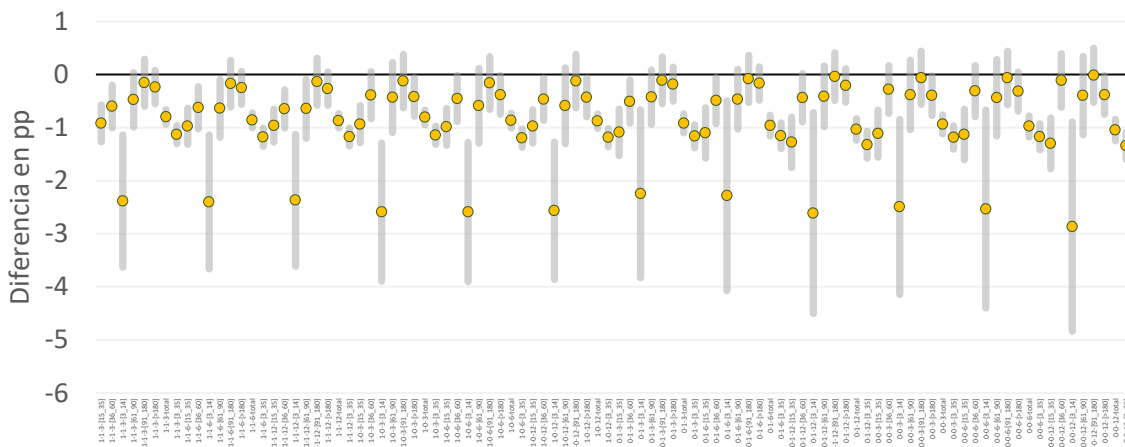


Gráfico R1.10. $\hat{\beta}_1$ y su IC para las ventas del sector real

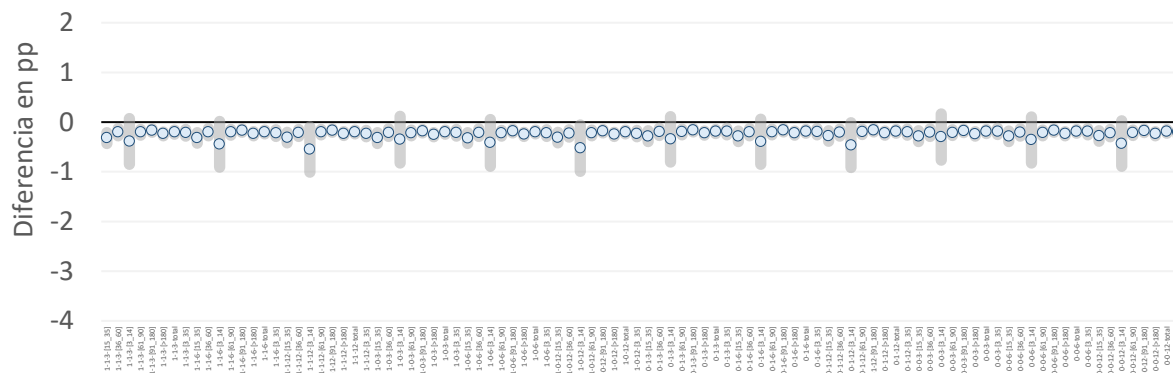


Al examinar los resultados de los controles de los modelos, se encuentran resultados alineados con la caracterización del mercado desarrollada en las secciones anteriores. En el Gráfico R1.11, se aprecia que un aumento en el monto transado (medido en desviaciones estándar) conlleva a una mejora en las condiciones de compra respecto al promedio del mercado. Este hallazgo es estadísticamente significativo en la mayoría de los casos. Es importante resaltar que este efecto oscila alrededor de una caída en la devaluación pactada frente al promedio del mercado de aproximadamente 0,6 pp en promedio para el sector real, mientras que para el resto de los agentes este factor tiene un efecto menor, fluctuando alrededor de los -0,2 pp.

