

## Sombreado 3: Cambios en el mercado local de contado peso/dólar

La compensación y liquidación de las operaciones del mercado de contado<sup>1</sup> peso/dólar ha tenido cambios en algunos de los componentes de mitigación de riesgos. Por un lado, el límite de la máxima posición corta neta<sup>2</sup> (o posición neta vendedora de dólares) que un participante puede tener durante el día ha variado durante los últimos dos años. De otro lado, a raíz de la fusión de la Cámara de Compensación y Liquidación de Divisas de Colombia S. A. (CCDC) con la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A. (CRCC) la compensación de estas operaciones pasó de ser realizada por un sistema de compensación y liquidación de divisas para ser efectuada por una cámara de riesgo central de contraparte, entidad que se interpone entre las contrapartes originales mediante el mecanismo de novación<sup>3</sup>.

En este resaltado se describen y analizan los cambios en los valores en dólares compensados, en la cantidad de operaciones y en el número de participantes, ocasionados por tres eventos ocurridos durante los dos últimos años. El primero corresponde a una disminución del límite de posición corta (LPC); el segundo involucra la sustitución del tipo de infraestructura financiera que compensa y liquida las operaciones de este mercado, y el tercero a un incremento del LPC.

En los cuadros A y B se presenta en forma separada los valores correspondientes a aquellas operaciones que se negociaron con cumplimiento el mismo día (97,5% del mercado) y aquellas cuyo cumplimiento se dio en los siguientes tres días a la fecha de negociación (2,5% del mercado). Allí se muestra en promedio diario los valores brutos y netos en dólares, la cantidad de operaciones y el número de participantes en el mercado con cumplimiento el mismo día y next day ( $t + 1$  hasta  $t + 3$ ), para el primer bimestre de 2020. Adicionalmente, se incluyen las diferencias porcentuales para los periodos en que se presentaron los cambios, teniendo en cuenta que las variaciones corresponden a las comparaciones entre el periodo de cada fila y el periodo inmediatamente anterior.

Al comenzar 2020 la compensación de las operaciones del mercado de contado de divisas peso/dólar la realizaba la CCDC (sin interposición entre las partes), y tenía establecido el LPC en USD 80 millones (m). Los valores compensados en bruto y en neto multilateral en promedio diario fueron de USD 1.515,97 m y USD 164,18 m, respectivamente, y la cantidad de operaciones y el número de participantes activos fueron de 1963 y 33, respectivamente.

En marzo de 2020, la CCDC disminuyó el LPC en USD 15 m, como consecuencia de ajustar uno de los parámetros para el cálculo del LPC<sup>4</sup>. Este cambio permaneció hasta febrero de 2021. Durante este periodo se presentaron variaciones en las operaciones

- 
- 1 De acuerdo con la Resolución Externa 1 de 2018, los plazos que abarca el mercado de contado de divisas son desde  $t + 0$  hasta  $t + 3$ .
  - 2 Si un participante requiriera vender por encima de este límite, sería necesario efectuar un pago anticipado de las obligaciones multilaterales por al menos el valor que excedió el límite.
  - 3 Se entiende por novación al mecanismo mediante el cual una cámara de riesgo central de contraparte se convierte en el comprador de todo vendedor y el vendedor de todo comprador, por tanto, la relación original de la operación entre las partes es eliminada.
  - 4 Con el objetivo de mitigar el riesgo de liquidez ante el incumplimiento de sus dos principales proveedores de liquidez que simultáneamente son participantes activos en la venta de dólares, la CCDC estableció el LPC como el total de las líneas de crédito preacordadas menos las dos mayores líneas de crédito en dólares. Para marzo de 2020 el total de las líneas era USD 120 m y las dos mayores sumaban USD 55 m.

**Cuadro A**

Comportamiento de volúmenes y montos ante cambios en el límite de posición corta y ante la novación de operaciones con cumplimiento el mismo día

Periodo	Liquidación t + 0 (promedio diario)				Tipo de compensación y valor del límite de posición corta
	Valor bruto (millones de dólares)	Valor neto (millones de dólares)	Número de operaciones	Número de miembros	
20201 - 20202	1.515.971.659,21	164.178.850,00	1963	33	Compensación sin interposición LPC USD80 m.
20203 - 20211	-20,6%	27,5%	-26,2%	-1	Compensación sin interposición LPC USD65 m.
20212 - 20219	4,2%	6,2%	13,3%	-1	Compensación con interposición LPC USD65 m"
202110 - 202112	9,4%	24,8%	7,2%	-0	Compensación con interposición LPC USD80 m.

