

RMF

Reporte de Mercados Financieros

II trimestre de 2024





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo trimestre del 2024

Banco de la República

Julio 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

Diego Alejandro Martínez Cruz
Jefe

Profesionales

Sara Ariza Murillo
Ittza Alejandra Barreto Ramírez
Oscar David Botero Ramírez
Nataly Alexandra Díaz Gonzalez
Laura Viviana León Díaz
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	19
5. Mercado de renta fija y monetario	23
5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica	23
5.2. Mercado monetario colombiano	26
5.3. Mercado de deuda pública interna y externa	28
5.4. Mercado de deuda privada	32
6. Mercado cambiario	33
6.1. Mercado cambiario global.....	34
6.2. Mercado cambiario colombiano	37
7. Mercado accionario.....	40
8. Recuadros.....	43
Recuadro 1: Análisis de la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de liquidez del sistema financiero	43
Recuadro 2: Evolución del programa de acumulación de reservas.....	52
Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano	59

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Tasa de desempleo en economías desarrolladas.....	13
Gráfico 2. Expectativas de crecimiento.....	13
Gráfico 3. Indicadores de confianza del consumidor en economías desarrolladas.....	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).....	17
Gráfico 8. Índices de condiciones financieras.....	17
Gráfico 9. Indicadores de percepción de riesgo.....	17
Gráfico 10. Flujos acumulados de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes (USD mm).....	17
Gráfico 11. Cambio en los precios de productos generadores de energía.....	18
Gráfico 12. Pronósticos del precio del petróleo (spot promedio anual).....	18
Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos.....	19
Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica.....	20
Gráfico 15. EMBI+ en Latinoamérica.....	20
Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia.....	21
Gráfico 17. Expectativas de inflación para Colombia.....	21
Gráfico 18. Indicadores de confianza para Colombia.....	22
Gráfico 19. Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión en Colombia.....	22
Gráfico 20. Inflación en los países de la región.....	24
Gráfico 21. Expectativas de corto plazo de Inflación en los países de la región y en EE.UU.....	24
Gráfico 22. Descomposición BEI a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación y prima por riesgo inflacionario (PRI).....	25
Gráfico 23. FBEL a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa a distintos plazos.....	25
Gráfico 24. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos.....	26
Gráfico 25. Expectativas de TPM implícitas en el mercado.....	26
Gráfico 26. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM.....	27
Gráfico 27. Depósitos remunerados de la DGCPTN en el BanRep y su volatilidad.....	27

Reporte de Mercados Financieros

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

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2T24.....	8
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	23
Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	35
Tabla 4. Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos).....	36
Tabla 5. Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos).....	37
Tabla 6. Intervención cambiaria del BanRep (compras netas incluyendo vencimientos).....	37

1. Introducción

El Banco de la República (BanRep) genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión pública. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* se inscribe dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el objetivo del BanRep de ofrecer información e investigación económica de alta calidad.

En este contexto, el Reporte presenta al público un análisis del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el segundo trimestre de 2024 (2T24). Además, destaca los principales factores que explican el comportamiento de estos mercados y sus interacciones, al tiempo que ofrece una descripción de los cambios en política monetaria y otras decisiones de los principales bancos centrales, con especial énfasis en las decisiones de los bancos de la región.

El entorno económico global en el que se desarrollaron los mercados estudiados en este Reporte se caracterizó por la resiliencia de la actividad económica, aunque con algunas señales de desaceleración hacia el final del periodo, y por la persistencia de algunas métricas de inflación por encima de las metas de los bancos centrales. Esto respaldó la postura cautelosa de política monetaria en economías desarrolladas, así como las expectativas de que la postura contractiva se mantendrá por un periodo más prolongado del anticipado por los agentes de mercado al final del primer trimestre de 2024 (1T24, ver *Entorno internacional*).

Adicionalmente, el entorno internacional estuvo marcado por la incertidumbre en torno a los mayores conflictos comerciales y las elevadas tensiones geopolíticas, los próximos comicios en varias economías desarrolladas y las preocupaciones sobre el panorama fiscal en estas economías. Estas circunstancias llevaron a una moderación del apetito por activos de economías emergentes.

En cuanto a las condiciones financieras a nivel global, no se observaron cambios significativos respecto a lo registrado en el 1T24. Si bien las tasas de los títulos de renta fija presentaron desvalorizaciones importantes en línea con el ajuste en las expectativas sobre la política monetaria, los mercados accionarios mostraron, en su mayoría, un desempeño favorable soportado por los buenos resultados de las compañías del sector tecnológico. Lo anterior, junto con el fortalecimiento generalizado del dólar en el caso de EE. UU, compensaron el incremento en las tasas de interés y llevaron a que las condiciones financieras cerraran el trimestre en niveles similares a los del cierre del 1T24.

En el ámbito de las materias primas, durante el periodo analizado, los precios del petróleo disminuyeron en respuesta a los anuncios de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) sobre la relajación de su programa de recortes para 2024 y al aumento de la producción en EE. UU. En cuanto a otras materias primas relacionadas con el sector energético, el Gas Natural Licuado (GNL) experimentó una importante valorización, mientras que el carbón registró una caída. Los metales preciosos se valorizaron debido a la mayor demanda de activos refugio ante la incertidumbre internacional. Por otro lado, los metales industriales se apreciaron, impulsados por la mayor demanda del sector inmobiliario chino y, en el caso del cobre, por el crecimiento de la energía renovable y los bajos niveles de inventarios a nivel global.

En este escenario, la mayoría de los bancos centrales de la región moderaron el ritmo de recortes de sus tasas de política monetaria (TPM) debido al aumento de la inflación, algunos datos favorables de actividad económica y las expectativas de menores recortes en economías desarrolladas. En Colombia, continuó la tendencia de reducción de la inflación observada y de sus expectativas. Esto, junto con el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 1T24 por encima de lo proyectado y las condiciones externas menos favorables, respaldaron las decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) de recortar la TPM en un total de 100 puntos básicos durante el trimestre, situándola en 11,25% al cierre de este (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

A nivel local, la deuda pública experimentó desvalorizaciones, especialmente en el tramo largo, en consonancia con el contexto global y la moderación del apetito por activos de economías emergentes. Este fenómeno se enmarca en un contexto de mayor incertidumbre sobre la solidez fiscal del país, la agenda de reformas impulsada por el Gobierno y algunos pronunciamientos sobre un potencial ajuste al marco institucional de Colombia.

En este escenario, los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) y los inversionistas extranjeros, quienes son los principales tenedores de títulos de deuda pública (TES), continuaron demandando TES en el mercado de contado, particularmente en el tramo largo de la curva de rendimientos. No obstante, se observó una moderación en las compras de los FPC en comparación con lo registrado en el 1T24 (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

Por otro lado, el mercado accionario local mostró un comportamiento favorable acompañado de una mejora en su liquidez impulsado por varios factores. Entre estos se destacan algunos eventos corporativos relevantes, el buen desempeño de algunas empresas como las del sector energético, y el rebalanceo del índice MSCI Colcap (ver *Mercado Accionario*). Adicionalmente, este informe contiene un recuadro que proporciona una caracterización de los inversionistas extranjeros en el mercado de renta variable colombiano, ofreciendo una aproximación de cómo es su participación y su dinámica en este mercado (ver *Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano*).

En cuanto al mercado cambiario, el dólar se fortaleció frente a las divisas de países desarrollados y emergentes, impulsado por las expectativas de una política monetaria restrictiva en EE.UU. por un periodo más prolongado de lo previsto. El peso colombiano (COP) se debilitó, en línea con el comportamiento de sus pares regionales y el fortalecimiento generalizado del dólar americano (USD). Según analistas del mercado, esta debilidad también reflejó la incertidumbre en torno a la situación fiscal del país. En este contexto, la liquidez y la volatilidad de la tasa de cambio se deterioraron levemente en comparación con lo observado en el 1T24 (ver *Mercado cambiario colombiano*).

En el marco del programa de acumulación de reservas internacionales (RI) anunciado por el BanRep en diciembre de 2023, al cierre del 2T24 se han comprado USD 825 millones. Esta cifra representa el 69% de los recursos subastados hasta junio de 2024 y el 55% del objetivo total del programa, que es de USD 1.500 millones. En particular, el presente informe incluye un recuadro que proporciona los detalles de este programa y analiza su eficacia en mantener las RI en niveles

adecuados durante el primer semestre del 2024 (ver *Recuadro 2: Evolución del programa de acumulación de reservas*).

Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 2T24 de principales indicadores de los mercados financieros de las principales economías desarrolladas, Colombia y nuestros principales pares de la región, así como de las principales materias primas para estas economías. Asimismo, se incluyen algunos indicadores que reflejan la percepción de riesgo en la mayoría de estas economías.

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 2T24

	Tasa de política (pb) ¹	Tasa moneda local (pb)		Tasa de cambio ²	Accionario	CDS 5 años (pb)	EMBI+ ³ (pb)	Commodity ⁴
		2 años	10 años					
Reino Unido	0	4	26	0,2%	2,7%			
Japón	0	17	32	-6,3%	-1,9%			
Alemania	-25	-2	20	-0,7%	-3,7%	4,9		
EE.UU.	0	10	17	1,3%	3,9%	-0,6	12,2	
Colombia	-100	36	80	-8,0%	3,6%	23	38	-1,2%
UVR		82	74					
Brasil	-25	148	96	-11,6%	-3,3%	32	23	-3,4%
México	0	50	57	-10,6%	-8,6%	19	20	-2,0%
Chile	-150	-69	49	4,0%	-3,5%	3	-3	9,6%
Perú	-50	-13	-26	-3,4%	5,4%	11	-3	9,6%
Otros EM ⁵	0	0	9	-0,1%	4,1%	6	115	0,1%

Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Nota: 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. pb indica que la unidad de la variable bajo análisis se encuentra en puntos básicos. Las variaciones de las tasas de política, interés de los bonos soberanos en moneda local, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb).

2. Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de esta.

3. El CDS y EMBI+ de Estados Unidos corresponden al Vix y al Move, respectivamente, mientras que el CDS de Alemania corresponde al Vstox.

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.

5. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

Por último, además de la información sobre el desarrollo de los mercados financieros durante el trimestre, este reporte también presenta un recuadro que explora la relación entre el diferencial de tasas entre el Indicador Bancario de Referencia (IBR) *overnight* (O/N) y la TPM, identificando algunos factores que pueden explicar el comportamiento de este diferencial (ver *Recuadro 1: Análisis de la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de liquidez del sistema financiero*).

2. Resumen ejecutivo

2.1. Entorno internacional

La actividad económica global continúa resiliente, acompañada de la publicación de algunas cifras de inflación más altas de lo esperado en las principales economías desarrolladas, las cuales también han evidenciado una alta persistencia. En este contexto, los funcionarios de los principales bancos centrales mantuvieron una postura cautelosa, lo cual continuó presionando al alza las expectativas de TPM, de manera que ahora se espera una política contractiva por más tiempo. No obstante, las condiciones financieras cerraron el 2T24 en niveles similares a los observados a finales del trimestre anterior, en un contexto de alta volatilidad.

Durante el trimestre, se observó una moderación del apetito hacia economías emergentes, en un entorno de mayor incertidumbre internacional debido a los conflictos comerciales y geopolíticos, la proximidad de las elecciones en varias economías desarrolladas, y las preocupaciones sobre el panorama fiscal en estas economías. En este contexto, se moderaron las entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes.

En cuanto a los mercados de *commodities*, los precios del petróleo disminuyeron en comparación con el trimestre anterior debido al anuncio de la OPEP+ de relajar su programa de recortes voluntarios y al aumento en los inventarios en EE. UU. Por otro lado, algunos *commodities* energéticos, como las referencias de GNL, se valorizaron debido a una mayor demanda impulsada por factores climáticos. Además, el oro y la plata alcanzaron máximos históricos impulsados por una mayor demanda de activos refugio ante los riesgos geopolíticos. Por otro lado, algunos *commodities* industriales como el hierro, el acero y el aluminio, han corregido sus precios ante una mayor demanda desde China.

2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel local aumentaron, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, varios analistas coinciden en que algunos factores locales también pudieron incidir en este comportamiento. En particular, señalan la incertidumbre en el frente fiscal y respecto a la agenda de reformas del Gobierno, así como algunas declaraciones de altos funcionarios gubernamentales sobre una posible cesación de pagos de los compromisos en moneda extranjera del país y la búsqueda de una asamblea constituyente.

Por su parte, las expectativas de crecimiento se mantienen en niveles bajos, coherentes con el bajo crecimiento del PIB en 2023 y la persistencia de bajos niveles en los indicadores de confianza empresarial y del consumidor. Este escenario se enmarca en el ajuste macroeconómico que se viene realizando desde 2023 en el frente inflacionario, en los déficits fiscal y externo, y que también se refleja en la moderación de los niveles de consumo hacia un nivel más sostenible. No obstante, se prevé una mejora en el crecimiento para 2025, con valores que se acercarán a su nivel potencial. En este contexto, varios analistas consideran que el desempeño de la percepción de riesgo local

durante el resto del año, y por consiguiente el de los activos locales, dependerá en gran medida de la recuperación económica y de la evolución futura de los déficits fiscal y de cuenta corriente.

2.3. Mercado de renta fija y monetario

Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Las medidas de inflación en los países de la región presentaron comportamientos mixtos, mientras que las expectativas de inflación que se extraen de los mercados financieros señalan aumentos generalizados. El entorno internacional y los repuntes en las expectativas de inflación, junto con algunos buenos resultados en términos de actividad económica, explicaron la moderación en el ritmo de recortes de las tasas de política monetaria en la mayoría de los países de la región durante el trimestre.

A nivel local, los mercados financieros continúan anticipando niveles de inflación más cercanos a la meta de inflación en Colombia. En particular, las expectativas de inflación extraídas del mercado de deuda pública indican que la inflación retornaría al rango de tolerancia del BanRep en el horizonte de política (24 meses) durante los primeros meses de 2026. Sin embargo, persisten riesgos al alza para la inflación, debido a las perspectivas del impacto del ajuste de los precios del aceite combustible para motores (ACPM), la rigidez a la baja de la inflación en algunos servicios (incluidos arrendamientos y tarifas de energía) y el potencial impacto sobre los precios de los bienes importados debido a la depreciación del COP, explicada en gran medida por la fortaleza del dólar a nivel internacional.

En línea con la tendencia decreciente de la inflación y sus expectativas, la JDBR decidió recortar la TPM en 100 pb, ubicándola en 11,25% durante el 2T24. Por su parte, los mercados financieros continúan descontando recortes adicionales de la TPM para Colombia; sin embargo, el ritmo de estos recortes disminuyó frente a lo esperado durante el 1T24.

Mercado monetario colombiano

Durante 2T24 el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando así que el IBR O/N presentara desviaciones importantes frente a la TPM (ver *Recuadro 1: Análisis de la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de liquidez del sistema financiero*). Los instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez de la economía se complementaron con ventas de TES.

En el trimestre se mantuvo los 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, al igual que el trimestre pasado, 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 las expectativas de una política monetaria contractiva más prolongada en estas economías, debido a la publicación de cifras de inflación y datos económicos más fuertes de lo esperado en EE.UU.

En Latinoamérica, las tasas de los títulos de deuda pública también se desvalorizaron, reflejando el contexto global y la moderación del apetito por activos emergentes, debido al deterioro de los indicadores de riesgo en estas economías y a algunos desarrollos particulares en la región. A nivel local, los títulos colombianos presentaron mayores desvalorizaciones que los de sus pares, en un contexto de mayor incertidumbre sobre la solidez fiscal del país y la agenda de reformas impulsada por el Gobierno, así como por pronunciamientos sobre un potencial ajuste al marco institucional de Colombia.

En cuanto a los participantes en el mercado de deuda pública local, los inversionistas extranjeros continuaron con la tendencia compradora que mostraron en el primer trimestre de 2024, influenciados por el aumento en los rendimientos de los títulos colombianos y la depreciación del COP durante el trimestre. En lo corrido del año se ha observado una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia las autoridades monetarias, quienes tienen un comportamiento más estable en el mercado. Además, se espera que la inclusión de India, desde junio de 2024, en uno de los índices de referencia más utilizados por inversionistas extranjeros para invertir en títulos de deuda pública de economías emergentes, y del cual Colombia es parte, tenga un efecto moderado sobre los flujos de estos agentes a nivel local.

Por su parte, los FPC continuaron presentando entradas significativas en el mercado de deuda pública colombiano, aunque en un monto menor al observado el trimestre anterior. Tanto los inversionistas extranjeros como los FPC han aumentado la duración de sus portafolios mediante compras de títulos a largo plazo.

Mercado de deuda privada

El costo de fondeo a través de Certificados de Depósito a Término Fijo (CDTs) en el trimestre permaneció relativamente estable y continúa ubicándose, en promedio, en niveles inferiores a los de los últimos dos años. Sin embargo, se ha observado una leve reversión en las tasas de títulos con vencimientos de 1 a 3 años. Adicionalmente, se evidencia una acumulación significativa de vencimientos de CDTs para el tercer trimestre del año, especialmente en el mes de agosto, en títulos emitidos a plazos de entre 1 y 3 años.

Por otro lado, el fondeo mediante la colocación de títulos de deuda corporativa aumentó respecto al trimestre anterior, con una mayor participación de entidades del sector no financiero.

2.4. Mercado cambiario

En el 2T24, el USD se fortaleció frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados y emergentes, impulsado por las expectativas de una política monetaria restrictiva en EE. UU. por más tiempo del previsto. Las monedas de países emergentes presentaron un comportamiento mixto; sin embargo, la mayoría de las monedas de referencia en Latinoamérica se depreciaron durante el trimestre, debido al contexto externo, una mayor incertidumbre política y fiscal, y algunos factores idiosincráticos.

El COP se debilitó en línea con la mayoría de las monedas de la región, afectado por el fortalecimiento del dólar y factores idiosincráticos. En particular, el COP se depreció en el último mes del trimestre debido al aumento de las preocupaciones en torno a la situación fiscal del país.

En el 2T24, el BanRep compró USD 400 millones (m) como parte del programa de acumulación de reservas internacionales anunciado en diciembre de 2023. Hasta el momento, el BanRep ha acumulado reservas por un total de USD 825 m, lo cual representa el 69% de los recursos subastados en el primer semestre del año y el 55% del objetivo total del programa (USD 1.500 m). Además, como se indicó en la introducción, este reporte incluye un recuadro que proporciona detalles del programa y analiza su eficacia en mantener las reservas internacionales en niveles adecuados durante el primer semestre de 2024 (ver *Recuadro 2: Evolución del programa de acumulación de reservas*).

2.5. Mercado accionario

Durante el trimestre, los mercados accionarios presentaron comportamientos dispares. Aunque el mercado estuvo impulsado por la valorización de acciones relacionadas con la industria tecnológica y de microchips, llevando a índices como el Nasdaq y el S&P500 de Estados Unidos a máximos históricos, los datos económicos mixtos y las expectativas de menores recortes de tasas de interés llevaron a otros índices, como el Stoxx600, a retroceder.