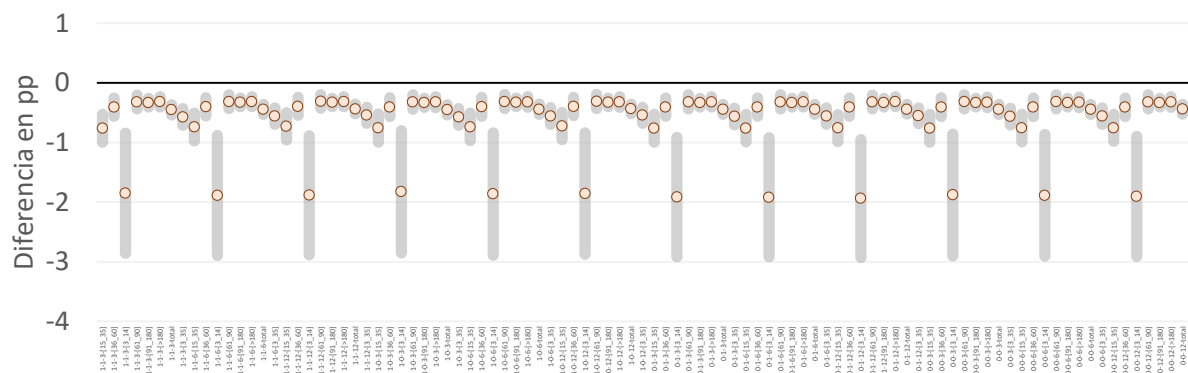
Se obtiene un resultado similar en el caso de las ventas, como se observa en el Gráfico R1.12. Un incremento en el monto transado está asociado una mejora en el precio de venta, ya que aumenta de la devaluación pactada frente al promedio del mercado. Este efecto es de aproximadamente 0,3 pp en promedio para el sector real, mientras que para el resto de los agentes este factor tiene un efecto que oscila alrededor de 0,1 pp.

Gráfico R1.11. Efecto del monto de la operación y su IC sobre las compras

A. Resto de Agentes



B. Sector Real

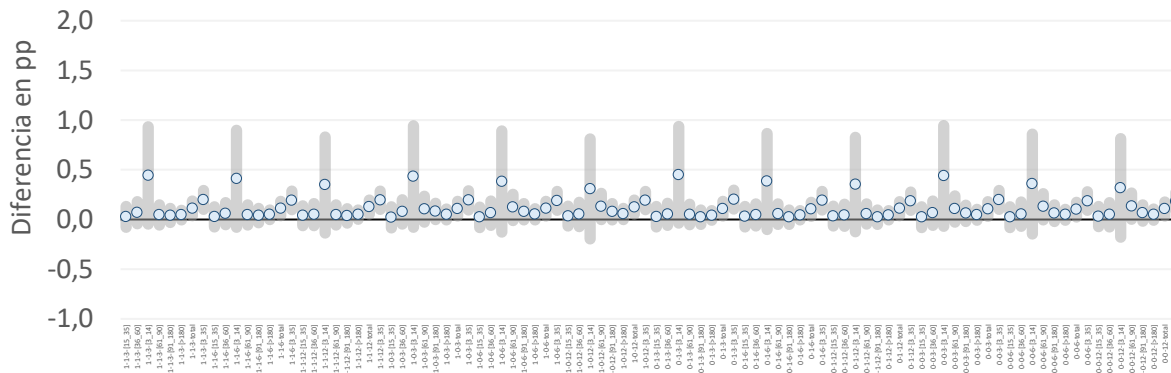


Estos resultados sugieren que, tanto para los agentes del sector real como para las demás contrapartes de los IMC, las entidades que realizan operaciones con montos más elevados poseen un mayor poder de negociación. Esto les permite acordar precios más cercanos al promedio del mercado, o incluso obtener condiciones más favorables. Además, se observa que este efecto es más marcado en el caso de los agentes del sector real en comparación con otros agentes. Asimismo, se destaca que este fenómeno es más pronunciado en el contexto de las compras de dólares a futuro que en el caso de las ventas.