B. Comportamiento de volúmenes y montos ante cambios en el límite de posición corta y ante la novación de operaciones con cumplimiento entre uno y tres días.

Periodo	Liquidación next day (promedio diario)				Tipo de compensación y valor del límite de posición corta
	Valor bruto (millones de dólares)	Valor neto (millones de dólares)	Número de operaciones	Número de miembros	
20201 - 20202	210.419.927,87	162.112.238,14	68	24	Compensación sin interposición LPC USD80 m.
20203 - 20211	-48,0%	-48,3%	-48,8%	-10	Compensación sin interposición LPC USD65 m.
20212 - 20219	-11,2%	3,7%	-11,8%	-1	Compensación con interposición LPC USD65 m.
202110 - 202112	16,9%	14,1%	40,3%	1	Compensación con interposición LPC USD80 m.

Fuente: CRCC. Cálculos realizados por Banco de la República.

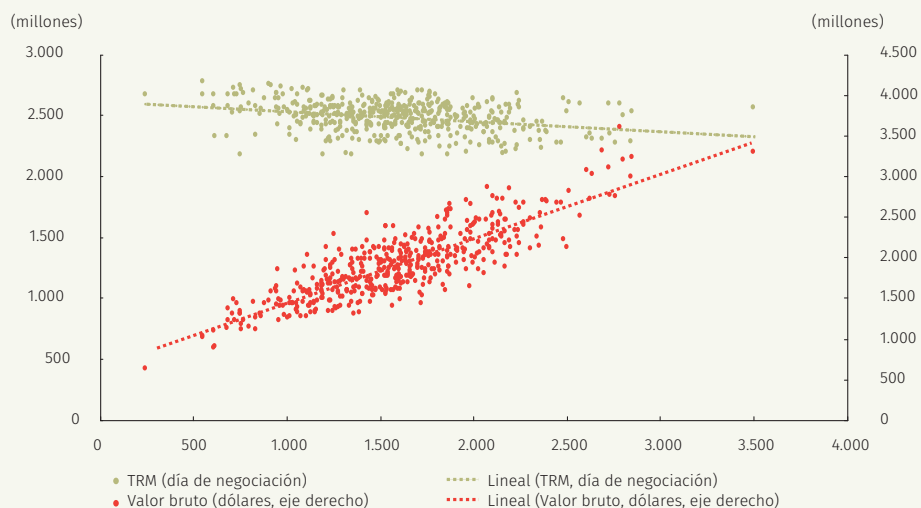
con cumplimiento t + 0, así: una reducción en el valor bruto de las operaciones compensadas y el número de operaciones en 20,6% y 26,2%, respectivamente; un participante activo menos, y un incremento del 27,5% en los valores netos multilaterales. Esta última variación coincide con el incremento en la participación en el mercado de contado de divisas de la Dirección del Tesoro Nacional.

Por otra parte, con relación a las operaciones con cumplimiento a más de un día y hasta t + 3 (Cuadro B), se registró una disminución en los valores brutos y en los netos, y en la cantidad de operaciones compensadas del 48%, 48,3% y 48,8%, respectiva-

mente. De la misma forma, se redujo el número de participantes activos, al pasar de 24 a 14.

En resumen, la disminución del LPC podría haber afectado negativamente los valores de las variables analizadas. Aunque existen otros factores, como por ejemplo el comportamiento de la tasa de cambio peso/dólar (TRM: tasa representativa del mercado)<sup>5</sup>, que también podrían explicar los comportamientos observados, se encontró que el coeficiente de correlación del valor de la TRM vigente y el valor bruto negociado fue de -0,29 (Gráfico A). Lo anterior refuerza la probabilidad de que cambios en los parámetros en los mecanismos de compensación explican las variaciones en la cantidad y valores de las operaciones del mercado.