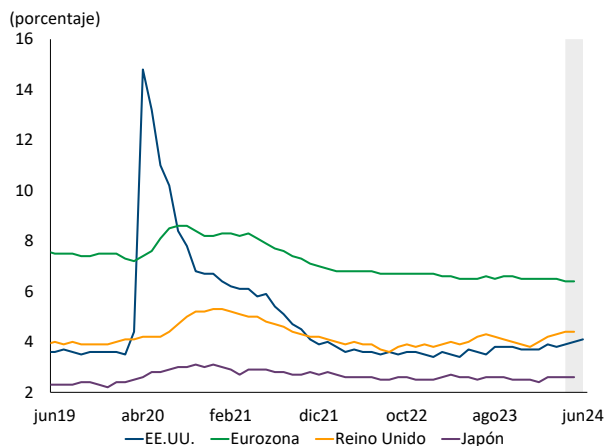
A nivel local, el índice MSCI Colcap mantuvo el buen desempeño del 1T24. Este comportamiento, contrario al observado en otros mercados de la región, estuvo respaldado por eventos corporativos como la culminación de la Oferta Pública de Adquisición (OPA) por Nutresa, la recompra de acciones de Celsia, y el buen desempeño de empresas energéticas como Terpel y las acciones del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA).

Asimismo, este informe incorpora un recuadro que proporciona una caracterización detallada de los inversionistas extranjeros en el mercado de renta variable colombiano, ofreciendo una aproximación de su participación y dinámica en este mercado (ver *Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano*).

3. Entorno internacional

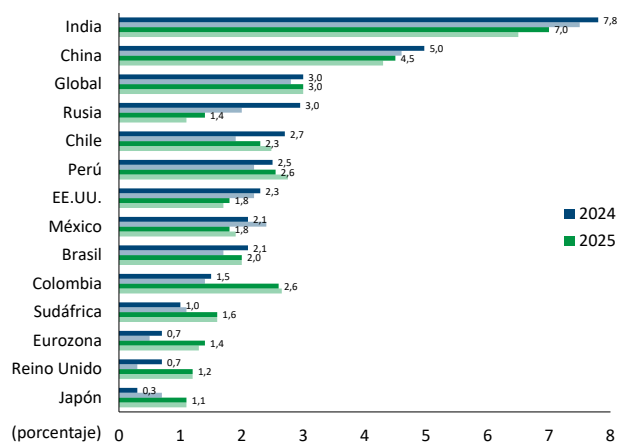
La actividad económica global continúa mostrando la resiliencia observada durante 2023 y el 1T24. A pesar de las altas tasas de inflación que han caracterizado los últimos tres años y la política monetaria contractiva adoptada por la mayoría de los bancos centrales en respuesta a estas tasas (lo cual llevó al grueso del mercado a anticipar en algún momento una posible recesión económica), la actividad económica global continúa evidenciando la resiliencia observada durante los últimos años. Lo anterior se refleja en la continuación del buen desempeño del mercado laboral, caracterizado por bajas tasas de desempleo (*Gráfico 1*), y en la publicación de cifras de PMI¹ que se ubican mayoritariamente en terreno positivo en las principales economías desarrolladas. En este contexto, los analistas mejoraron sus perspectivas de crecimiento económico a nivel global² (*Gráfico 2*). En el caso de las economías europeas, estos indicadores sugieren una recuperación con respecto a los dos últimos años. Según el *Annual Economic Report* (AER) del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) en su edición de junio de 2024, la actividad económica y el sistema financiero han demostrado ser resilientes y parecen estar dejando atrás el legado de la pandemia del Covid-19 y el choque de precios de los *commodities* producto de la guerra en Ucrania. No obstante, en el margen se ha comenzado a evidenciar cierta desaceleración de la actividad económica. Esto se refleja en el repunte de las tasas de desempleo hacia finales del trimestre y en el deterioro de la confianza de los consumidores en Estados Unidos y Japón (*Gráfico 3*).

Gráfico 1. Tasa de desempleo en economías desarrolladas



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

Gráfico 2. Expectativas de crecimiento



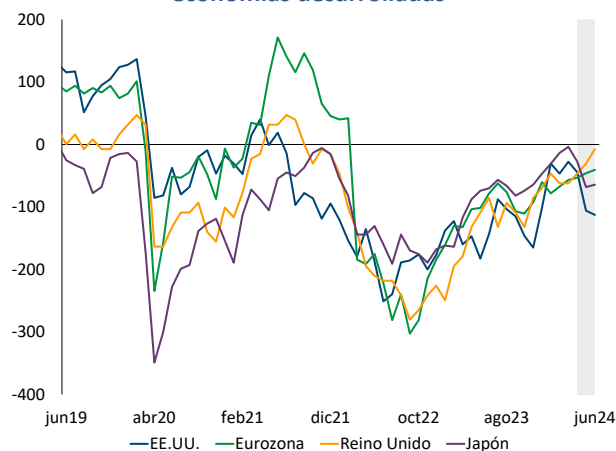
Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las barras más oscuras corresponden a las expectativas más recientes (junio) y las más claras a las expectativas de marzo de 2024.

¹ 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.

² Para 2024, India continuaría siendo la líder global con un crecimiento cercano al 8%, seguida por China, la cual si bien crecería en línea con el objetivo planteado por las autoridades de ese país (5%), continúa evidenciando una importante debilidad en los sectores manufacturero y de servicios, y una mayor contracción de la construcción.

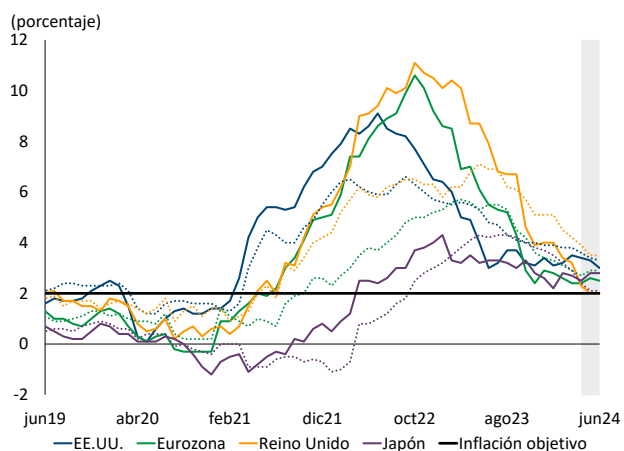
Durante el trimestre, se publicaron algunas cifras de inflación más altas de lo esperado en las principales economías desarrolladas, reflejando persistencia por encima de sus niveles objetivo. Para las principales economías desarrolladas, varias cifras de inflación, tanto total como básica³, publicadas durante el trimestre sorprendieron al alza, y evidenciaron en su mayoría una alta persistencia (explicada principalmente por el comportamiento de la inflación de servicios) en niveles superiores a la meta de 2% fijada por los bancos centrales de estas economías (*Gráfico 4*). En este sentido, la mayoría de las expectativas de inflación que se extraen del mercado⁴, tanto de corto como de largo plazo, también continuaron ubicándose por encima de sus metas de inflación (*Gráfico 5*).

Gráfico 3. Indicadores de confianza del consumidor en economías desarrolladas



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

Gráfico 4. Inflación en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. **Nota:** 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 mantuvieron una postura cautelosa, lo cual soportó las expectativas de que la política monetaria contractiva se mantenga por un tiempo más prolongado. Dado que los niveles de inflación aún persisten por encima de la meta de las autoridades monetarias, y que la demanda agregada presentó un desempeño resiliente en varias economías desarrolladas, durante el trimestre la Reserva Federal (FED), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco de Japón (BoJ) mantuvieron una postura de política monetaria contractiva. En el caso del BCE, si bien la tendencia decreciente de la inflación lo llevó a recortar sus tasas de referencia en 25 pb en junio, la persistencia que ha exhibido la misma llevó al Banco a aumentar sus proyecciones de inflación⁵ y a varios de sus funcionarios a pronunciarse a favor de pausar los recortes hasta que los próximos datos de

³ 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).

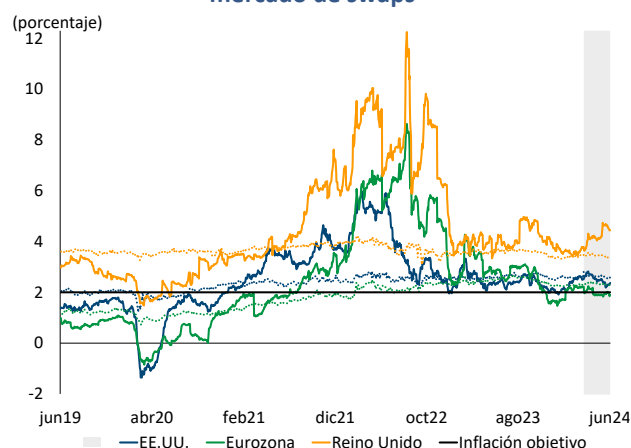
⁴ De acuerdo con el mercado de *swaps*, las expectativas de inflación a un año disminuyeron 14 pb a 2,37% en Estados Unidos, y 33 pb a 1,90% en la eurozona, mientras que en Reino Unido aumentaron 65 pb a 4,44%. A largo plazo (en 5 años a 5 años), las expectativas se mantuvieron en 2,58% en Estados Unidos y 2,30% en la eurozona, y se redujeron 7 pb a 3,39% en Reino Unido.

⁵ Frente a las proyecciones de marzo, el equipo técnico del BCE aumentó sus proyecciones de inflación promedio para 2024 de 2,3% a 2,5%, para 2025 de 2,0% a 2,2%, mientras que para 2026 la redujo de 2,0% a 1,9%. En cuanto a la inflación núcleo, el Banco también aumentó sus proyecciones para 2024 de 2,6% a 2,8%, para 2025 de 2,1% a 2,2%, mientras que para 2026 la mantuvo en 2,0%. Frente al crecimiento, el Banco aumentó su proyección para 2024 de 0,6% a 0,9%, pero la redujo para 2025 de 1,5% a 1,4%, mientras que para 2026 la mantuvo en 1,6%.

inflación retomen una trayectoria sostenible hacia el objetivo de 2%⁶. En línea con lo anterior, el AER del BIS destaca que el trabajo de los bancos centrales aún no está terminado y que el esfuerzo adicional en el control de la inflación está inmerso dentro de otros factores de riesgo para la economía, como la incertidumbre sobre la solidez fiscal y el bajo crecimiento de la productividad de varias economías.

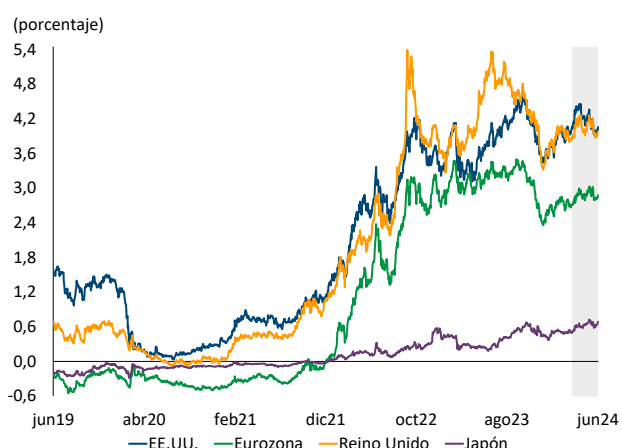
En línea con lo anterior, los mercados financieros evidenciaron expectativas de menores recortes de las tasas de política monetaria en las principales economías desarrolladas⁷ (Gráfico 6). En el caso de Estados Unidos, el mercado de futuros descontaba a inicios del trimestre cerca de tres reducciones de 25 pb cada una durante el 2024, en línea con lo que proyectaba la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) en marzo. No obstante, al cierre del trimestre el mercado había moderado su expectativa a dos recortes, por encima del único recorte que proyectó el FOMC en junio (Gráfico 7). En el caso del BCE, el mercado acertó al proyectar que el Banco también adoptaría una postura cautelosa y no volvería a recortar sus tasas en julio, pese a haber hecho un primer recorte en junio. Para el acumulado del año, el mercado de *swaps* pasó de descontar cerca de cuatro recortes (de 25 pb cada uno) a tres para el BCE, y cerca de tres recortes a dos para el BoE.

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.

Con respecto a las condiciones financieras⁸, en la mayoría de las economías desarrolladas cerraron el 2T24 en niveles similares a los observados a finales del trimestre anterior, en un contexto de alta volatilidad. Como consecuencia del cambio de las expectativas de política monetaria, las tasas de los títulos de renta fija presentaron aumentos importantes durante el

⁶ En la reunión de junio, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, afirmó que el recorte de tasas no implicaba que se estuvieran comprometiendo con una senda de tasas particular, sino que cada decisión de política monetaria futura se tomaría con base en la información disponible. Posteriormente, Lagarde mencionó que el Banco tendría que asegurarse primero que la inflación estuviera bajo control antes de volver a recortar sus tasas de nuevo. Por su parte, Isabel Schnabel, miembro de la Junta Directiva del BCE, afirmó que es probable que el proceso de desinflación podría ser algo accidentado, lo que implica que el BCE debe mantenerse flexible en cuanto a sus decisiones de tasas de interés.

⁷ De acuerdo con el mercado de OIS, el cual refleja expectativas de la TPM promedio a distintos plazos.

⁸ Las condiciones financieras pueden interpretarse como el mecanismo de transmisión por medio del cual la postura de política monetaria impacta la actividad económica. Usualmente un índice de condiciones financieras se compone del comportamiento de la moneda, los *spreads* de deuda corporativa, el desempeño del mercado accionario y las tasas de interés a distintos plazos.

trimestre (ver *Mercado de renta fija y monetario*). Lo anterior contribuyó en buena medida al apretamiento de las condiciones financieras en la mayoría de los países desarrollados a inicios del trimestre. No obstante, la posterior valorización de los mercados accionarios en estas economías⁹ (ver *Mercado accionario*) compensó los aumentos de las tasas de interés, llevando a que las condiciones cerraran el trimestre en niveles similares a los observados a inicios de este (*Gráfico 8*). De acuerdo con varios analistas¹⁰, lo anterior pudo incentivar a los funcionarios de los principales bancos centrales a continuar adoptando una postura *hawkish*¹¹ con el fin de evitar un relajamiento de las condiciones financieras en sus economías que pueda comprometer el ajuste de la inflación hacia la meta.

No obstante, se observó una moderación del apetito hacia economías emergentes. Lo anterior pudo estar relacionado con la mayor incertidumbre a nivel internacional ante los mayores conflictos comerciales y elevadas tensiones geopolíticas, la cercanía de las elecciones en varias economías desarrolladas, y las preocupaciones sobre el panorama fiscal en estas economías. Si bien indicadores de apetito por riesgo a nivel internacional, como lo son el *Vix*¹², el *Vstoxx*¹³ y el *Move*¹⁴, se mantuvieron en niveles bajos durante la mayor parte del trimestre (*Gráfico 9*), varios analistas del mercado coinciden en señalar que esto puede deberse en buena medida a factores técnicos¹⁵ y a cierta complacencia del mercado pese a la existencia de varios riesgos a nivel global. Dentro de estos riesgos se destaca la intensificación de los conflictos comerciales luego que los gobiernos de Estados Unidos y varios países europeos optaran por imponer mayores aranceles a varios productos provenientes de China. A lo anterior se suma la incertidumbre electoral en Estados Unidos y en Europa¹⁶, y las elevadas tensiones geopolíticas en Ucrania, Medio Oriente y Taiwán. Por último, se destacan las continuas preocupaciones en el frente fiscal en Estados Unidos y varias economías europeas¹⁷. En este contexto, los inversionistas moderaron el apetito hacia economías emergentes que se había venido observando desde el 4T23, lo cual también se vio reflejado en el aumento de los indicadores de percepción de riesgo en economías emergentes (ver *Percepción de riesgo a nivel local*).

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

¹⁰ Por ejemplo, un análisis del FMI señala que el relajamiento de las condiciones financieras contrarresta el impacto de la política monetaria contractiva adoptada por los bancos centrales recientemente, lo cual a su vez genera una disyuntiva para las autoridades monetarias (ver [Looser Financial Conditions Pose Conundrum for Central Banks](#)).

¹¹ 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.

¹² El *Vix* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil S&P 500.

¹³ El *Vstoxx* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil Euro Stoxx 50.

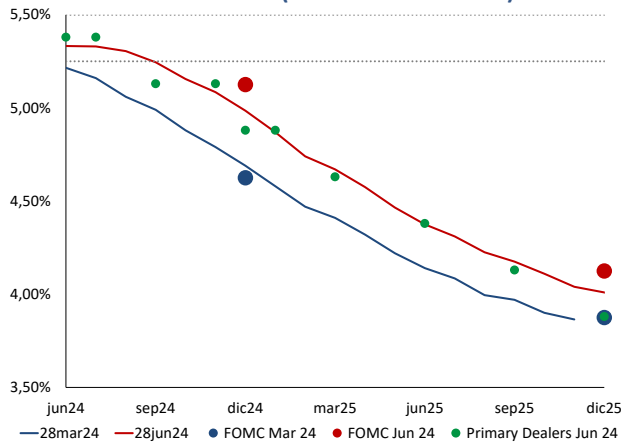
¹⁴ El *Move* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre los Tesoros de Estados Unidos.

¹⁵ Dentro de estos se destacan: *i*) la sobreoferta de derivados sobre acciones (por ejemplo, como parte de las estrategias *covered-call*, las cuales han venido ganando popularidad durante los últimos años) presionan a la baja sus precios y por ende su volatilidad implícita; y *ii*) la baja correlación entre las acciones que hacen parte de estos índices bursátiles, lo que implica que los movimientos de algunas acciones sean compensados por movimientos en sentido contrario de otras, disminuyendo la volatilidad agregada de los índices.

¹⁶ Ante la posibilidad de que Donald Trump asuma nuevamente la presidencia de Estados Unidos, podrían imponerse mayores cargas arancelarias no solo sobre China, sino a nivel global, tal como se evidenció durante su anterior mandato. Adicionalmente, la incertidumbre electoral también se evidenció en Europa con el llamado a elecciones generales en Reino Unido, y los resultados de las elecciones del Parlamento Europeo, las cuales llevaron al presidente Macron a convocar elecciones anticipadas en Francia.

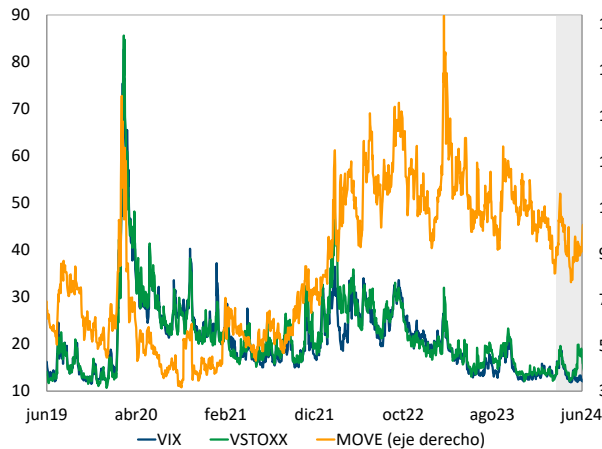
¹⁷ Al tiempo que los niveles de deuda como proporción del PIB se ubican en niveles históricamente altos en varias de estas economías, los altos déficits fiscales apuntan a que la trayectoria de la deuda pública posiblemente continúe en ascenso durante los próximos años.