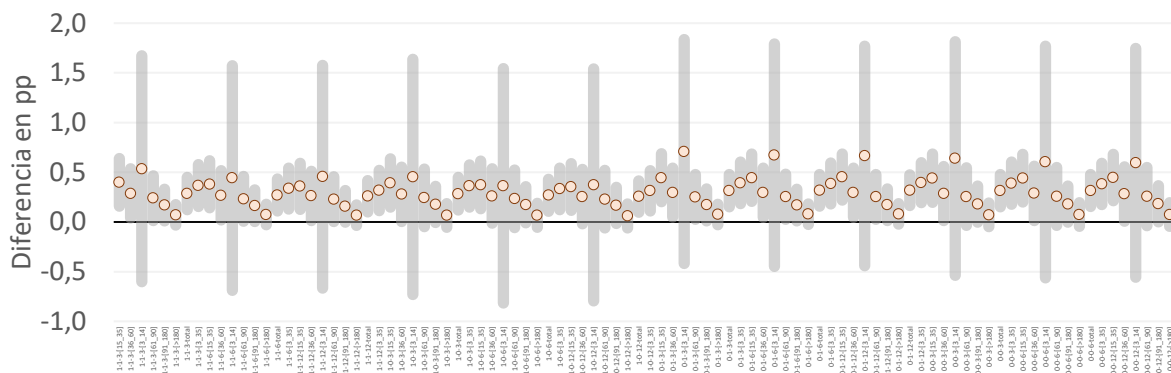
Este ejercicio, sin embargo, presenta limitaciones que permiten ampliar la investigación sobre los diferenciales de costos para los distintos tipos de agentes dentro del mercado de coberturas cambiarias local. En particular, es importante reconocer que estos diferenciales en las devaluaciones pactadas podrían estar reflejando las primas de riesgo que los IMC aplican al negociar con empresas de menor tamaño, con menos capacidad técnica para entender claramente el funcionamiento de estos instrumentos financieros, o con altos niveles de apalancamiento. En línea con lo anterior, futuros trabajos en esta dirección deberían propender por controlar por la naturaleza específica de las contrapartes de los IMC y su estructura de balance, para así mejorar la capacidad de identificación de estos diferenciales de costos en el mercado de coberturas. Los resultados obtenidos son una primera aproximación basada únicamente en la información de registro de las operaciones.

Gráfico R1.12. Efecto del monto de la operación y su IC sobre las ventas

A. Resto de Agentes



B. Sector Real



Conclusiones

Este recuadro brinda una caracterización de la participación del sector real en el mercado de derivados cambiarios en Colombia. Dentro de este mercado, los *forwards* USDCOP son el instrumento de cobertura predominante. En cuanto a las contrapartes de los IMC, los extranjeros y los FPC son sus principales clientes, mientras que el sector real participa con menos del 10% del volumen negociado en este mercado. Por otro lado, para el sector real, así como para las demás entidades participantes de este mercado, la actividad se concentra en contratos de hasta 35 días. Por último, las empresas del sector real se caracterizan por tener una posición compradora neta con los IMC, dado que la mayoría de estas empresas participantes en el mercado son importadoras netas.

De acuerdo con los resultados la encuesta aplicada a algunos agentes del sector real, así como las conversaciones que se tuvo con varios agentes de este sector e IMC, se destaca que es más probable que las compañías exportadoras tienden a cubrirse a mayores plazos que las importadoras. El plazo tiende a ser inferior a un mes debido a la incertidumbre frente a los flujos futuros, así como a las limitaciones en términos de cupo por parte de las contrapartes. Frente a este punto, algunos IMC mencionaron que las limitaciones pueden darse por no contar con mitigantes como llamados al margen en Cámara o TES en sus portafolios. Sin embargo, estos

mitigantes tampoco serían atractivos para las compañías del sector real, dado que afectarían la caja de las entidades y para estas compañías su caja es muy importante para su negocio.