**Gráfico A**  
Comportamiento de la TRM y las operaciones del mercado de contado de divisas (peso/dólar)



Fuente: CRCC. Cálculos realizados por Banco de la República.

A partir de diciembre 2020 la compensación y liquidación comenzó a ser realizada por la CRCC; sin embargo, desde febrero de 2021 la CRCC inició la ejecución de estos procesos mediante el mecanismo de novación. El LPC se mantuvo en USD65 m. Estas dos condiciones permanecieron inalteradas hasta septiembre 2021. Al comparar el periodo anterior, evaluado con el comportamiento entre febrero y septiembre 2021, se observó que para las operaciones con cumplimiento  $t + 0$  los valores brutos, los netos y la cantidad de operaciones tuvieron un incremento de 4,2%, 6,2% y 13,3%, respectivamente. Por su lado, el número de participantes disminuyó en uno.

Por su lado, el comportamiento de las operaciones con cumplimiento desde  $t + 1$  hasta  $t + 3$  fue el siguiente: incremento para los valores netos del 3,7% y decrementos para el valor bruto y el número de operaciones de 11,2% y 11,8%, en su orden. El número de participantes también disminuyó en uno.

5 La TRM es el promedio ponderado por monto de las operaciones de compra y venta de dólares de los Estados Unidos de América a cambio de moneda legal colombiana, pactadas para cumplimiento en ambas monedas el mismo día de su negociación, efectuadas por los Intermediarios del Mercado Cambiario. La TRM vigente se calcula con las operaciones del día hábil anterior.

Los resultados observados corresponden a los esperados. La eliminación de la restricción que implicaba el establecimiento de cupos bilaterales entre las partes de las operaciones produjo un incremento en las variables analizadas. De la misma forma, los participantes pudieron haber encontrado incentivos para compensar y liquidar sus operaciones con la interposición de la CRCC. Por ejemplo, debido a un cambio sustancial en el modelo de gestión de riesgos, al pasar de uno que se basaba en exigencias de garantías individuales a uno que adicionalmente contempla herramientas de mutualización de pérdidas y de reposición de recursos financieros.

Por último, en octubre 2021 la CRCC efectuó un ajuste en los proveedores de liquidez, al disminuir la concentración de las dos principales líneas de crédito y, de esta forma, incrementar el LPC en USD 15 m, alcanzando los USD 80 m. Al evaluar el periodo entre octubre y diciembre 2021, en las operaciones con cumplimiento t + 0 se registró un incremento en los valores brutos, en los netos y en la cantidad de operaciones del 9,4%, 24,8% y 7,2% respectivamente. El número de participantes se mantuvo en 31.

Por su lado, las operaciones con cumplimiento a más de un día tuvieron los siguientes cambios: un incremento en los valores brutos, en los netos y en la cantidad de operaciones del 16,9%, 14,1% y 40,3%, en su orden. El número de participantes se incrementó en uno, y así llegó a catorce.

En términos generales se observó que los valores y la cantidad de operaciones compensadas y liquidadas del mercado de contado de divisas peso/dólar son sensibles a cambios en el LPC y a la interposición en las operaciones por medio de la CRCC. Por una parte, disminuciones o incrementos en el LPC podrían afectar, en el mismo sentido, los valores y volúmenes de operaciones, con un mayor efecto en la compensación de las operaciones a más de un día. Por la otra, la interposición de la CRCC podría haber incrementado los valores y cantidad de operaciones compensadas y liquidadas para aquellas con cumplimiento el mismo día. Este aumento podría estar explicado por el cambio en el modelo de gestión de los riesgos de crédito y liquidez, que pasó de un esquema basado en el manejo de garantías individuales a uno más robusto que implica una estructura de anillos de seguridad y la administración de retardos e incumplimientos en forma transversal para todos los productos gestionados por la CRCC, sin embargo, la cantidad de miembros activos en este mercado no se incrementó con el cambio en el modelo de administración de riesgos ni con el incremento en el LPC. La interposición de la CRCC implicó la eliminación de los cupos bilaterales en la negociación, en consecuencia, se esperaba la participación de un mayor número de entidades.