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



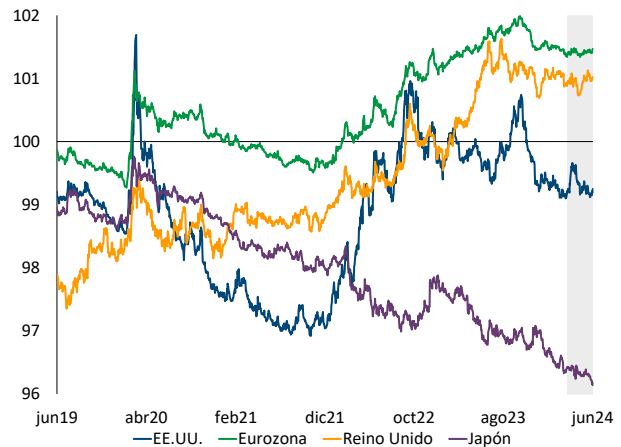
Fuente: Bloomberg, FED. **Nota:** Las líneas punteadas indican el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales, vigente al 28 de junio. Las líneas sólidas corresponden a las expectativas provenientes del mercado de futuros, los puntos azules y rojos corresponden a la mediana de las proyecciones 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 9. Indicadores de percepción de riesgo



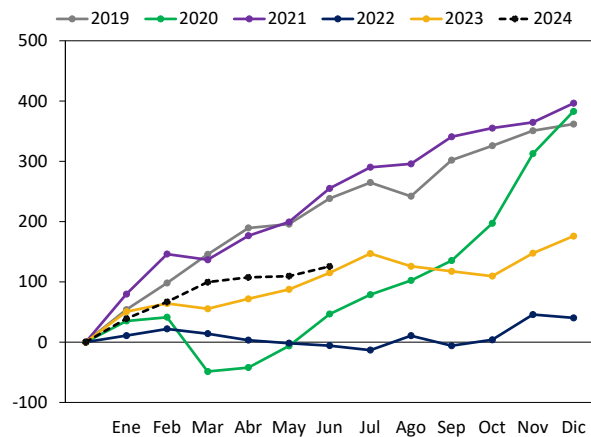
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8. Índices de condiciones financieras



Fuente: Goldman Sachs. **Nota:** Un aumento (reducción) del índice indica un apretamiento (relajamiento) de las condiciones financieras. El valor de 100 indica el nivel de largo plazo.

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



Fuente: IIF.

En este contexto, se observó una moderación de las entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el IIF, en el 2T24 se observaron entradas netas de USD 26 miles de millones (mm)¹⁸, inferiores a las entradas observadas durante el trimestre anterior (USD 100 mm). Esta moderación pudo estar explicada por salidas de China¹⁹, principalmente en el mes de abril. Por su parte, Latinoamérica tuvo entradas netas por un total de USD 3,3 mm (Gráfico 10).

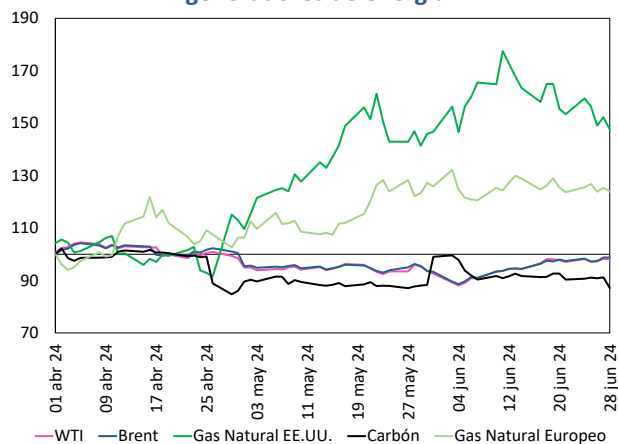
Por otra parte, durante el trimestre los precios del petróleo experimentaron reducciones tras el anuncio de la OPEP+ de relajar su programa de recortes voluntarios a lo largo del 2024, lo cual

¹⁸ De las cuales USD 35mm corresponden a entradas al mercado de renta fija y USD 9 mm a salidas del mercado de renta variable.

¹⁹ Durante el 2T24, se presentaron salidas de portafolio de China por USD -13 mm.

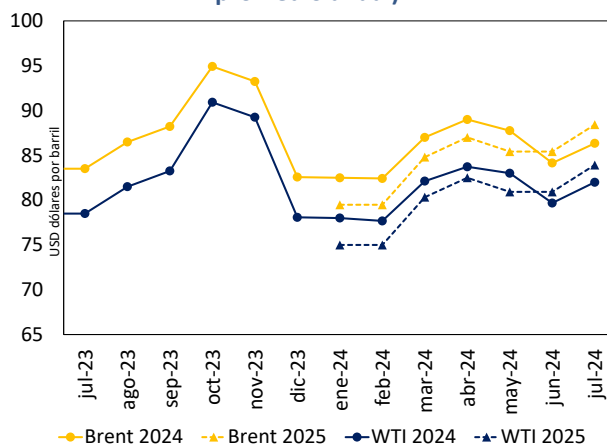
se sumó a un incremento en la producción por parte de EE. UU. durante junio²⁰. Aunque las presiones de oferta registradas desde el 2023 ante los recortes en la producción diaria por parte de la OPEP+ se mantienen, sumadas a las posibles afectaciones en las cadenas de suministro por el conflicto en Medio Oriente, el anuncio de la OPEP+ el 2 de junio²¹ relajó las presiones alcistas sobre los precios, llevando inclusive a ambas referencias a precios por debajo de los USD 80 dólares por barril (d/b, *Gráfico 11*). Sin embargo, estos corrigieron al alza, posteriormente, con la reevaluación del anuncio por parte del mercado, teniendo en cuenta el nivel de inventarios actual y la incertidumbre frente al cumplimiento de lo anunciado por la organización.

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



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 28 mar 2024.

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



Fuente: Short-Term Energy Outlook (STEO) de la AIE. Nota: A partir de enero de 2024 la AIE incorporó pronósticos para 2025. Los últimos valores corresponden al STEO de julio de 2024.

En el *Short-Term Energy Outlook*, publicado en el mes de julio del 2024, la *U.S. Energy Information Administration* pronostica que los precios para 2024 de las referencias Brent y WTI promediarán los USD 86 d/b y 82 d/b, respectivamente (*Gráfico 12*). La agencia espera que para 2024 la producción diaria se reduzca en línea con los recortes por parte de la OPEP+, causando mayores presiones sobre los inventarios, y llevando a que los precios en 2025 promedien los USD 86 d/b.

En contraste, otras materias primas generadoras de energía, como las referencias europea y estadounidense del GNL, presentaron fuertes valorizaciones, mientras que el carbón se desvalorizó ante una menor demanda. Aunque los precios del GNL habían caído durante el 1T24 debido a la estabilización de los mercados energéticos y una menor demanda estacional, en el 2T24 los precios mostraron un fuerte incremento impulsado por un verano más cálido de lo esperado y una mayor demanda. Además, los mantenimientos en la plataforma continental noruega de GNL favorecieron a la volatilidad de los precios al reducir temporalmente la capacidad de producción.

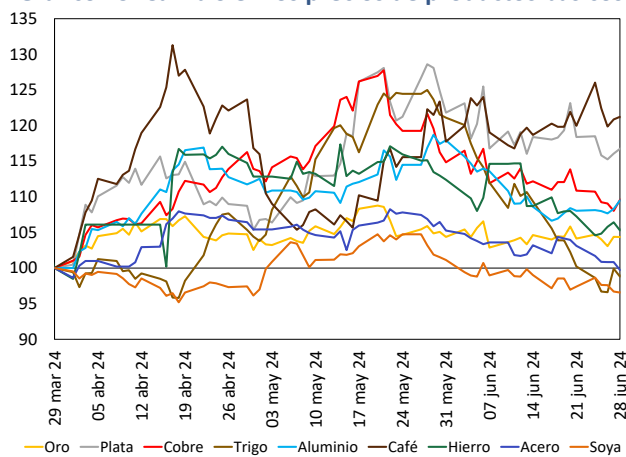
²⁰ Las referencias WTI y Brent presentaron caídas de 2,0% y 1,2%, respectivamente.

²¹ Los recortes voluntarios de 2.2 millones de barriles por día se eliminarán gradualmente de forma mensual hasta finales de septiembre de 2025 para apoyar la estabilidad del mercado.

Los metales preciosos e industriales experimentaron valorizaciones²². El oro y la plata alcanzaron máximos históricos impulsados por una mayor demanda de activos refugio ante los riesgos geopolíticos. Simultáneamente, los metales industriales presentaron valorizaciones debido a una mayor demanda desde el sector inmobiliario chino. Particularmente, el cobre alcanzó máximos históricos ante el impulso de la energía renovable²³ y el bajo nivel de inventarios del mineral a nivel mundial (*Gráfico 13*).

Los *commodities* agrícolas, como el trigo y la soya, presentaron desvalorizaciones durante el trimestre, mientras que el café se valorizó. Los precios del trigo y la soya han mantenido la tendencia del trimestre anterior debido a la mayor oferta global, mientras que el café presentó un incremento significativo durante el trimestre explicado por menor producción en Vietnam (*Gráfico 13*). Además, según la FAO²⁴ los precios de los alimentos a nivel mundial presentaron un aumento de 1,36% entre el primer y segundo trimestre de 2024.

Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 28 mar 2024.

4. Percepción de riesgo a nivel local

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel local aumentaron, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Dentro de estos indicadores, se destacan los *Credit*

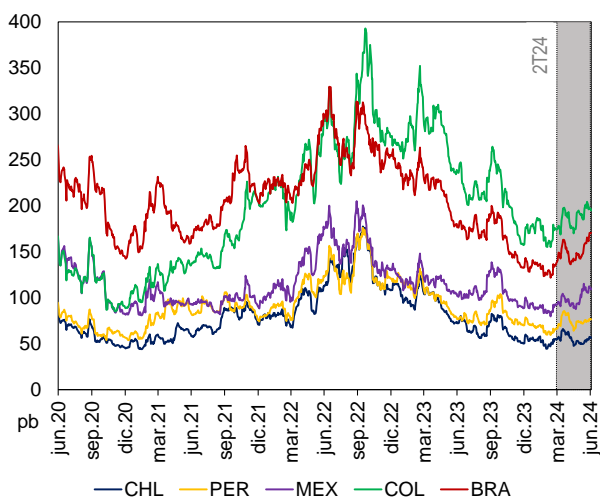
²² El oro cerró el trimestre con valorizaciones de 4,3%, mientras que la plata se valorizó 16,7%. Adicionalmente, el oro alcanzó máximos históricos de 2.425 USD por onza troy y la plata alcanzó máximos de 11 años llegando a 31,9 USD por onza. Por su parte, algunos metales industriales como el hierro, el cobre y el aluminio se valorizaron 5,3%, 9,6% y 9,5%, respectivamente; el acero se desvalorizó 0,3%.

²³ El cobre desempeña un papel crucial en la transición hacia las energías renovables. Este metal es un componente esencial en una amplia gama de dispositivos y sistemas de energía verde, incluyendo paneles solares, turbinas eólicas y vehículos eléctricos. La creciente dependencia de estas tecnologías ha impulsado la demanda global de cobre.

²⁴ [FAO Food Price Index](#)

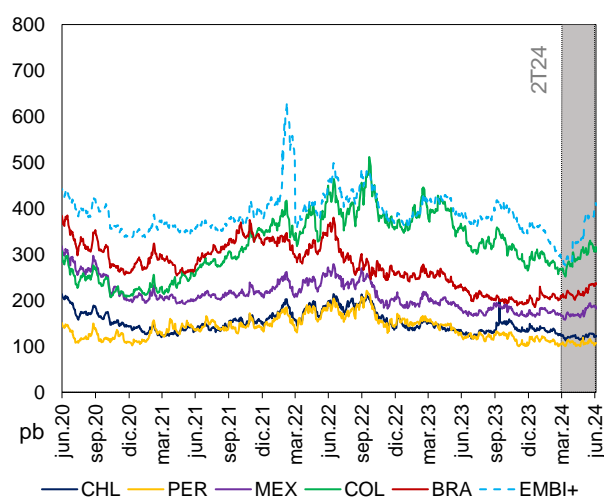
Default Swaps²⁵ (CDS, Gráfico 14) y los Emerging Market Bond Indexes²⁶ (EMBI, (Gráfico 15), los cuales aumentaron en la mayoría de economías emergentes durante el trimestre, en línea con la moderación del apetito hacia estas economías ante la mayor incertidumbre a nivel global (ver Entorno internacional).

Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15. EMBI+ en Latinoamérica



Fuente: J.P. Morgan.

No obstante, varios analistas coinciden en que algunos factores locales también pudieron incidir en este comportamiento. En particular, señalan la incertidumbre en el frente fiscal ante: *i*) los pronunciamientos del Gobierno a favor de flexibilizar la regla fiscal; *ii*) el mensaje del presidente sobre una posible cesación de pagos de la deuda en caso de que el Congreso no aprobara la ampliación del cupo de endeudamiento; *iii*) el bajo nivel del recaudo tributario durante lo corrido del año; y *iv*) los anuncios por parte del Gobierno a favor de una posible renegociación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Posteriormente los mercados reaccionaron de manera positiva ante los pronunciamientos del ministro de Hacienda a favor de limitar el gasto, los cuales se vieron posteriormente plasmados en la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)²⁷, así como tras la aprobación del aumento del límite de endeudamiento en moneda extranjera en el Congreso²⁸. Por otro lado, los analistas también señalaron como fuente de

²⁵ 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 33 pb en Brasil, 23 pb en Colombia, 19 pb en México y Chile, 11 pb en Perú y 3 pb en Chile, mientras que para una muestra de economías emergentes aumentó 6 pb.

²⁶ Los EMBI son indicadores estimados por JP Morgan, los cuales corresponden a 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. Este indicador se puede entender como el costo de fondeo relativo de la deuda de cada país que, según el FMI, se puede caracterizar en: *i*) moderadamente estresado (mayor o igual a 300 pb); *ii*) estresado (mayor o igual a 700 pb); y *iii*) muy estresado (mayor o igual a 1.000 pb). A diferencia del EMBI+, que incorpora solamente títulos soberanos, el EMBIG también incorpora títulos cuasi soberanos (por ejemplo, los bonos emitidos por Pemex). Durante el trimestre, el EMBI+ (EMBIG) aumentó 37 pb (13 pb) en Colombia, 21 pb (19 pb) en Brasil y 18 pb (5 pb) en México, y disminuyó 7 pb (corresponde al EMBIG) en Chile y 4 pb (+2 pb) en Perú, mientras que para una muestra de economías emergentes aumentó 109 pb (49 pb).

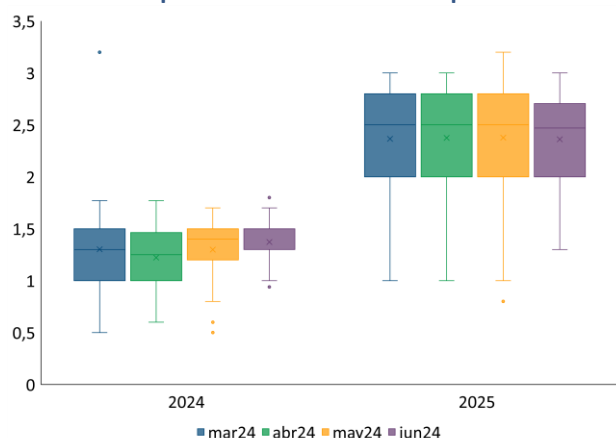
²⁷ [Marco Fiscal de Mediano Plazo 2024, Estrategia fiscal para la reactivación económica sostenible.](#)

²⁸ El 20 de junio el Congreso aprobó el [Proyecto de Ley 405/24C-284/24S](#) por medio de la cual aumentó el cupo de endeudamiento en moneda extranjera en USD 17,6 mm.

incertidumbre local la agenda de reformas del Gobierno, y la búsqueda de una Asamblea Constituyente.

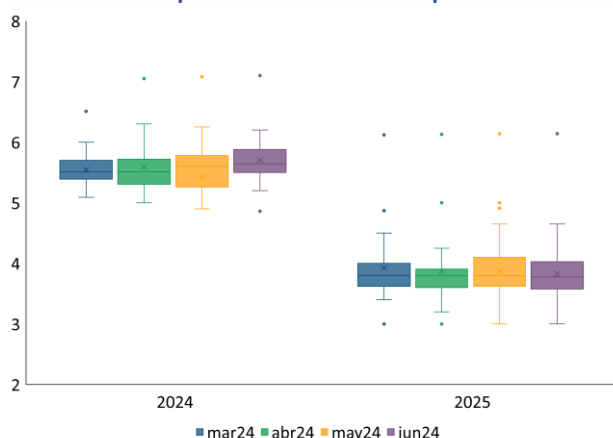
Las expectativas de crecimiento se mantienen en niveles bajos para 2024, pero indican una mejora proyectada para 2025, acercándose a su potencial. En cuanto a la inflación, los analistas descuentan que esta retorne al rango de tolerancia del BanRep en 2025. De acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera²⁹ (EOF), durante el trimestre se mantuvo la expectativa de crecimiento para 2024 en 1,3%, y para 2025 en 2,5%. Si bien la expectativa de crecimiento para el presente año se mantiene en niveles históricamente bajos, la expectativa para el próximo año refleja una aceleración del crecimiento económico proyectado por el mercado, el cual se acerca al potencial de la economía colombiana (*Gráfico 16*). En cuanto a las expectativas de inflación, la misma encuesta mostró un leve aumento para fin de 2024 de 5,5% a 5,6%, mientras que para finales de 2025 se mantuvieron en 3,8%, dentro del rango de tolerancia alrededor de la meta del BanRep (*Gráfico 17*).

Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia



Fuente: EOF.

Gráfico 17. Expectativas de inflación para Colombia



Fuente: EOF.

Por su parte, los indicadores de confianza empresarial y del consumidor se deterioraron durante el trimestre. De acuerdo con los indicadores de confianza de Fedesarrollo³⁰, la confianza del consumidor³¹ se adentró en terreno negativo durante el trimestre, ante unos balances igualmente negativos tanto de las expectativas como de la percepción de las condiciones económicas. Asimismo, la confianza industrial³² se adentró en terreno negativo, mientras que la comercial³³ se mantuvo en niveles bajos frente a la historia reciente. El comportamiento de la confianza industrial se dio como consecuencia de la reducción tanto del volumen de pedidos como de las expectativas de producción para el próximo trimestre. Por su parte, el desempeño de la confianza comercial

²⁹ Encuesta realizada mensualmente por Fedesarrollo y la BVC.

³⁰ 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.