En cuanto a la preferencia por *forwards* frente a otra clase de instrumentos, las entidades mencionaron que el hecho de que no haya un costo explícito los hace atractivos, así como su manejo contable.

Por último, el recuadro brinda evidencia empírica que indica que los agentes del sector real pactan precios por encima del promedio del mercado al comprar dólares a futuro, y por debajo del promedio del mercado al vender dólares a futuro. Estos resultados se mantienen aun cuando se controla por la intensidad con la que participa el agente en el mercado de coberturas cambiarias y las características de la operación.

Bibliografía

Alfonso Corredor, V. A. (2018). *El uso de forwards peso dólar en las empresas colombianas del sector real*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1058.

Ariza Murillo, S., Barreto Ramírez, I. A., Martínez Cruz, D. A., & Ruiz Cardozo, C. H. (2022). *CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE CONTADO Y FORWARD PESO-DÓLAR EN COLOMBIA: UN ANÁLISIS DE LA MICROESTRUCTURA DEL MERCADO DURANTE EL PERIODO 2013 A 2020*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1203.

Ariza Murillo, S., León Díaz, L. V., & Orozco Vanegas, C. A. (2022). Mercado de derivados peso-dólar en Colombia. En *Reporte de Mercados Financieros III trimestre de 2022* (págs. 68-75). Banco de la República.

Cardozo Ortiz, P. A., Gamboa Estrada, F., & Higuera Barajas, J. (2019). *El rol del sector real en el mercado de derivados y su impacto sobre la tasa de cambio*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1079.

Romero, J. V., Vargas, H., Cardozo, P., & Murcia, A. (2021). How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions. *Latin American Journal of Central Banking*, 2. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2666143821000235?via%3Dihub>

Recuadro 2: La capacidad de los agentes de intermediar en el mercado de contado de deuda pública y del mercado secundario de deuda privada locales: Un análisis y propuesta de indicador⁷³

Oscar David Botero Ramírez
Diego Alejandro Martínez Cruz

Introducción

Este trabajo se fundamenta en la investigación de Duffie et al. (2023), quienes definen la capacidad de los agentes del mercado de intermediar como su facultad para recibir y ejecutar nuevas órdenes considerando el nivel de operaciones en curso. Estos autores destacan que esta capacidad es crucial para mitigar el impacto de los choques en la liquidez de estos mercados en escenarios adversos.

Según estos autores, típicamente existe una fuerte relación entre liquidez y volatilidad en el mercado de deuda pública y privada de EE.UU. Sin embargo, en escenarios de estrés donde la iliquidez y la volatilidad de los activos aumentan, otros factores pueden ganar relevancia en la explicación del comportamiento de la iliquidez del mercado. Durante tales períodos, como la crisis del COVID en 2020, a medida que el espacio en los balances de los intermediarios financieros se agota y, por ende, su capacidad para recibir y ejecutar nuevas órdenes disminuye, la liquidez se deteriora más allá de lo que puede explicar la volatilidad de los precios. Este efecto multiplicador surge del agotamiento de la capacidad de intermediación de los principales agentes del mercado.