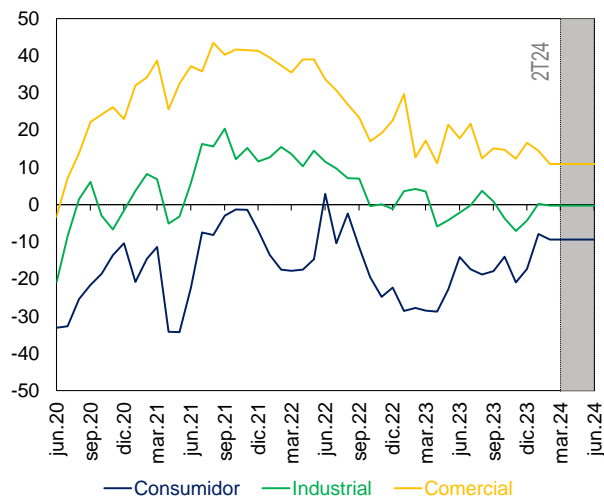
³¹ El indicador de confianza del consumidor se divide en dos subíndices: índice de expectativas del consumidor, el cual indaga por las expectativas a doce meses; y el índice de condiciones económicas, el cual pregunta por la percepción de la situación actual del consumidor.

³² El indicador de confianza industrial se divide en tres componentes: nivel de existencias, volumen actual de pedidos y expectativas de producción para el próximo trimestre.

³³ El indicador de confianza comercial se divide en tres componentes: percepción de situación económica actual de la empresa o negocio, nivel de existencias y expectativas de la situación económica para el próximo semestre.

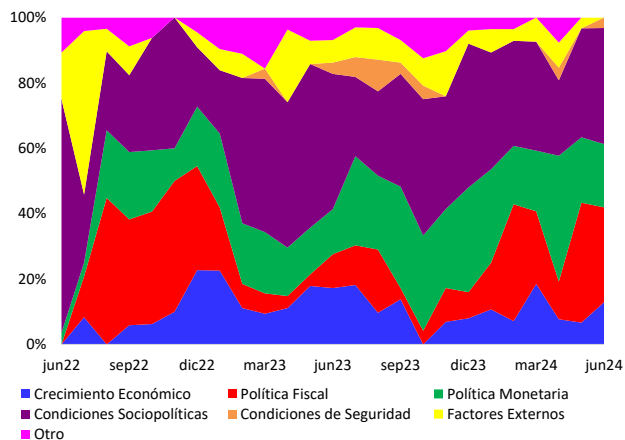
estuvo asociado con el deterioro tanto de la percepción de la situación actual como de las expectativas para el próximo semestre, lo cual fue compensado por la reducción del nivel de existencias (*Gráfico 18*).

Gráfico 18. Indicadores de confianza para Colombia



Fuente: Fedesarrollo.

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



Fuente: EOF.

En este contexto, varios analistas consideran que el desempeño de la percepción de riesgo local durante el resto del año, y por consiguiente de los activos locales, dependerá en gran medida de la recuperación económica y de la evolución futura de los déficits fiscal y de cuenta corriente. Lo anterior se enmarca en el ajuste macroeconómico que se viene dando desde 2023 en el frente inflacionario, en los déficits fiscal y externo, y que también se refleja en la moderación de los niveles de consumo hacia un nivel más sostenible. Por un lado, el déficit de cuenta corriente presentó una corrección importante durante 2023 al pasar de 6,2% del PIB en 2022 a 2,5% en 2023. Por su parte, el déficit fiscal se redujo de 5,3% del PIB a 4,3% durante el mismo periodo. No obstante, el MFMP anticipa una ampliación de ambos déficits a 2,6% y 5,6% en 2024, respectivamente. Lo anterior es consistente con la mayor incertidumbre en el frente fiscal, la cual se vio reflejada en los resultados de la EOF de mayo y junio, donde la situación fiscal ocupó el primer y segundo lugar (superada por las condiciones sociopolíticas), respectivamente, como el factor más relevante para tomar decisiones de inversión³⁴ (*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 en lo que resta del 2024.

³⁴ En la encuesta de mayo, el 36,7% de los agentes encuestados mencionó la situación fiscal como el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversiones, seguido de cerca por las condiciones fiscales con el 33,3%, mientras que la política monetaria ocupó el tercer lugar con el 20,0%. En junio, el 35,5% destacó las condiciones sociopolíticas, seguido por la política fiscal con el 29,0% y la política monetaria con el 19,4%.

5. Mercado de renta fija y monetario

5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

La tendencia de reducción de la inflación observada en meses previos disminuyó y en algunos países de la región se observaron aumentos de estas métricas (*Gráfico 20 y Tabla 2*)³⁵. Particularmente, en México, Brasil y Chile se observó un aumento de la inflación, ubicando estas medidas por encima de la meta de sus bancos centrales. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por un repunte en los precios de los alimentos en estas economías, en línea con el comportamiento de los precios de los alimentos a nivel global. Por otra parte, el menor ritmo de ajuste en la inflación también puede estar explicado por leves reducciones en la inflación de servicios³⁶. Por su parte, en Colombia la inflación continuó con su tendencia a la baja, pero el aumento de la inflación de alimentos y el alto nivel de la inflación de servicios contuvo el ritmo de reducciones³⁷.

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Mar 2024	Jun 2024	Meta
COL	7,36%	7,18%	3,00%
BRA	3,93%	4,23%	3,00%
CHL	3,70%	4,19%	3,00%
MEX	4,42%	4,98%	3,00%
PER	3,05%	2,29%	2,00%

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

Lo anterior, junto a los repuntes en las expectativas de inflación, algunos buenos resultados en términos de actividad económica y las expectativas de menores recortes de la TPM en economías desarrolladas, pudo incidir en la moderación en el ritmo de recortes de las tasas de referencia en la mayoría de los países de la región. Durante el trimestre, las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros en Brasil, México y Chile cambiaron su tendencia y registraron aumentos³⁸ (*Gráfico 21*). Además, la publicación de algunas cifras de actividad

³⁵ Durante el 2T24 se observó un aumento de la inflación de 49 pb, 56 pb y 30 pb en Chile, México y Brasil. Mientras que en Colombia cayó 18 pb, pero lo hizo a un menor ritmo al observado en el trimestre pasado (192 pb). Por su parte, la inflación en Perú cayó 76 pb, aunque presentó un aumento de 30pb en el mes de junio.

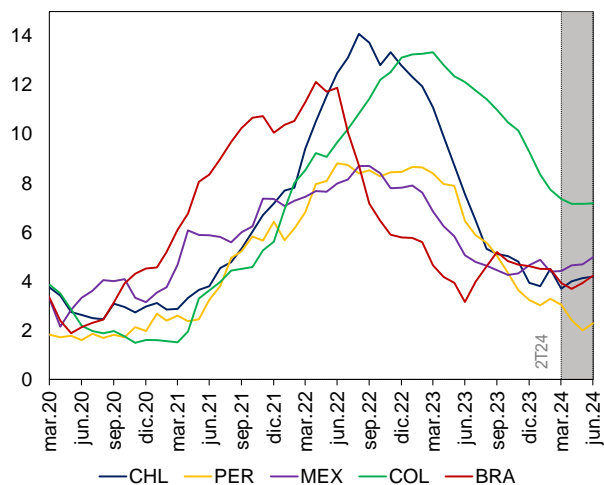
³⁶ En la actualización de perspectivas de la economía mundial de julio de 2024, el FMI indica que la inflación de los servicios en niveles elevados implica un reto para el proceso desinflación y de normalización de la política monetaria. Como resultado, aumenta el riesgo de una mayor inflación y se perfila un panorama de tasas de interés más altas durante más tiempo en medio de crecientes tensiones comerciales e incertidumbre al alza respecto de las políticas.

³⁷ La inflación de alimentos y servicios se ubicaron al finalizar el 2T24 en 4,72% (trimestre ant. 3,11%) y 4,47% (trimestre ant. 5,09%) para Brasil, en 6,25% (trimestre ant. 4,98%) y 5,15% (trimestre ant. 5,37%) para México, en 6,58% (ant. 3,61%) y 4,98% (ant. 4,87%) para Chile, en 5,27% (trimestre ant. 1,73%) y 7,89% (trimestre ant. 8,29%) para Colombia, y en -1,23% (trimestre ant. 1,32%) y 2,10% (trimestre ant. 2,87%) para Perú.

³⁸ Las expectativas de inflación a un año se ubicaron al finalizar el 2T24 en 5,07% (trimestre ant. 4,37%), 4,20% (trimestre ant. 3,98%) y 3,30% (trimestre ant. 3,11%) para Brasil, México y Chile, respectivamente. Las expectativas de la encuesta mensual del Banco de la Reserva del Perú se mantuvieron ligeramente estables en 2,53% (trimestre ant. 2,56%).

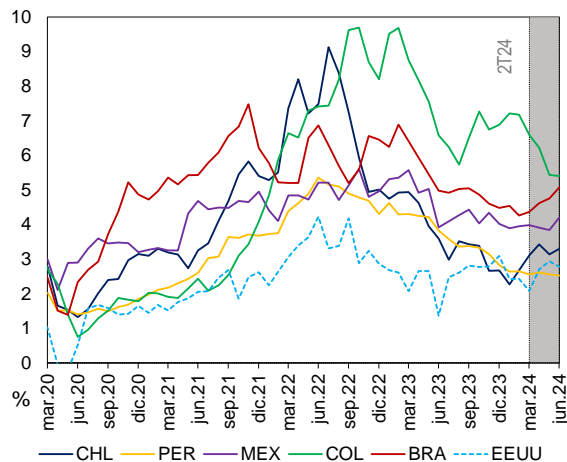
económica que sorprendieron al alza al mercado³⁹, junto con las expectativas de menores recortes de la TPM en los países desarrollados, contribuyó a que el ritmo de reducciones de la TPM disminuyera en los países de la región⁴⁰.

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

A nivel local, los mercados financieros continúan anticipando niveles de inflación más cercanos a la meta de inflación. En particular, las medidas del *Forward Break Even Inflation (FBEI)*⁴¹, ajustadas por primas, indican que la inflación retornaría al rango de tolerancia del BanRep en el horizonte de política (24 meses) durante los primeros meses de 2026 (*Gráfico 22 y Gráfico 23*). Durante el trimestre, la expectativa de inflación a un año que se extrae del mercado de deuda pública⁴², y que se ajusta por primas por riesgo inflacionario⁴³, disminuyó y se ubicó en 4,43% (ant: 5,00% pb). Esta reducción (57 pb) fue menor a la caída registrada el trimestre anterior (91 pb).

³⁹ En Brasil, el PIB del 1T24 creció 2,5% a/a (esp: 2,3%; ant: 2,1%) y la actividad económica de abril creció 4,01% (esp: 3,90%; mes ant: -1,72%). En México, en abril la producción industrial (obs: 5,1% a/a; esp: 4,2%; mes ant: -3,0%), ventas al por menor de abril (obs: 3,2%; esp: 1,0%; mes ant: -1,7%) y el indicador IGAE de actividad económica de abril (obs: 5,42%; esp: 3,53%; ant: -1,29%) sorprendieron de manera positiva al mercado. Por su parte, la inflación en Chile volvió a retomar una tendencia positiva en mayo (obs: 4,1% a/a; esp: 4,1%; mes ant: 4,0%).

⁴⁰ El BCB recortó durante el 2T24 la TPM 25 pb (trimestre ant: 100pb) llevando su tasa a 10,50%. El Banxico mantuvo inalterada la TPM durante el trimestre en 11,00%, mientras que en el 1T24 la recortó en 25 pb. El Banco de la Reserva del Perú recortó la TPM en 50 pb durante el 2T24, igual que el trimestre anterior, y la ubicó en 5,75%. Por su parte el BCCh la recortó en 75 pb durante el 2T24, inferior a lo registrado en el 1T24 (175 pb).

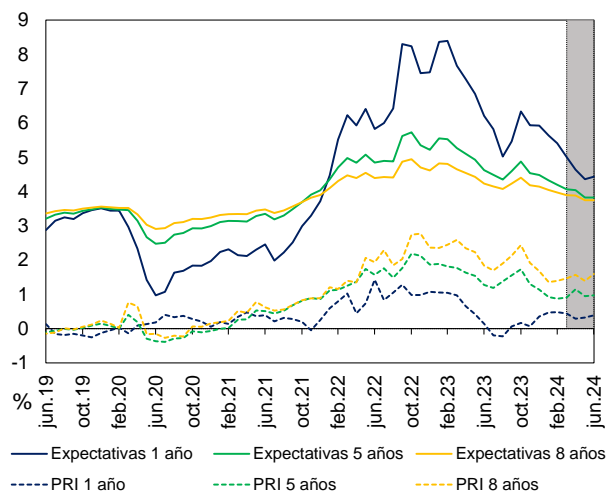
⁴¹ El *Break Even Inflation (BEI)* es una medida que se calcula como la diferencia entre las tasas de los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación. De esta manera, este indicador se puede utilizar para aproximar las expectativas de inflación de los mercados financieros a diferentes plazos. Por otra parte, esta medida indica el promedio de la inflación en un plazo determinado, por ejemplo, el BEI de 2 años señala el promedio de las expectativas a 1 y 2 años. En ocasiones resulta útil conocer las expectativas puntuales en cada uno de los años, para lo cual se calcula el FBEI, medida que permite calcular, por ejemplo, las expectativas anuales en un año a dos años.

⁴² Según la Encuesta mensual de expectativas del BanRep (EME), entre el primer y segundo trimestre las expectativas de inflación a un año disminuyeron desde el 4,70% al 4,37%, y para diciembre de este año aumentaron desde el 5,60% al 5,72%.

⁴³ 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.

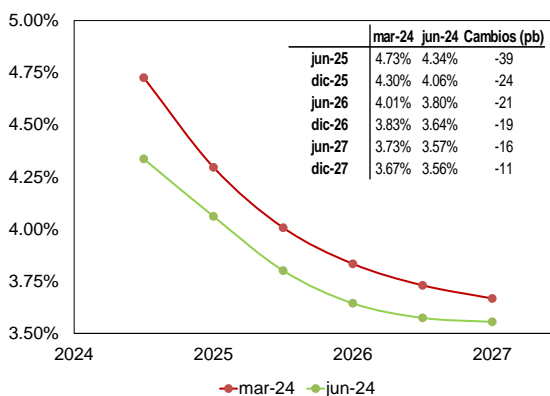
Los riesgos al alza de la inflación persisten ante las perspectivas del impacto del ajuste de los precios del ACPM, la rigidez a la baja de la inflación en algunos servicios (incluidos los arrendamientos y las tarifas de energía) y el potencial impacto sobre los precios de los bienes importados debido a la depreciación del COP, explicada en buena medida por la fortaleza del dólar a nivel internacional (ver *Mercado cambiario colombiano*). Además de los factores mencionados, algunos analistas del mercado señalaron que un potencial fenómeno de *La Niña* hacia finales de 2024 podría generar presiones al alza en los precios de alimentos, aunque este riesgo ha disminuido ante las expectativas de que este fenómeno climático sea leve. En línea con los riesgos al alza de la inflación, las primas por riesgo inflacionario implícitas en los mercados financieros continuaron en niveles elevados.

Gráfico 22. Descomposición BEI a 1, 5 y 8 años en expectativas de inflación y prima por riesgo inflacionario (PRI)



Fuente: BanRep. **Nota:** 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".

Gráfico 23. FBEL a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa a distintos plazos



Fuente: Precia, SEN y Master Trader. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** La estimación se basa en las expectativas de inflación provenientes de la descomposición del BEI, la cual se estima con información promedio de cada mes proveniente de Precia.

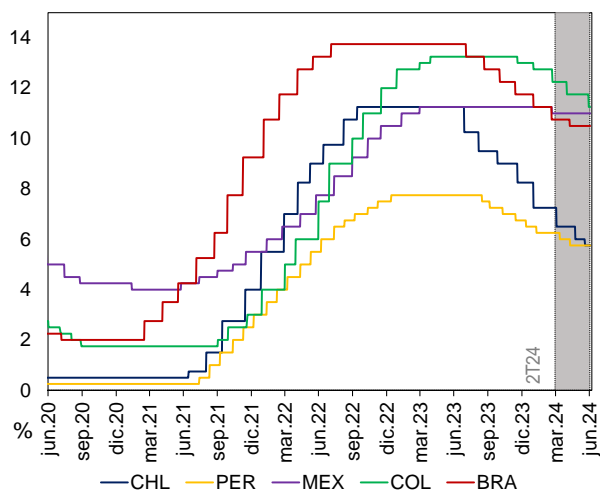
En línea con la tendencia decreciente de la inflación y sus expectativas, la JDBR decidió recortar la TPM en 100 pb y la ubicó en 11,25% durante el 2T24 (*Gráfico 24*). En las reuniones de abril y junio de 2024, la JDBR tomó la decisión de reducir en cada una de las reuniones 50 pb la tasa de intervención. En ambas reuniones, cinco directores votaron a favor de esta decisión y dos miembros sugirieron recortes mayores. Las decisiones de la JDBR se han interpretado como cautelosas por parte del mercado y se alinean 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, otros aspectos importantes considerados por la JDBR para sus decisiones fueron⁴⁴: i) el crecimiento del PIB de 0,9% en el 1T24 que superó las estimaciones del equipo técnico del Banco (0,3%); ii) el comportamiento positivo del Indicador

⁴⁴ Según las minutas de las juntas directivas de abril y junio. Ver <https://www.Banrep.gov.co/es/noticias/minutas-Banrep-abril-2024> y <https://www.Banrep.gov.co/es/noticias/minutas-Banrep-junio-2024>.

de Seguimiento a la Economía Colombiana (ISE) durante los primeros meses del año⁴⁵, que incidió en una revisión de la proyección de crecimiento económico del equipo técnico del Banco para 2024 a 1,4% (ant. 1,1%); y *iii*) las condiciones financieras externas menos favorables.

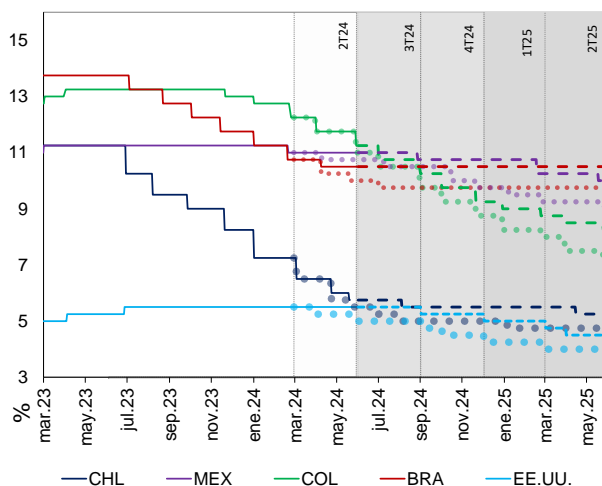
Además, los mercados financieros continúan descontando recortes de la TPM para Colombia. No obstante, el ritmo de recortes disminuyó frente a lo que se descontaba durante el 1T24. Las tasas del mercado *Overnight Index Swaps* (OIS) descuentan menores reducciones de la TPM frente a las expectativas observadas al final del 1T24 (*Gráfico 25*). Esta dinámica estuvo 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 en el mercado local. Por otro lado, las expectativas de menores recortes de la TPM en Colombia estuvieron en línea con los menores recortes esperados en otros países de la región⁴⁶.

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 27 de marzo y 28 de junio de 2024. Nota: los puntos representan las expectativas del trimestre anterior, mientras que los guiones son las expectativas del trimestre actual.