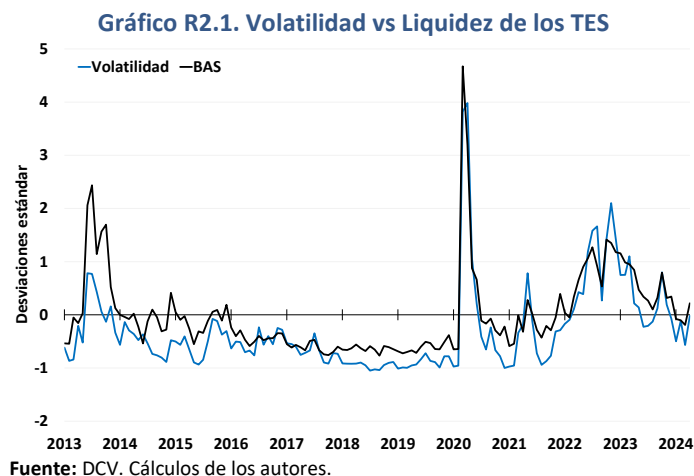
Con este fundamento, los autores destacan la importancia de profundizar en medidas que permitan identificar este factor, el cual puede intensificar situaciones de baja liquidez y alta volatilidad. Para atender esta necesidad, proponen una batería de herramientas que, junto con el seguimiento de las condiciones de liquidez, permite identificar posibles efectos amplificadores en escenarios adversos, además de contribuir al diseño y la promoción de políticas destinadas al desarrollo de este mercado.

En línea con lo anterior, se propone una aproximación al indicador de utilización de capacidad del mercado de deuda sugerido por Duffie et al. (2023) adaptado al contexto colombiano. A nivel local, también es claro que la liquidez del mercado está influenciada principalmente por la volatilidad de los precios de los activos durante períodos *normales* (Gráfico R2.1)⁷⁴. No obstante, dado que los mercados colombianos no están exentos de escenarios de baja liquidez y alta volatilidad, es crucial profundizar en medidas que permitan identificar factores que puedan intensificar estas situaciones. Así, la herramienta que se propone busca complementar el

⁷³ El presente trabajo es de carácter provisional, sus opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

⁷⁴ El gráfico muestra la evolución en el tiempo de la liquidez estandarizada de los títulos de deuda pública local (medida mediante el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta (Bid-Ask spread)), junto con su volatilidad estandarizada (calculada a partir de los rendimientos de estos activos utilizando un modelo GARCH (1,1)).

monitoreo del mercado de deuda de Colombia, permitiendo a los responsables de política identificar riesgos potenciales relacionados con la capacidad de los diferentes agentes para intermediar en el mercado de renta fija.



Este Recuadro está dividido en cuatro secciones, que incluyen esta introducción. La segunda parte presenta la metodología empleada para construir el indicador de capacidad de intermediación local. En la tercera sección se expone los resultados y, finalmente, la última sección presenta las conclusiones principales.

Metodología

Para los cálculos que se presentan a continuación, se emplean datos diarios sobre las operaciones de compraventa de bonos de deuda pública local (TES)⁷⁵, que resulta ser el mercado con mayor dinamismo, junto con la información de las operaciones del mercado secundario de deuda privada⁷⁶ ⁷⁷. En relación con la muestra de agentes, se reconoce que estos tienen una participación variable en cada mercado, pero por simplicidad se distingue únicamente entre el mercado en su conjunto y los Fondos de Inversión Colectiva abiertos (FIC). Esto último por las presiones de liquidez que estos fondos experimentaron a nivel global durante la pandemia.

Los indicadores de utilización de capacidad de mercado reflejan el margen disponible para que un agente pueda intermediar en el mercado. Su valor oscila entre 0 y 1, donde los valores más altos indican que a los participantes les queda una menor capacidad para recibir y ejecutar nuevas órdenes, lo que amplifica la iliquidez del mercado en periodos de alta volatilidad e iliquidez. Para

⁷⁵ En el caso del mercado de deuda pública, se consideran las transacciones en títulos de deuda pública (TES) denominados en pesos y UVR. Estas operaciones son registradas en el Depósito Central de Valores (DCV). El DCV registra todas las operaciones en TES llevadas a cabo a través de las plataformas destinadas para este propósito: i) el Mercado Electrónico Colombiano (MEC); ii) los brókeres: GFI, SETICAP y Tradition; y iii) el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), administrado directamente por el BanRep. Es importante destacar que únicamente los bancos comerciales, en su rol de creadores de mercado, utilizan la plataforma SEN para llevar a cabo negociaciones en el mercado primario. Por otro lado, en el mercado secundario (compuesto por las plataformas MEC y los brókeres), participan los demás agentes, incluyendo también a los bancos comerciales.