5.2. Mercado monetario colombiano

Durante 2T24, el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando así que el IBR O/N se desviara de manera significativa y persistente de la TPM (ver *Situación reciente de liquidez y el rol del Banco de la República y Recuadro 1: Análisis de la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de liquidez del sistema financiero*). Durante el trimestre, la tasa IBR O/N se ubicó 0,5 pb debajo de la TPM en promedio diario (*Gráfico 26*). Dentro de las medidas adoptadas por el BanRep para contribuir a que esta diferencia fuera baja, se

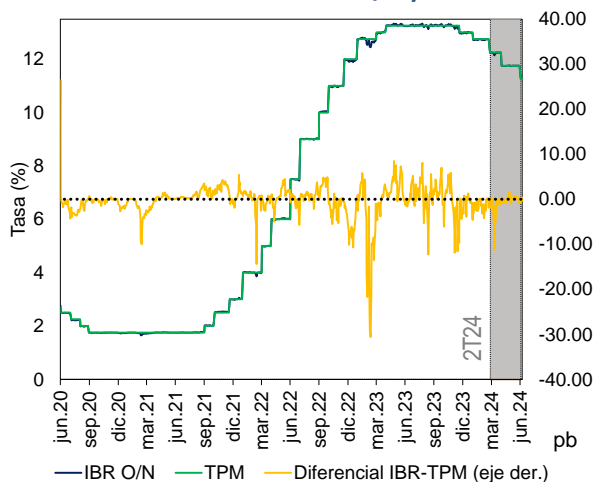
⁴⁵ El crecimiento anual del indicador desestacionalizado de abril fue de 1,7% .

⁴⁶ Los mercados financieros descuentan una TPM en diciembre de 2024 de 9,25% (ant. 8,75%), 10,50% (ant. 9,75%), 5,50% (ant. 5,00%) y 10,75% (ant. 9,75%) en Colombia, Brasil, Chile y México, respectivamente.

encuentran las ventas de TES B por valor de COP 6.166,6 mm (valor a precios de mercado)⁴⁷. Las ventas de TES fueron acompañadas por instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez.

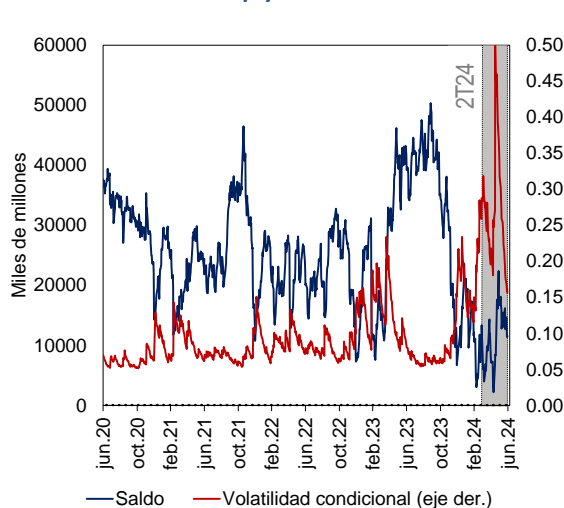
En el periodo, los depósitos de la DGCPN en el BanRep se mantuvieron en niveles bajos y exhibieron una alta volatilidad (Gráfico 27). Se mantuvo la alta volatilidad de los depósitos de la DGCPN observados desde el 1T24. Además, los depósitos alcanzaron un mínimo no observado en más de 10 años. Los menores niveles de los depósitos de la DGCPN en el BanRep están asociados principalmente a gastos de funcionamiento y de inversión.

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



Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 27. Depósitos remunerados de la DGCPN en el BanRep y su volatilidad



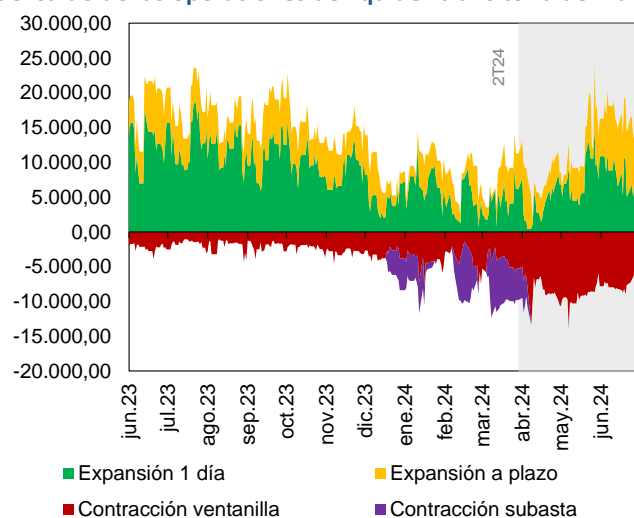
Fuente: BanRep. **Nota:** La volatilidad condicional se calcula con modelo GARCH(1,1) que incluye la modelación de la media con un modelo ARMA de orden AR = 5 y MA = 3 sobre la variación porcentual de los saldos diarios de la DGCPN en el BanRep.

Al igual que en el 1T24, se observó una demanda importante por instrumentos de contracción monetaria del BanRep junto con una demanda de operaciones de expansión transitoria (Gráfico 28). Los operadores señalaron que este hecho puede estar relacionado con la presencia de excedentes de liquidez en entidades que no tienen acceso directo al Sistema Electrónico de Negociación (SEN⁴⁸) y al mercado de simultáneas, además de que manifiestan que colocar sus excedentes de liquidez en el BanRep les resulta atractivo en términos de su rendimiento y operatividad.

⁴⁷ El BanRep acumuló ventas entre enero y mayo de 2024 por valor de COP 16.499,2 mm. Al final del 2T24 el BanRep poseía el 4,4% (trimestre ant. 6%) de la emisión de TES en pesos y UVR del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia (MHCP). En el mes de junio el BanRep no realizó ventas de TES.

⁴⁸ El SEN es una infraestructura tecnológica administrada por el BanRep 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, simultáneas y repos 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 MHCP.

Gráfico 28. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (miles de millones)



Fuente: BanRep.

5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

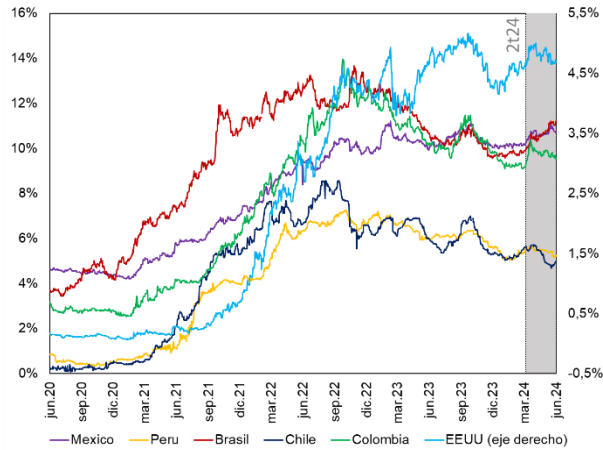
Durante el 2T24, los títulos de deuda pública de países desarrollados se desvalorizaron en línea con las expectativas de que las tasas de política monetaria permanezcan elevadas por más tiempo en estas economías. Este comportamiento se dio tras la publicación de cifras de inflación y datos económicos más fuertes de lo esperado en EE.UU. (ver *Entorno Internacional*). En ese contexto, las curvas de estos países se empinaron ante mayores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo, en línea con la resiliencia observada de la actividad económica⁴⁹.

En Latinoamérica, las tasas de los títulos de deuda pública también se desvalorizaron, en línea con el contexto global y una moderación del apetito por activos de economías emergentes (ver *Entorno Internacional*). Esta tendencia se presentó en medio del deterioro de los indicadores de riesgo hacia estas economías (ver *Percepción de riesgo a nivel local*), así como algunos factores idiosincráticos en la región⁵⁰. En línea con estos factores, y con el comportamiento de economías desarrolladas, las curvas de la mayoría de los países de la región también se empinaron ante mayores desvalorizaciones en la parte larga (*Gráfico 29, Gráfico 30, Gráfico 31 y Gráfico 32*).

⁴⁹ La pendiente 10 años – 2 años de la curva de rendimientos de EE.UU. aumentó 8 pb, al pasar de -42 pb a -34 pb entre marzo y junio de 2024.

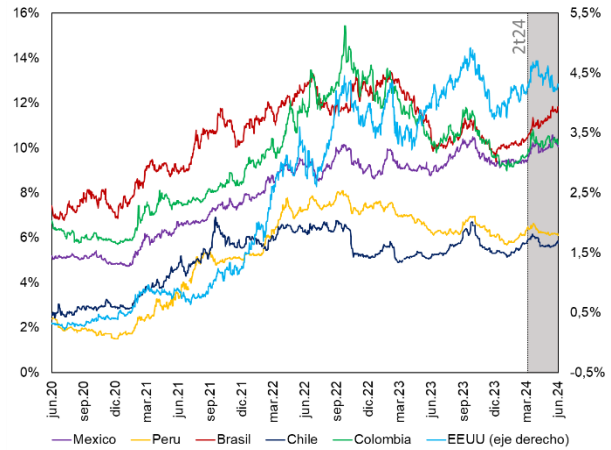
⁵⁰ *i)* En México, las desvalorizaciones se relacionaron con la incertidumbre política generada por los resultados de las elecciones legislativas que le dieron mayorías al partido oficialista, lo cual aumentó los temores de que los legisladores puedan aprobar reformas que erosionen los controles al poder y el marco institucional, y las preocupaciones de que la presidente electa impulse reformas que puedan aumentar la intervención del Gobierno en la economía; así como la postura cautelosa del Banxico ante datos de inflación, actividad económica y mercado laboral que sorprendieron al alza; *ii)* En Chile, hubo desvalorizaciones debido a la reducción en el ritmo de recortes de la TPM por parte del BCCh, en respuesta a la resiliencia económica y al aumento de las proyecciones de inflación para final de año; *iii)* En Brasil, las desvalorizaciones se debieron a la incertidumbre sobre la política fiscal y la postura cautelosa del BCB ante algunos datos económicos fuertes y el aumento en las proyecciones y expectativas de inflación para final de año; y *iv)* En Perú, las valorizaciones estuvieron relacionadas con los datos de inflación de marzo, abril y mayo, que mostraron retrocesos hasta alcanzar la meta de 2% del Banco Central de la Reserva de Perú.

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



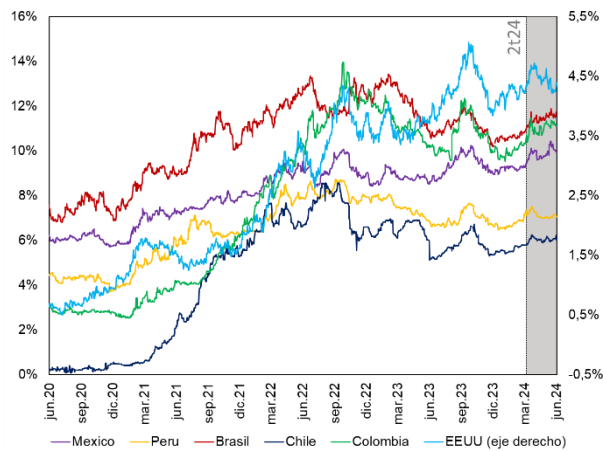
Fuente: Bloomberg y BanRep.

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



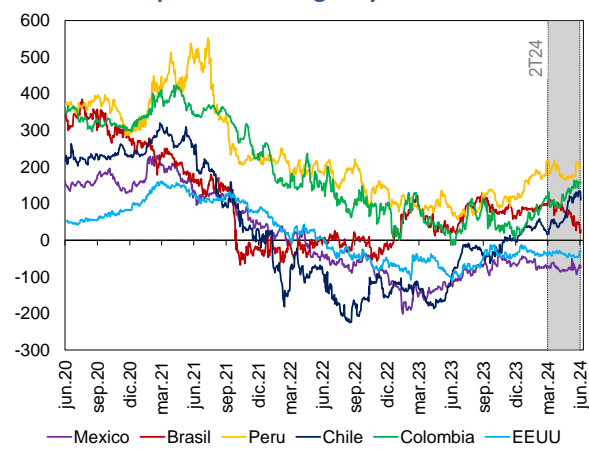
Fuente: Bloomberg y BanRep.

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.

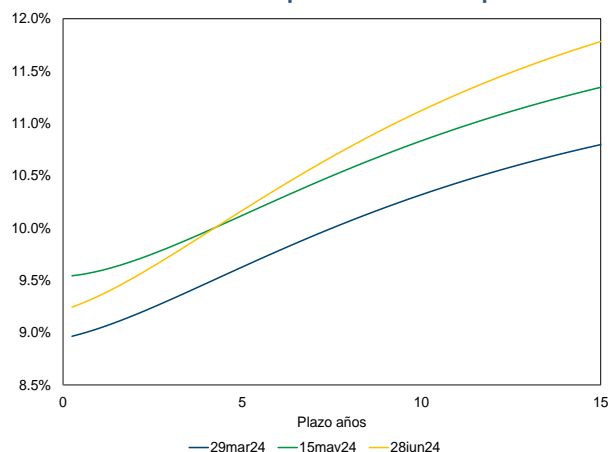


Fuente: Bloomberg, BanRep. *Nota:* Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

A nivel local, los títulos colombianos presentaron mayores desvalorizaciones que los de sus pares, en un contexto de una mayor incertidumbre sobre la solidez fiscal del país y la agenda de reformas impulsada por el Gobierno, así como algunos pronunciamientos sobre un potencial ajuste al marco institucional de Colombia. (*Gráfico 33, Gráfico 34; ver Percepción de riesgo a nivel local*). Las curvas de rendimientos de TES en pesos y Unidad de Valor Real (UVR) se empinaron durante el período, guiadas por mayores desvalorizaciones en los títulos de largo plazo, los cuales se vieron afectados por el incremento de la incertidumbre fiscal durante el período. Esta dinámica se dio a pesar del apetito de inversionistas extranjeros y FPC por títulos de largo plazo. Las desvalorizaciones del tramo corto pudieron estar contenidas por la demanda por parte de las entidades públicas.

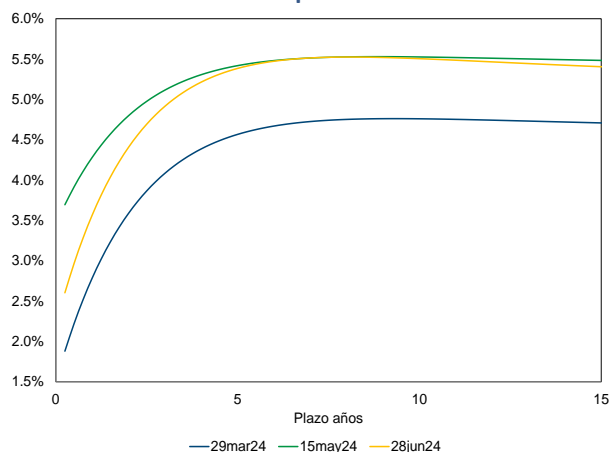
Reporte de Mercados Financieros

Gráfico 33. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: BanRep.

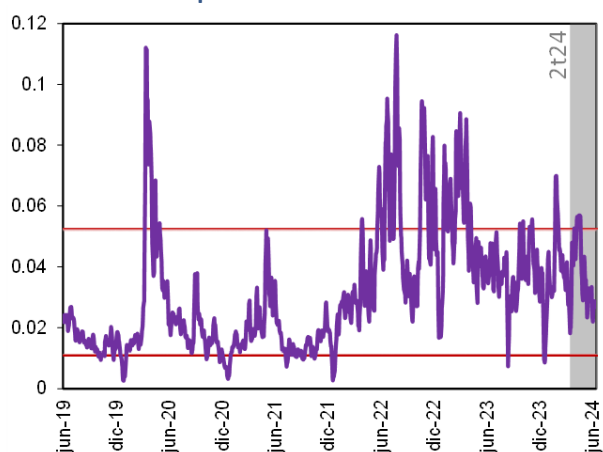
Gráfico 34. Curva spot de los TES en UVR



Fuente: BanRep.

Durante el trimestre, la liquidez del mercado de TES disminuyó levemente⁵¹, mientras que la volatilidad se mantuvo estable⁵² y aumentó la capacidad de intermediación de los agentes en los mercados de deuda⁵³ (**Gráfico 35**). Así, durante el periodo no se presentaron escenarios de estrés (alta volatilidad), mientras que los participantes del mercado cuentan con un mayor espacio para recibir y ejecutar nuevas órdenes en el mercado de deuda.

Gráfico 35. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda



Fuente: DCV y Deceval. Cálculos: BanRep. Nota: Valores más altos del indicador señalan una menor capacidad de los agentes para recibir y ejecutar nuevas órdenes en los mercados de deuda. Las líneas rojas corresponden a una desviación estándar con respecto a la media histórica de los datos.

⁵¹ El BAS (medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio aumentó de 4,5 pb en el 1T24 a 6,7 pb en el 2T24. Por su parte, la profundidad promedio disminuyó de COP 137,3 mm a COP 130,3 mm.

⁵² La volatilidad promedio del mercado de TES, estimada con un modelo GARCH (1,1), aumentó de 0,074% en el 1T24 a 0,088% en el 2T24.

⁵³ El indicador de utilización de capacidad de intermediación se construye a partir de los flujos diarios de compraventa de cada agente en los mercados secundarios de deuda pública y privada de Colombia, discriminados por referencia tranzada. Para mayor detalle sobre su construcción 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.*

Con respecto a los participantes en el mercado de deuda pública local, los inversionistas extranjeros continuaron con la tendencia compradora registrada durante el 1T24, influenciados por el aumento en los rendimientos de los títulos colombianos y la depreciación del COP durante el 2T24⁵⁴. Los inversionistas extranjeros realizaron compras por COP 2,5 billones (b) en TES en pesos durante el 2T24, concentradas en referencias del tramo largo de la curva. Así, se han mantenido como los segundos mayores tenedores de TES⁵⁵, por detrás de los FPC.

En lo corrido de 2024, continúa observándose una recomposición de la base de inversionistas extranjeros hacia las autoridades monetarias, las cuales exhiben un comportamiento más estable frente a otro tipo de inversionistas extranjeros (Gráfico 36). Las autoridades monetarias realizaron compras netas por COP 1,2 b⁵⁶ en TES en pesos y UVR durante el 2T24⁵⁷. Por su parte, los fondos mutuos presentaron compras netas por COP 1 b durante este periodo, aunque continúan presentando ventas netas en el acumulado de 2024. Lo anterior sugiere una recomposición hacia un grupo de inversionistas extranjeros 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).

Además, se espera que la inclusión de India, desde junio de 2024, en uno de los índices de referencia más utilizados por inversionistas extranjeros para invertir en títulos de deuda pública⁵⁸ de economías emergentes, y del cual Colombia es parte, tenga un efecto moderado sobre los flujos de estos agentes a nivel local. La inclusión de India en el índice *GBI-EM Global Diversified*⁵⁹ se realizará gradualmente, con incrementos mensuales de su participación de 1% hasta alcanzar un techo del 10% en marzo de 2025. Esta modificación en el índice disminuiría gradualmente la ponderación de varios países que lo componen, incluido Colombia, lo cual podría inducir ventas de TES por parte de agentes extranjeros que tomen el *GBI-EM* como referencia para invertir en Colombia. Sin embargo, no se anticipan afectaciones pronunciadas en los flujos de estos agentes, dado que el proceso se realizará de forma gradual, en una ventana de tiempo amplia, y la magnitud de la disminución en la ponderación será uniforme entre los emisores existentes en el índice⁶⁰.