⁷⁶ En cuanto al mercado de deuda privada, se utilizan datos proporcionados por Deceval sobre las transacciones de Certificados de Depósito a Término (CDT) y Bonos Corporativos en el mercado secundario de contado

⁷⁷ La información está disponible desde 2010 para las negociaciones en TES y desde 2015 para la deuda privada.

calcular este indicador, se utilizan los flujos de compraventa de cada agente en los mercados de contado de deuda pública y deuda privada, siguiendo estos pasos:

1. A partir de los flujos diarios de compraventa de cada agente (d) en el mercado, se calcula la capacidad de utilización (Q), ajustada por el DV01 promedio⁷⁸ ($DV01^{tramo}$) y volatilidad⁷⁹ (Vol^{tramo}) del tramo⁸⁰ de la curva al que pertenece cada título (i):

$$Q_{dti}^{bruto} = \sum_i Q_{dti}^{bruto} DV01_{it} Vol_{it} \quad Q_{dti}^{neto} = |\sum_i Q_{dti}^{neto} DV01_{it} Vol_{it}|$$

Para cada agente (d), día (t) y título (i).

2. Para cada medida, se mide la capacidad relativa de utilización de cada agente (f):

$$f_{dt} = \frac{q_{dt}}{m_d} \in [0,1]$$

con $q_{dt} \in \{Q_{dti}^{bruto}, Q_{dti}^{neto}\}$

relativo a $m_d = \max_t q_{dt}$

3. Por último, se calcula la capacidad agregada (M) como la sumatoria de las capacidades relativas (f):

$$M_t = \sum_d w_d f_{dt}$$

ponderadas por $w_d = m_d / \sum_d m_d$

Siendo la capacidad agregada (M_t) el cálculo que finalmente se emplea como indicador de utilización de capacidad de mercado.

Resultados

Los indicadores de utilización de capacidad calculados para el total del mercado consiguen identificar los períodos de estrés en los mercados de renta fija colombianos, resaltando la importancia en el monitoreo de este tipo de medidas. Esto se puede observar en los gráficos R2.2 y R.2.3 donde se presentan los indicadores de capacidad calculados para el total del mercado, y

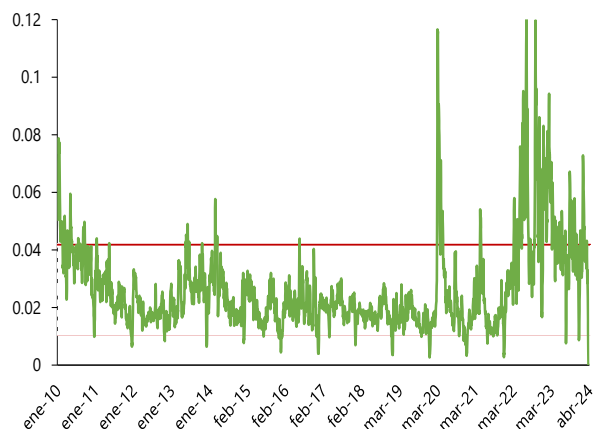
⁷⁸ El DV01 se emplea como medida de duración de cada título. Para calcular el DV01 de cada título (i) en el día (t) se calcula a partir de la fórmula: $DV01_{it} = [(0,01 * Duración\ modificada_{it}) * Precio_{it}] * 0,01$

⁷⁹ La volatilidad se calcula empleando un modelo GARCH (1,1) sobre los retornos de las referencias de TES, CDT y Bonos Corporativos con plazo a 2, 5 y 10 años, para los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

⁸⁰ El tramo largo de la curva incluye aquellos títulos con un plazo al vencimiento mayor o igual a cinco años. El tramo corto, aquellos con un plazo al vencimiento menor a dos años. Por su parte, el tramo medio agrupa las referencias restantes.

ajustados por volatilidad y duración (DV01). Estos gráficos muestran que el indicador ha experimentado picos⁸¹, en momentos que coinciden con algunos períodos de tensión en los mercados financieros locales. Entre estos períodos se destacan el *taper tantrum*⁸² en 2013, la pandemia en 2020 y el período de alta volatilidad en los mercados de renta fija colombianos en 2022.

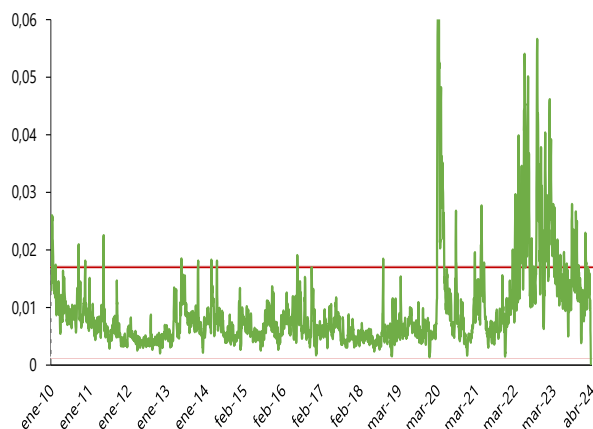
Gráfico R2.2. Indicador de utilización de capacidad para el total del mercado - flujos brutos, ajustada por volatilidad y DV01



Fuente: DCV y Deceval. Cálculos de los autores.

Las líneas continuas rojas corresponden a 1 desviación estándar con respecto a la media histórica de los datos.

Gráfico R2.3. Indicador de utilización de capacidad para el total del mercado - flujos netos, ajustada por volatilidad y DV01



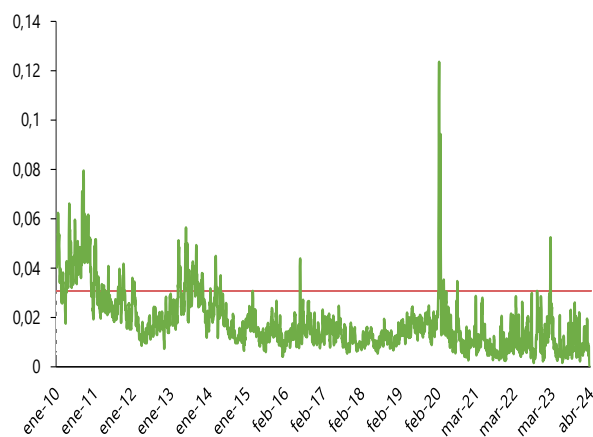
Fuente: DCV y Deceval. Cálculos de los autores.

En relación con el indicador construido exclusivamente con las negociaciones de FIC, los gráficos R2.4 y R2.5 muestran que este indicador también identifica los episodios mencionados anteriormente, aunque con ciertas diferencias atribuibles a la naturaleza de estos agentes. En concreto, el indicador alcanza un máximo global en 2020, el cual no se repite durante el período de alta volatilidad en 2022. Esta discrepancia podría relacionarse con las restricciones de liquidez experimentados por los FIC durante la pandemia, cuando enfrentaron un pico de iliquidez como consecuencia de los retiros de fondos, y puede estar asociado con la naturaleza específica de cada choque. En 2022, el aumento en la volatilidad estuvo relacionado con un aumento de la percepción de riesgo local, lo cual no fue un choque que afectara a todos los activos y tipos de agente de forma generalizada, como ocurrió en la pandemia.