⁵⁴ Durante 2023, los inversionistas extranjeros realizaron ventas significativas de TES por COP 11 b, en línea con sus políticas de inversión influenciadas por el buen desempeño de los títulos colombianos y la apreciación del peso durante ese año. Estos factores, incrementaron el valor de los TES dentro del portafolio en dólares de los agentes extranjeros, llevándolos a vender títulos colombiano para mantener estable su exposición a estos activos. Así, en lo corrido de 2024, el peso ha acumulado depreciaciones, lo cual sumado al aumento en el rendimiento de los TES, ha favorecido compras por parte de los agentes extranjeros que busquen mantener estable su exposición y capturar utilidades en el futuro con los mayores rendimientos de los títulos.

⁵⁵ La participación de los inversionistas extranjeros dentro del saldo total cerró el trimestre en 20,9%.

⁵⁶ Con las cuales acumulan compras netas por COP 3,9 b durante 2024

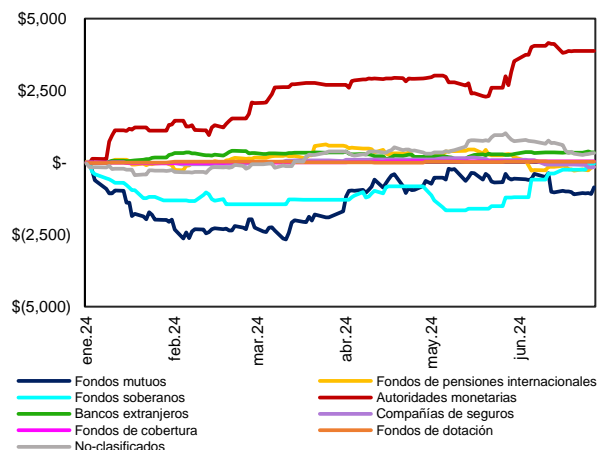
⁵⁷ Los otros grandes compradores durante el 2T24 fueron los fondos soberanos, quienes también tuvieron entradas netas por COP 1,2 b durante ese periodo.

⁵⁸ El índice incluye títulos en moneda local de estos países.

⁵⁹ Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes.

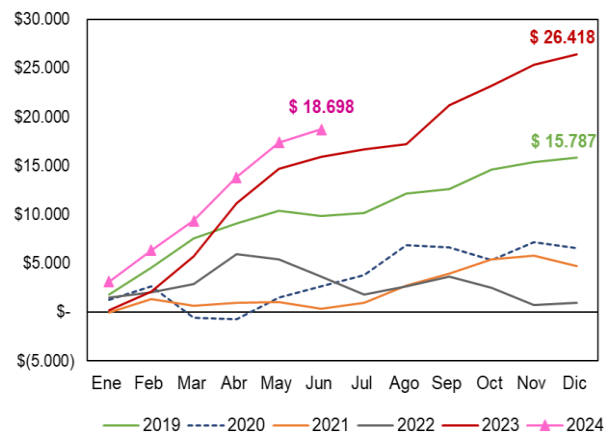
⁶⁰ Según estimaciones reportadas por JP Morgan, la disminución en las ponderaciones de los emisores actuales será del orden del 17% para la mayoría de los emisores. El esquema gradual para incluir a este nuevo emisor sería similar al empleado con la entrada de China en el GBI-EM entre febrero y noviembre de 2020. En ese entonces, no se presentó una afectación importante en los flujos de inversionistas extranjeros, y se observaron entradas netas en TES de estos agentes en el acumulado del año por COP 8,9 b.

Gráfico 36. Flujos acumulados en 2024 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)



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

Gráfico 37. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

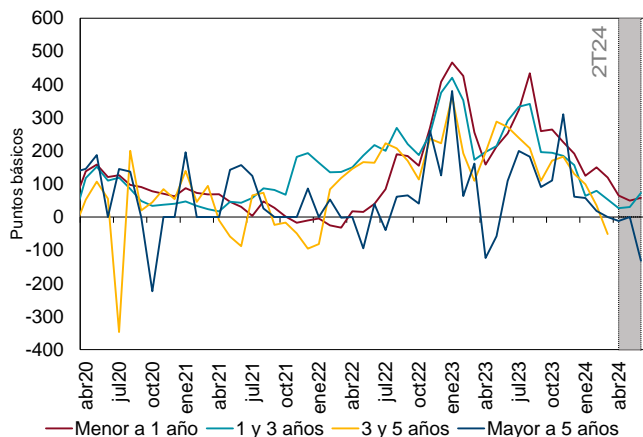
Por su parte, los FPC continuaron presentando compras en el mercado de deuda pública colombiano, aunque en un monto menor al observado el trimestre anterior (*Gráfico 37*). Tanto los extranjeros como los FPC han aumentado la duración de sus portafolios mediante compras en títulos de largo plazo. Los FPC realizaron compras por COP 9,3 b en títulos de deuda pública en moneda local durante el 2T24, concentrados en el tramo largo de la curva (COP 9,1 b). Así, la participación de esos agentes en el total de la deuda pública en moneda local aumentó del 31% al 32% entre marzo y junio de 2024.

5.4. Mercado de deuda privada

El costo de fondeo a través de CDTs en el trimestre permaneció relativamente estable y continúa ubicándose, en promedio, en niveles inferiores a los últimos dos años. Sin embargo, se ha observado una leve reversión en las tasas de títulos de 1 a 3 años (*Gráfico 38*). Adicionalmente, se prevé una acumulación importante de vencimientos de CDTs para el tercer trimestre del año⁶¹. Las colocaciones de CDT en el trimestre se ubicaron en niveles cercanos a los observados el trimestre anterior y se mantienen en niveles altos respecto a su historia. En particular, las colocaciones se realizaron principalmente a menos de un año (85%) y a tasa fija (88%) (*Gráfico 39*).

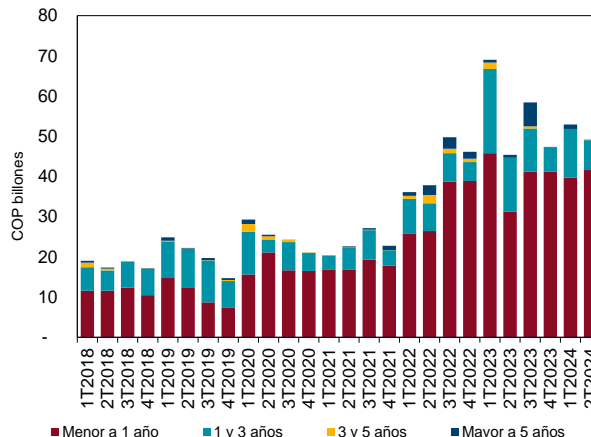
⁶¹ De acuerdo con información de Deceval, los vencimientos de CDTs desmaterializados del tercer trimestre del año superan los COP 57 b, ubicándose como los altos, desde que se cuenta con información.

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



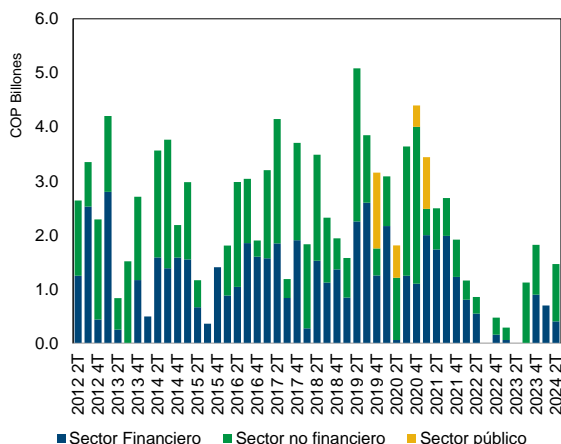
Fuente: Deceval, Precia, BanRep. **Cálculos:** BanRep. **Nota:** Se incluyen únicamente los CDTs denominados en COP con tasa fija o indexada a IBR o IPC. Para los CDTs a tasa variable, se toman expectativas de inflación (BEI) y de tasa de política (OIS). El spread se calcula como $\frac{1+icdt}{1+tes}$. 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



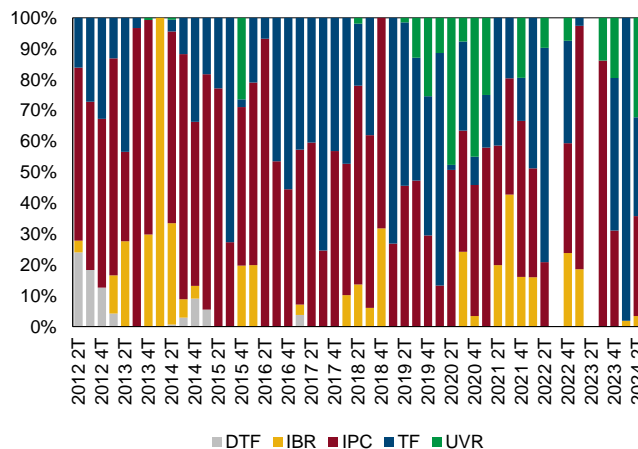
Fuente: Deceval. **Nota:** Se incluyen únicamente títulos denominados en COP con tasas fijas o tasas indexadas a IBR e IPC.

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



Fuente: BVC.

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



Fuente: BVC.

Adicionalmente, el fondeo mediante la colocación de títulos de deuda corporativa aumentó respecto al trimestre anterior ante una mayor participación de entidades del sector no financiero (Gráfico 40). En línea con esto, en el 2T24 se realizaron colocaciones por medio de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) por COP 1,5 b⁶² a un plazo promedio ponderado de 10 años. Las

⁶² Las colocaciones en el 1T24 se ubicaron en COP 0,7 b.

emisiones fueron realizadas en su mayoría por entidades del sector no financiero, representando el 72% del total. Las emisiones estuvieron distribuidas entre tasa fija, aquellas indexadas a Índice de Precios al Consumidor (IPC) y a UVR (cada una representando el 32%) (*Gráfico 41*).

6. Mercado cambiario

6.1. Mercado cambiario global

El USD se fortaleció frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados (de acuerdo con el índice DXY⁶³, el dólar se fortaleció un 1,3% durante el 2T24) y emergentes, impulsado por las expectativas de una política monetaria restrictiva en los EE.UU. por más tiempo del previsto (ver *Entorno internacional*). En este contexto, el yen japonés y el euro se debilitaron. El yen se depreció, principalmente después de que el BoJ mantuvo sin cambios las TPM en su reunión de abril y junio, y que los datos de inflación en Tokio de marzo decepcionaran a los mercados al ubicarse en niveles inferiores a los esperados (*Tabla 3*) y (*Gráfico 42*).

Las monedas de países emergentes presentaron un comportamiento mixto; sin embargo, la mayoría de las monedas de referencia de Latinoamérica se depreciaron durante el trimestre, debido al fortalecimiento generalizado del dólar, la mayor incertidumbre política y fiscal⁶⁴ y algunos factores idiosincráticos. Según agentes del mercado, los principales factores locales que incidieron en el desempeño de las monedas de los pares de la región fueron: *i)* el peso mexicano presentó la mayor depreciación entre sus pares, afectado en junio por la incertidumbre política luego del sorpresivo resultado electoral en el legislativo (donde el nuevo Congreso contará con mayoría oficialista), que aumentó los temores de que los legisladores puedan aprobar reformas que erosionen los controles al poder y el marco institucional, y las preocupaciones de que la presidente electa impulse reformas que puedan aumentar la intervención del Gobierno en la economía; *ii)* el real brasileiro se depreció dada la incertidumbre en torno a los planes del Gobierno para aumentar los ingresos⁶⁵ y el posible impacto de los acontecimientos en el ámbito fiscal sobre la política monetaria; *iii)* el sol peruano también se debilitó, aunque en menor medida frente a sus pares regionales, en medio de la incertidumbre política del país⁶⁶, y tras la decisión del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en su reunión de junio de mantener su TPM en 5,75%, mientras que el mercado esperaba una reducción de 25 pb; y *iv)* el peso chileno se apreció, corrigiendo parcialmente la depreciación observada durante el 1T24, soportado por el incremento de los precios del cobre (que alcanzó máximos históricos en mayo) y en medio de la publicación del PIB del 1T24 de ese país⁶⁷ (*Gráfico 43*).

⁶³ 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%.

⁶⁴ Lo cual se reflejó en un incremento de la mayoría de los CDS de los países de la región.

⁶⁵ Después de que el Senado rechazó la última propuesta del Gobierno para aumentar los ingresos públicos.

⁶⁶ Que llevó a que a finales de abril la calificadora S&P recortara la calificación de la deuda soberana del país de BBB a BBB-.

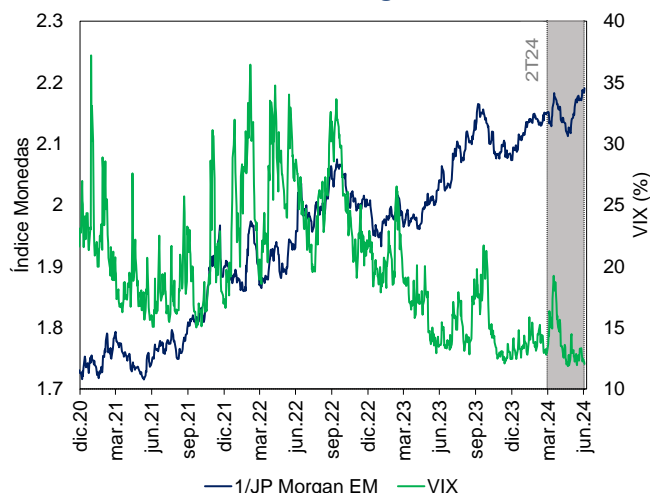
⁶⁷ Aunque el dato se ubicó por debajo de lo esperado, fue el crecimiento trimestral más alto registrado desde 2021.

Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

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

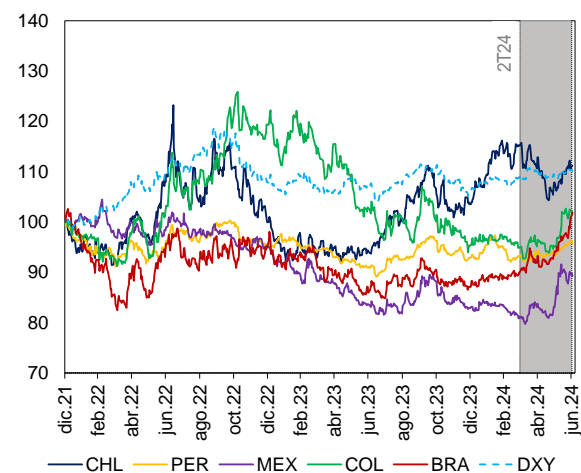
Fuente: Bloomberg. Nota: Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación de las monedas.

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



Fuente: Bloomberg. Nota: 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.

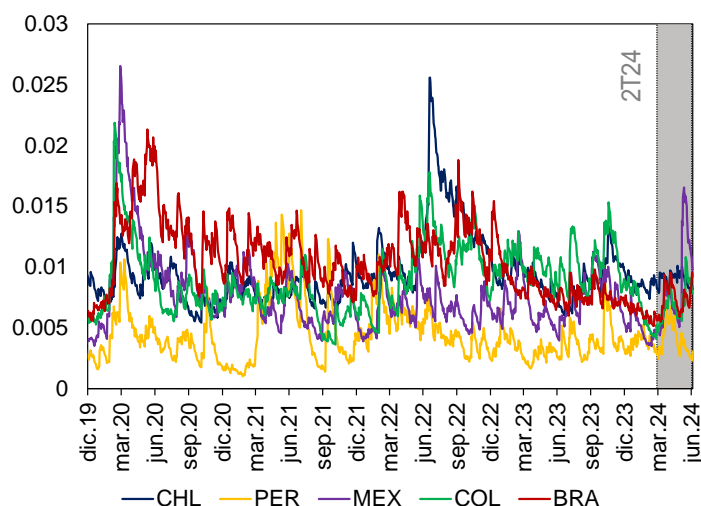
Gráfico 43. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 dic 2021.

La volatilidad condicional promedio del COP y de las monedas de la región analizadas aumentó durante el trimestre (Gráfico 44). En este periodo, el peso chileno presentó la mayor volatilidad promedio, seguido por el peso mexicano, el real brasileño, el COP, 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 ha estado acompañado 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 realizaron operaciones en el mercado cambiario, continuando con las operaciones que venían realizando en trimestres anteriores.

Los bancos centrales de Perú y Brasil continuaron realizando operaciones a través de diversos instrumentos en el mercado cambiario, el línea con el comportamiento observado en el último año. El BCRP vendió dólares en el mercado de contado por USD 83 m, mientras que tuvo una posición compradora a través de *Non-Delivery Cross-Currency Swaps* y Certificados de Depósito Reajustables (CDR) por USD 381 m y USD 17 m, respectivamente⁶⁸ (Tabla 4). Por su parte, el Banco Central de Brasil (BCB) tuvo una posición vendedora a través de *Non-Delivery Cross-Currency Swaps* por USD 1.969 m (Tabla 5).

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

	Compras netas de contado (A)	<i>Non-Delivery Cross-Currency Swaps</i> (B)*	CDR's (C)**	CDL's (D)***	Variación posición cambiaria (A + B + C + D)
2023	-81	-2,220	-132	-	-2,433
1T24	-235	-3,223	124	-	-3,334
Abril	0	-98	0	0	-98
Mayo	-78	1,088	17	0	1,028
Junio	-5	-609	0	0	-614
2T24	-83	381	17	0	315

Fuente: Página web del BCRP. Notas: 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.

⁶⁸ El saldo del BCRP en el mercado de *Non-Delivery Cross-Currency Swaps* ascendió a USD 14.696 m al 28 de junio de 2024. Lo anterior se ha dado como consecuencia de la falta de oferentes de divisas a futuro, llevando al BCRP a tomar dicha posición en el mercado.

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

	Compras netas de contado (A)*	FX-repos y CCS (B)**	Repos con títulos denominados en dólares (C)***	Non-Delivery Cross-Currency Swap (D)****	Variación posición cambiaria (A + D)
2023	0	13,000	0	-283	-283
1T24	0	0	0	97	97
Abril	0	0	0	-1,999	-1,999
Mayo	0	0	0	305	305
Junio	0	0	0	-275	-275
2T24	0	0	0	-1,969	-1,969

Fuente: Pagina web BCB. **Notas:** Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones. *Las operaciones de contado toman en cuenta la fecha de liquidación de las divisas (t+2 con respecto al día de la subasta). **Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tienen un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales. ***Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales. ****Denominados por el BCB como *FX-interest rate swaps* o *FX swaps*; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

Por su parte, el Banco Central de Chile (BCCCh) ha continuado renovando los vencimientos de su programa de NDF, cuyo saldo asciende a USD 2.676 m, mientras que el Banco de México (Banxico) no realizó operaciones en el mercado cambiario.