⁸¹ Superando el umbral de una desviación estándar con respecto a su media histórica

⁸² El *taper tantrum* se refiere a un episodio de volatilidad en los mercados financieros globales que ocurrió en 2013, desencadenado por la especulación sobre la posible reducción gradual (*tapering*) de la política de estímulo cuantitativo de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esta especulación llevó a un aumento repentino en los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. y a una salida de capitales de los mercados emergentes, lo que provocó turbulencias en los mercados financieros internacionales.

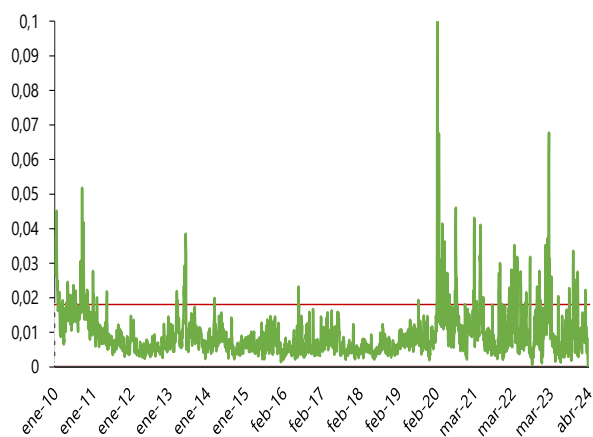
Gráfico R2.4. Indicador de utilización de capacidad para los FIC - flujos brutos, ajustada por volatilidad y DV01



Fuente: DCV y Deceval. Cálculos de los autores.

Las líneas continuas rojas corresponden a 1 desviación estándar con respecto a la media histórica de los datos.

Gráfico R2.5. Indicador de utilización de capacidad para los FIC – flujos netos, ajustada por volatilidad y DV01



Fuente: DCV y Deceval. Cálculos de los autores.

Conclusiones

En el contexto colombiano, se observa una estrecha relación entre la liquidez y la volatilidad de los mercados de renta fija. Durante períodos normales, la liquidez del mercado se ve afectada por la volatilidad de los precios de los activos. Sin embargo, en escenarios donde la volatilidad y la iliquidez aumentan, la capacidad de los intermediarios del mercado de deuda para mantener sus actividades de intermediación es determinante para no amplificar el impacto de choques en la liquidez de estos mercados.

Partiendo del supuesto de que la capacidad de los balances de los intermediarios financieros está determinada por su habilidad para recibir y ejecutar nuevas órdenes, se propone una aproximación al indicador de capacidad del mercado de deuda propuesto por Duffie et al. (2023), adaptado específicamente a los mercados de renta fija pública y privada de Colombia. Este indicador no incorpora directamente datos de balance de los participantes del mercado para aproximarse a su capacidad de intermediación, por lo que sus resultados pueden estar sujetos a mejoras en esta dirección.

Aplicando el ejercicio para el total del mercado y el grupo de los FIC, se observan reducciones en la capacidad de intermediación de los agentes del mercado que coinciden con episodios de estrés en los mercados financieros locales, como el *taper tantrum* en 2013 y la pandemia en 2020. Esto resalta su utilidad para identificar situaciones de tensión en el mercado, y en particular sobre las condiciones de liquidez del mercado de deuda.

Los indicadores de capacidad de utilización del mercado ofrecen una aproximación holística de la dinámica de la liquidez en los mercados de deuda en Colombia, permitiendo identificar períodos de estrés y comprender cómo diferentes tipos de agentes responden a eventos económicos y

financieros tanto a nivel local como global. Esta herramienta constituye un recurso útil para los responsables de política y los participantes del mercado en la gestión de riesgos y la toma de decisiones informadas.

Bibliografía

Duffie, D., Fleming, M. J., Keane, F. M., Nelson, C., Shachar, O., & Van Tassel, P. (2023). Dealer capacity and US Treasury market functionality. *FRB of New York Staff Report*, (1070).