Finalmente, en el 2T24, el BanRep compró USD 400 m en desarrollo del programa de acumulación de reservas internacionales anunciado en diciembre de 2023. De esta manera al 28 de junio el BanRep había acumulado reservas por USD 825 m, lo cual representa el 69% de los recursos subastados hasta el momento y el 55% del objetivo total de acumulación del programa de USD 1.500 m (Tabla 6). Este reporte incluye un recuadro que proporciona mayor detalle de este programa y resalta su eficacia manteniendo las reservas internacionales en niveles adecuados durante el primer semestre de 2024 (ver Recuadro 2: Evolución del programa de acumulación de reservas).

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

	Compras netas de contado (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos (D)*	Variación posición cambiaria (A + B + C)
2023	-	-	-	-	-
1T24	0	425	0	0	425
Abril	0	200	0	0	200
Mayo	0	200	0	0	200
Junio	0	0	0	0	0
2T24	0	400	0	0	400

Fuente: Pagina web BanRep. **Notas:** Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones. *El BanRep se refiere a este instrumento como FX-Swap. Estos instrumentos alteran temporalmente el nivel de reservas internacionales.

6.2. Mercado cambiario colombiano

El COP se debilitó en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de los países de la región analizados, afectadas por el fortalecimiento del dólar y factores idiosincráticos. En particular, el COP se depreció en el último mes del trimestre dadas las preocupaciones en torno a la situación fiscal del país. De acuerdo con agentes del mercado, la depreciación de la moneda inicialmente respondió al contexto externo de mayor percepción de riesgo a nivel internacional.

No obstante, la depreciación de la moneda a finales del periodo pudo asociarse a las preocupaciones por las declaraciones del Gobierno colombiano sobre un posible cese en el pago de sus obligaciones en moneda extranjera y los mayores desafíos fiscales⁶⁹. Adicionalmente, la moneda también pudo estar afectada por menores ingresos de divisas para el pago de impuestos frente a los anticipados por el mercado, y por el desempeño desfavorable que ha presentado el peso mexicano luego de las elecciones en ese país, lo cual pudo haber incidido en los incentivos de los inversionistas a tomar posiciones de *carry trade* en las monedas de la región.

En lo corrido del trimestre, las medidas de liquidez⁷⁰ exhibieron en promedio un deterioro con respecto al trimestre anterior, lo cual se dio principalmente en el mes de junio (Gráfico 45). Lo anterior se vio reflejado en un aumento de la medida BAS⁷¹ y una disminución en las medidas de profundidad⁷². No obstante, la liquidez se mantiene en niveles superiores a los observados en los últimos dos años. Por su parte, en el 2T24 los montos promedio diario negociados en los mercados de contado (USD 1.887 m) y *forward*⁷³ peso-dólar (USD 3.693 m) aumentaron con respecto al observado en el 1T24⁷⁴ (Gráfico 45). Los mayores montos negociados en el mercado *forward* pueden estar asociados al contexto de alta volatilidad del peso, que ha incentivado la búsqueda de coberturas cambiarias, particularmente por parte de agentes del exterior.

Por su parte, 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. Adicionalmente, se evidenció una alta demanda de diversos agentes en el mercado *forward* (Gráfico 46). De esta manera, en el trimestre el diferencial de devaluación se ubicó en promedio en 0,33%. En cuanto a la demanda en el mercado *forward* se destaca que: *i*) los inversionistas extranjeros tuvieron una posición compradora neta que llevó su saldo a nuevos máximos históricos y *ii*) los FPC realizaron compras netas, con lo cual continuaron reduciendo su posición vendedora en este mercado. Como consecuencia de dicha demanda, los IMC, que operan como contrapartes de los distintos agentes, incrementaron su saldo vendedor en el mercado *forward* alcanzando un máximo histórico el 25 de junio (USD 6.173 m).

⁶⁹ Estos desafíos fiscales condujeron a un aumento del límite de endeudamiento en moneda extranjera y a ajustes en el MFMP. Así, el 20 de junio el Congreso de la República aprobó el proyecto de ley para ampliar el cupo de endeudamiento externo en USD 17,6 mm, ubicándolo en USD 87,6 mm.

⁷⁰ Medidas a través del BAS y las medidas de profundidad a COP 5, COP 10 y total.

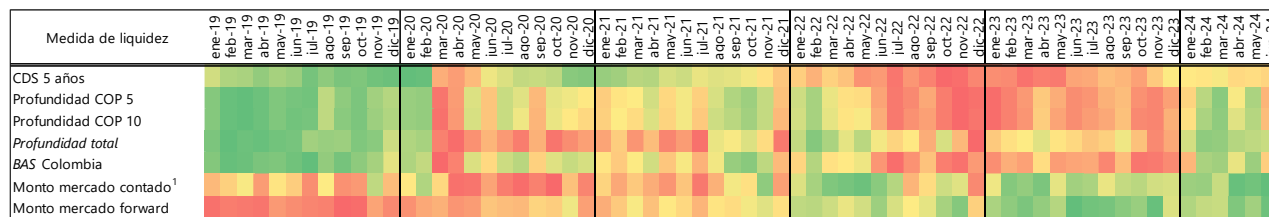
⁷¹ El BAS promedio en el 2T24 fue de 0,046%, mientras que en el 1T24 fue de 0,044%. En junio de 2024 el BAS promedio se ubicó en 0,056%. El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión *spot* de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día.

⁷² 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 2T24 fueron de USD 9,4 m y USD 17,5 m y USD 51 m, respectivamente, mientras que en el 1T24 fueron de USD 11 m y USD 21,3 m y USD 53,8 m, respectivamente. Adicionalmente, en junio de 2024 las medidas de profundidad promedio a COP 5, COP 10 y total fueron de USD 7 m, USD 13,4 m y USD 49,5 m, respectivamente.

⁷³ Incluye las operaciones entre los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes. En Colombia, el mercado cambiario se basa en un esquema de intermediación, donde la totalidad de las divisas (de operaciones obligatoriamente canalizables) deben ser transferidas o negociadas por conducto de algunas instituciones financieras calificadas, denominadas IMC, o a través del mecanismo de compensación. La JDBR determina quiénes pueden ser IMC y establece los requisitos que deben cumplir para operar en el mercado, sus obligaciones y las operaciones de cambio que pueden realizar.

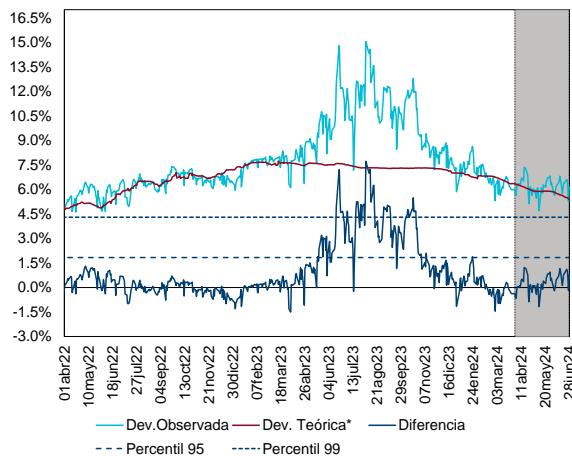
⁷⁴ Los montos promedio diario negociados en el 1T24 en los mercados de contado y *forward* peso-dólar se ubicaron en USD 1.602 m y USD 3.199 m, respectivamente.

Gráfico 45. Medidas de liquidez del mercado cambiario



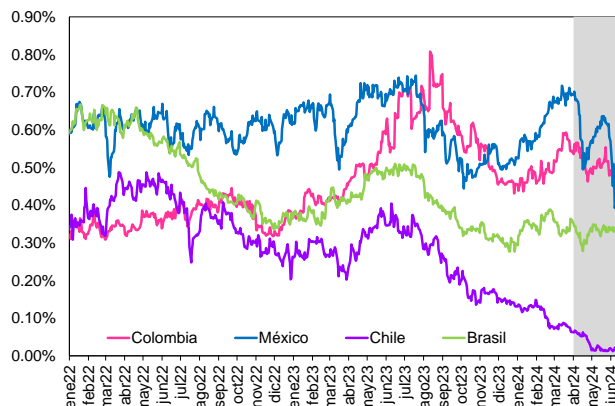
Fuente: Bloomberg y BanRep. **Nota:** Cada cuadro corresponde al percentil del promedio mensual de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2019 hasta junio de 2024. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez. El *Bid-Ask spread* (BAS) se calcula 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. 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 $[(1+IBR\ 1mes)/(1+SOFR\ 1mes)]-1$.

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: $tasa\ forward / tasa\ spot^{(365/90)}$. Por su parte la volatilidad corresponde a la implícita en las opciones *at the money* a 3 meses.

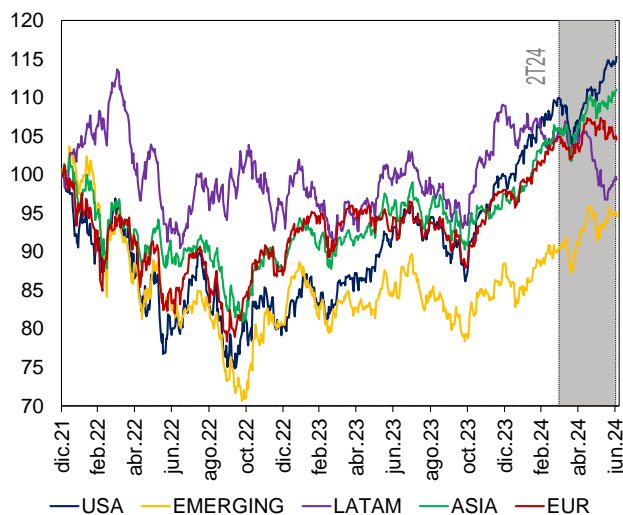
Los incentivos de los inversionistas a tomar posiciones de *carry trade*⁷⁵ sobre el COP disminuyeron en el trimestre, principalmente por el incremento de las expectativas en torno a la volatilidad de la tasa de cambio implícita en los contratos de derivados. Lo anterior también se evidenció en México y Brasil (*Gráfico 47*). Mientras que, la disminución en el indicador de *carry* de Chile continúa estando explicado por un menor diferencial de tasas de interés.

⁷⁵ 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: $tasa\ forward / tasa\ spot^{(365/90)}$. 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.

7. Mercado accionario

Durante el 2T24, los mercados accionarios mostraron comportamientos dispares. Mientras que los mercados estadounidense y asiático continuaron con la tendencia alcista del 1T24, impulsados por la industria de inteligencia artificial y microchips, el mercado latinoamericano se desvalorizó y el europeo no presentó variaciones significativas⁷⁶. Los sectores de tecnología y de inteligencia artificial mantuvieron el impulso del 1T24 y condujeron a los índices Nasdaq y S&P500 a alcanzar máximos históricos durante el trimestre. Este crecimiento estuvo jalonado por la valorización de las grandes tecnológicas⁷⁷, destacándose el crecimiento exponencial de las acciones de Nvidia luego del aumento en su previsión de ingresos por semiconductores. Sin embargo, el índice Dow Jones cerró el trimestre con desvalorizaciones, afectado negativamente por el incremento de las expectativas de una política monetaria contractiva por más tiempo. De manera similar, el índice europeo Stoxx 600 revirtió la tendencia positiva del 1T24 y se contrajo en la última parte del 2T24 con el incremento de la incertidumbre política en Francia (Gráfico 48).

Gráfico 48. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 dic 2021.

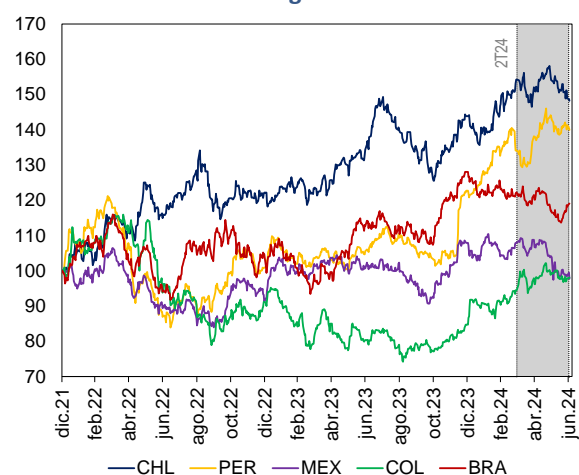
En Latinoamérica, los principales índices accionarios presentaron comportamientos dispares. En línea con la moderación del apetito hacia emergentes, la apreciación del dólar y, también, factores idiosincráticos, los índices accionarios de México, Brasil y Chile se desvalorizaron 8,6%, 3,5% y 3,3%, respectivamente, siendo los dos primeros los índices que más se ha desvalorizado en la región en lo corrido de 2024. El IBOVESPA de Brasil se vio afectado por las preocupaciones fiscales, mientras que el índice mexicano respondió negativamente a los resultados electorales. Por su parte, los

⁷⁶ Al 28 de junio de 2023, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del MSCI AC Asia Pacific Local Index con una variación positiva de 4,2% (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio de los índices S&P 500, Dow Jones y Nasdaq Composite que registraron variaciones de 3,9%, -1,7% y 8,3%, respectivamente. Para Europa se utilizó el Stoxx 600 que se desvalorizó 0,2% y para América Latina el MSCI Emerging Markets Latin America Local Index el cual se contrajo 6,1% En este índice se ponderan los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

⁷⁷ Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

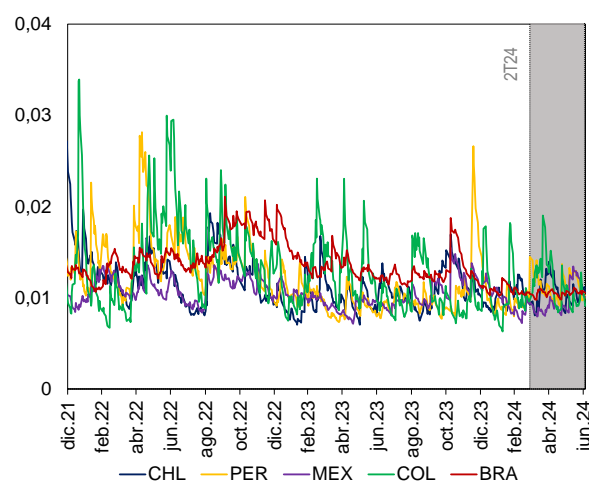
índices peruano y colombiano mantuvieron la tendencia alcista del 1T24, presentando ganancias de 5,4% y 3,4%, respectivamente (*Gráfico 49*). A lo largo del trimestre, las volatilidades condicionales⁷⁸ de estos índices mostraron variaciones marginales en comparación con el 1T24. Exceptuando los mercados de México y Perú, las volatilidades fueron menores a las del trimestre anterior (*Gráfico 50*).

Gráfico 49. Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 30 dic 2021.

Gráfico 50. Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

Por su parte, a nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño favorable y una liquidez por encima del promedio anual, manteniendo la tendencia registrada durante el 1T24. Este comportamiento estuvo soportado por eventos corporativos como la finalización de las operaciones entre el Grupo Gilinski y el GEA⁷⁹ y la continuación del plan de recompra de acciones de Celsia. Sumado a esto, otras empresas presentaron buen desempeño durante el trimestre, como las del sector energético, Terpel y especies del GEA. Estos eventos, sumados al rebalanceo del MSCI Colcap, conllevaron a que durante el trimestre se negociara en promedio COP 92,3 mm diariamente, por encima de lo visto en el 1T24 y en todo 2023 (*Gráfico 51*).

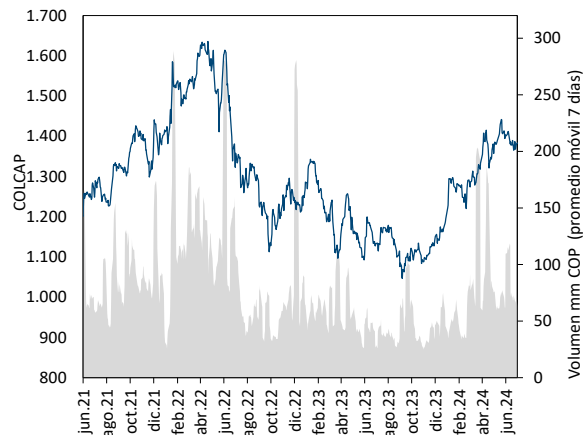
Finalmente, en el trimestre el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado de compras netas por parte del sector real (COP 179 mm), manteniendo una posición compradora durante el último año. Esta posición estuvo contrarrestada por las ventas realizadas por los FPC (COP 194 mm), quienes se ubicaron como los mayores vendedores del mercado, al igual que las personas naturales (COP 98 mm) y las compañías de seguros (COP 96 mm) (*Gráfico 52*). Por su parte, los extranjeros realizaron compras durante el trimestre por un monto de COP 37 mm, mientras que durante el 2023 y el 1T24 habían acumulado ventas igual es a COP 352 mm. Como se muestra en el *Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano*, estos agentes han sido vendedores netos de manera consistente durante

⁷⁸ Medida a través de modelos GARCH (1,1).

⁷⁹ En este conjunto de operaciones el Grupo Gilinski y su socio resultaron como inversionistas mayoritarios de Nutresa, a la vez que entregaron sus tenencias en Grupo Sura y Grupo Argos a las empresas del GEA.

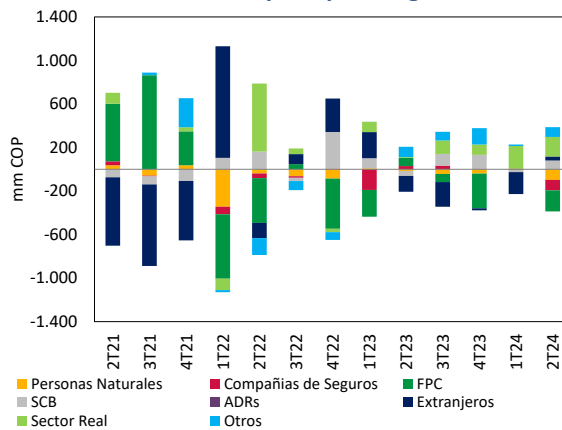
los últimos cinco años, con excepción del 2022 en el que realizaron compras netas en el mercado accionario.

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: BVC. Cálculos: BanRep.

8. Recuadros

Recuadro 1: Análisis de la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de liquidez del sistema financiero⁸⁰

Fredy Alejandro Gamboa Estrada
Sebastián Sanín Restrepo⁸¹

Introducción

El objetivo de este recuadro es analizar la relación que tiene el diferencial de tasas entre el IBR overnight y la TPM, y la demanda de liquidez del sistema financiero.⁸² Para alcanzar este objetivo, se analizan las diferencias en la implementación de la política monetaria entre Colombia, Estados Unidos y la Unión Europea. En segundo lugar, se evalúa si la metodología propuesta por el FMI (Chen, et al., 2023) para analizar la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de reservas en Estados Unidos y en la Unión Europea se podría aplicar al caso colombiano. Por último, se presenta una actualización de las estimaciones presentadas en el Recuadro 3 del Reporte de Mercados Financieros del 4 trimestre de 2022 (Cardozo et al., 2022), en el cual se evalúan los principales determinantes del diferencial de tasas de interés IBR-TPM en Colombia antes de la pandemia del COVID-19. En este ejercicio, se incluyen adicionalmente otras variables explicativas, como las compras de TES por parte del BanRep y los depósitos de la DGCPTN en el BanRep, que pueden tener un rol importante en la dinámica del diferencial de tasas de interés.

Implementación de la política monetaria en Colombia

La implementación de la política monetaria en Colombia es similar a un sistema de reservas escasas o de corredor de tasas de interés alrededor de la tasa objetivo. Bajo este marco, se incentiva a las instituciones depositarias, o bancos, a mantener la menor cantidad de reservas posible, y se asegura que haya un costo de oportunidad para mantener reservas, dado que la tasa de interés overnight está por encima de la tasa de interés de la facilidad de depósitos que corresponde a la tasa a la cual el banco central paga por las reservas que depositan los bancos (BIS, 2024). En este esquema el banco central provee las reservas necesarias para cubrir las necesidades de liquidez del sistema financiero.

En Colombia, el principal instrumento de la política monetaria es la tasa de interés de política monetaria, en el cual el BanRep suministra o retira liquidez de la economía para garantizar que el IBR se sitúe muy cerca de la tasa de interés de política monetaria. En el *Gráfico R1. 1* se ilustra la operatividad del sistema de reservas escasas, en el cual se presenta una curva de demanda de

⁸⁰ Las opiniones y posibles errores del presente trabajo son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

⁸¹ Fredy Gamboa es investigador de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales del Banco de la República, y Sebastián Sanín es estudiante de Doctorado en Economía de la Universidad de Texas A&M.

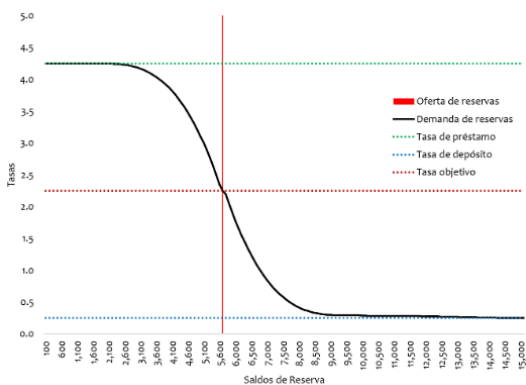
⁸² En este recuadro se analiza la demanda de reservas del sistema financiero que corresponde al encaje bancario o depósitos que tienen las entidades financieras en el Banco de la República. Los recursos en exceso a estos requerimientos mínimos se refieren al sobre encaje bancario.

reservas con pendiente negativa, la oferta de reservas por parte del BanRep, y un corredor de tasas de interés con un umbral superior igual a la tasa a la cual se presta reservas al sistema financiero, el punto medio del corredor igual a la TPM, y un umbral inferior igual a la tasa a la cual se remuneran los depósitos del sistema financiero en el BanRep. Como se observa en el gráfico, el BanRep ajusta la oferta de base monetaria para lograr que la tasa de interés de corto plazo se ubique en el punto medio del corredor de tasas expuesto.

Durante la pandemia del COVID-19, la política monetaria en Colombia pudo tener alguna similitud con el sistema de reservas amplias adoptado por la Fed y el Banco Central Europeo (BCE), dado que se inyectó un volumen importante de liquidez en la economía para sopesar los efectos negativos que tuvo la pandemia en el sector financiero y en los mercados.⁸³ A diferencia del sistema de reservas escasas, en un marco de reservas amplias el banco central suministra reservas superiores a las necesidades de liquidez, y por tanto los saldos en las cuentas del banco central se remuneran a la tasa de la facilidad de depósitos, y no se incurre en ningún costo de oportunidad, siendo la tasa overnight igual o, a menudo inferior a la tasa de la facilidad de depósitos. En este caso, el tamaño de las reservas puede ser muy grande (BIS, 2024).

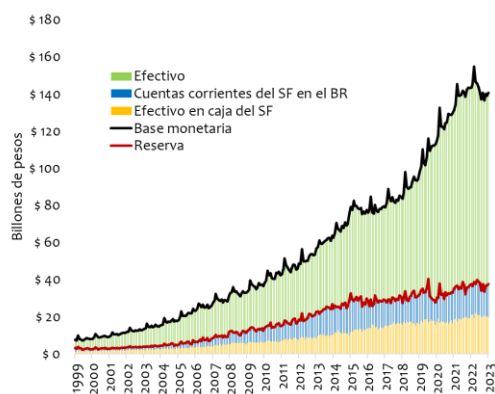
En el gráfico *Gráfico R1. 2* se muestra la evolución de la base monetaria en Colombia, y se evidencia que, a diferencia de la Fed y el BCE, la reserva bancaria no presentó un aumento significativo posterior a la crisis financiera global, mientras que otros componentes de la base monetaria como el efectivo explican la dinámica de este agregado monetario.

Gráfico R1. 1 El sistema de Corredor



Fuente: cálculos de los autores.

Gráfico R1. 2 La Base Monetaria en Colombia



Fuente: BanRep.

⁸³ La Fed y el BCE introdujeron facilidades de liquidez y llevaron a cabo compras de activos a gran escala para mejorar las condiciones en los mercados financieros y estimular la economía durante la crisis financiera global (CFG). Estos instrumentos de política, además de influir sobre las condiciones de los mercados financieros, también agregaron una cantidad sustancial de reservas al sistema bancario. De esta manera, la CFG cambió la operatividad de la política monetaria en Estados Unidos y en la Unión Europea a un régimen de reservas amplias (Afonso et al., 2022). En este marco de implementación, los cambios en la oferta monetaria y las tasas de interés no se relacionan y tienen funcionalidades diferentes.

Metodología del FMI

Estimación de la demanda de reservas

Se estiman un conjunto de funciones de demanda de reserva bancaria siguiendo el trabajo de Chen, et al. (2023). Estas especificaciones permiten identificar los niveles de reservas para los cuales la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo es mínima. La forma general del modelo está dada por: $r_i = f(g(R_i))$, donde r_i es la tasa de interés de corto plazo (ej. IBR), R_i es el exceso de reserva o sobre encaje, y $g(R_i) = c + w_r R_i$. La función $f(\cdot)$ puede tomar diferentes formas, y en particular se consideran las siguientes:

Tabla R1. 1 Funciones de demanda de reserva

Curva	Función
Logística	$r_i = \alpha + \frac{k}{1 - \beta e^{g(R_i)}} + \varepsilon_i$
Logística reducida	$r_i = \alpha + \frac{1}{1 - \beta e^{g(R_i)}} + \varepsilon_i$
Doble exponencial	$r_i = \alpha + \beta e^{\rho e^{g(R_i)}} + \varepsilon_i$
Exponencial	$r_i = \alpha + \beta e^{g(R_i)} + \varepsilon_i$
Arco tangente	$r_i = \alpha + \beta \arctan(g(R_i)) + \varepsilon_i$
Lineal	$r_i = g(R_i) + \varepsilon_i$

Para Colombia, se estiman las distintas especificaciones utilizadas por Chen, et al. (2023) incluyendo como variable dependiente el IBR escalado en función del exceso de reserva bancaria como proporción de los activos totales del sistema financiero.^{84,85} La muestra utilizada en las estimaciones corresponde a datos bisemanales entre el 22 de enero de 2008 y el 21 de noviembre de 2023.

En el *Gráfico R1. 3* se muestran los resultados de la función logística reducida⁸⁶, y se evidencia que el IBR escalado no se desvía ante cambios en los excesos de reserva, lo cual se refleja en una función de demanda de reserva estimada inelástica. Dado que la relación entre el diferencial de tasas de interés y los excesos de reserva puede estar influenciada por otras variables, se incluyen las compras netas de TES por parte del BanRep como variable de control, al ser un factor fundamental en la dinámica de la liquidez del sistema financiero. En el *Gráfico R1. 4* se presentan

⁸⁴ También se estimaron las distintas especificaciones incluyendo la reserva bancaria y la base monetaria como variables explicativas, y se obtienen resultados similares a los estimados con los excesos de reserva.

⁸⁵ Se usa una versión escalada de la IBR de la siguiente manera:

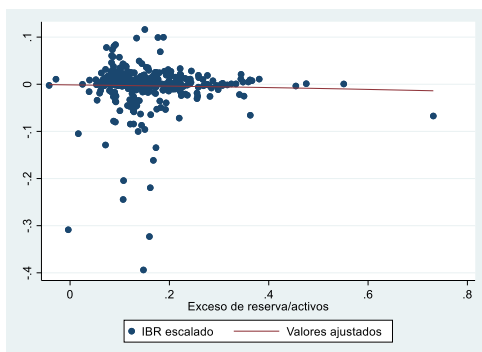
$$IBR\ scale = \frac{IBR - TPM}{Ventanilla\ expansión - Ventanilla\ contracción}$$

dónde TPM es la tasa de política monetaria, al tiempo que las ventanillas de expansión y contracción corresponden a la $TPM \pm 100$ p.b., respectivamente.

⁸⁶ Los resultados son robustos para las otras especificaciones paramétricas y no paramétricas incluidas en la Tabla RX.1, así como al utilizar la tasa interbancaria (TIB) como tasa de interés de corto plazo.

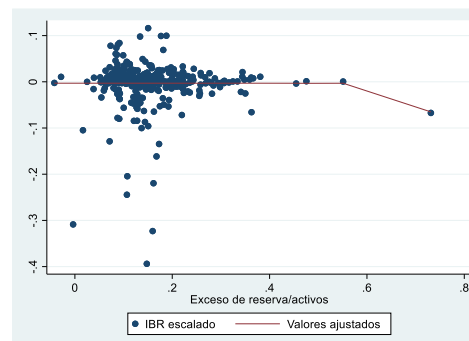
los resultados de esta especificación y se obtienen resultados robustos a los reportados en el *Gráfico R1. 3*.

Gráfico R1. 3 Función logística reducida



Fuente: cálculos de los autores.

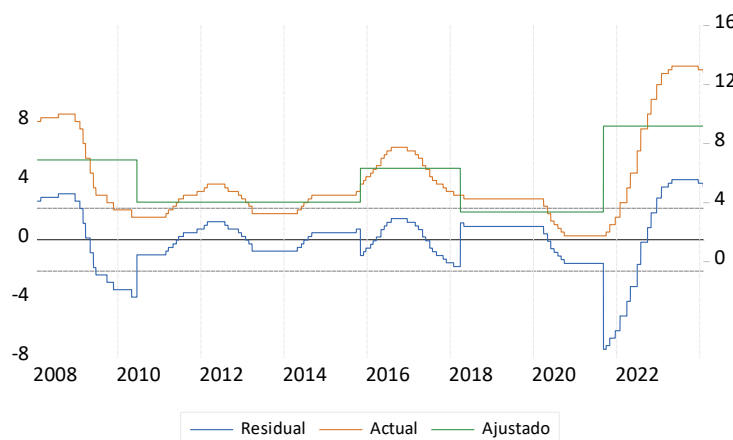
Gráfico R1. 4 Función logística reducida con compras netas de TES



Fuente: cálculos de los autores.

La relación entre el diferencial de tasas y los excesos de reserva puede cambiar en períodos de expansión y de contracción. De esta manera, se identifican si existen cambios de régimen en la tasa de política monetaria mediante un modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) con quiebres estructurales.⁸⁷ En el *Gráfico R1. 5* se evidencian los quiebres estructurales observados en la tasa de política monetaria durante el periodo analizado. De esta manera, los modelos de demanda de reservas se estiman para cada uno de los periodos de cambio de régimen identificados con el fin de analizar si la relación entre el diferencial de tasas y los excesos de reserva cambian dependiendo de la postura de la política monetaria.

Gráfico R1. 5 Modelo de MCO con quiebres estructurales para la tasa de política monetaria



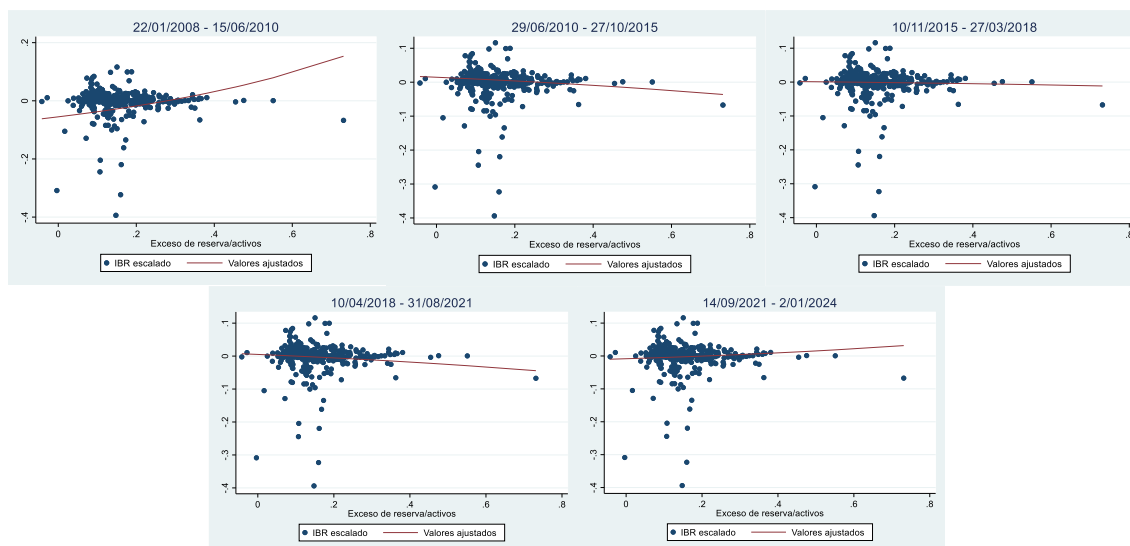
Los resultados no indican cambios importantes en la relación entre el diferencial de tasas y los excesos de reserva para cada uno de los periodos identificados en el modelo de MCO con cambios estructurales. En el *Gráfico R1. 6* se presentan los resultados para la función logística reducida. Estos resultados son robustos al incluir las compras netas de TES como variable de

⁸⁷ Este modelo también considera errores consistentes o robustos a la heterocedasticidad y autocorrelación (HAC).

control, y para cada una de las otras especificaciones paramétricas y no paramétricas descritas en la *Tabla R1. 1*.

A diferencia de los resultados obtenidos por Chen, et al. (2023) para Estados Unidos y para la Unión Europea, donde se identifica una curva de demanda de reservas que captura la relación entre las tasas de interés de corto plazo y los excesos de reserva en distintos escenarios, para el caso colombiano no se encuentra una relación entre estas dos variables usando esta metodología.

Gráfico R1. 6 Función logística reducida para los periodos de cambio de régimen de la tasa de política monetaria



Estimación de los determinantes del diferencial de tasas entre el IBR y la TPM

Dado que al análisis de la relación entre el diferencial de tasas de interés y los excesos de reserva con la metodología del FMI no se ajusta adecuadamente al caso colombiano, es necesario evaluar qué otros determinantes y qué metodologías pueden explicar la dinámica del diferencial de tasas de interés en Colombia.

La literatura evidencia que hay diferentes variables⁸⁸, además de aquellas relacionadas con las operaciones de mercado abierto por parte del banco central, que permiten satisfacer las necesidades de liquidez, por lo que también pueden influir en el comportamiento de las tasas de interés del mercado monetario y explicar su dinámica frente a la de la tasa de política. Esto hace más compleja la estimación de la relación del diferencial de tasas y de la demanda por liquidez.

Se actualiza el ejercicio acerca de los principales determinantes del diferencial de tasas de interés entre el IBR y la TPM presentado en el Recuadro 3 del Reporte de Mercados Financieros del cuarto trimestre de 2022 (Cardozo et al., 2022), incorporando otras variables explicativas como

⁸⁸ Para mayor detalle ver Wert, 2003; Linzert & Schmidt, 2011; González et al., 2013; Martin et al., 2020.

los depósitos de la DGCPN en el BanRep y las compras netas de TES del BanRep.⁸⁹ En particular, se estimó un modelo EGARCH para el diferencial de tasas entre el IBR y la TPM, con una ecuación de media como se presenta en la ecuación 1. La descripción de las variables incorporadas se presenta en la *Tabla R1. 2*. Al actualizar este ejercicio con datos a noviembre de 2023, se identifica un quiebre estructural el 30 de marzo de 2020 en la relación entre el diferencial de tasas con las variables de control incluidas en el modelo.

$$\begin{aligned}
 (IBR - TPM)_t &= \beta_0 + \phi_1 (IBR - TPM)_{t-1} + \phi_2 (IBR - TPM)_{t-2} + \beta_1 \times cartera_t \\
 &+ \beta_2 \times depósitos_t + \beta_3 \times \left(\frac{repos}{reserva} \right)_t + \beta_4 \times sobre_encaje_t \\
 &+ \beta_5 \times \left(\frac{TES}{monto} \right)_t + \beta_6 \times plazo_t + \beta_7 \times utilización_cupo_t \\
 &+ \beta_8 \times depósitos_TGN_t + \beta_9 \times compras_TES_t + \beta_{10} \times vol \\
 &+ \beta_{11} \times dfm + \beta_{12} \times dfs + \beta_{13} \times dee \\
 &+ \beta_{14} \times d30Mar2020
 \end{aligned} \tag{1}$$

Tabla R1. 2 Variables incluidas en el modelo del diferencial de tasas IBR-TPM

Variable	Descripción
IBR-TPM	diferencial de tasas
cartera	crecimiento real anual de la cartera
depósitos	crecimiento real anual de los depósitos a la vista
repos/reserva	razón entre los repos y la reserva bancaria
sobre_encaje	porcentaje de sobre encaje diario
Tes/monto	razón entre los TES disponibles y el monto presentado
plazo	plazo ponderado por el saldo de los repos de expansión
utilización_cupo	razón entre el cupo utilizado y el monto de liquidez que ofrece el BanRep en sus operaciones con repos
depósitos_TGN	depósitos de la DGCPN en el BanRep
compras_TES	compras netas de TES del BanRep
vol ⁹⁰	volatilidad condicional del diferencial IBR-TPM
dfm	dummy de fin de mes
dfs	dummy de fin de semana
dee	dummy de eventos extremos que es igual a 1 cuando el valor absoluto del diferencial de tasas es mayor a 2 desviaciones estándar del diferencial de tasas
d30Mar2020	variable dummy correspondiente al punto de quiebre estructural del 30 de marzo de 2020

⁸⁹ Esta especificación es de forma reducida, y por tanto tiene algunas limitaciones. Dado que se están evaluando simples correlaciones entre la variable dependiente y las variables explicativas, se pueden tener potenciales sesgos de especificación y de endogeneidad. Por ejemplo, en este modelo no se incluye una ecuación que determine el comportamiento de las compras y ventas de TES por parte del BanRep.

⁹⁰ La volatilidad corresponde a la desviación estándar de la varianza condicional del diferencial de tasas.

Las estimaciones⁹¹ que emplean toda la muestra sugieren que un aumento en la razón repos/reserva, un mayor crecimiento de la cartera, un mayor porcentaje de sobre encaje, una mayor utilización del cupo, y un mayor saldo de los depósitos de la TGN en el BR se asocian con una mayor diferencia entre el IBR y la TPM. Por ejemplo, los efectos del crecimiento de la cartera sobre el diferencial IBR-TPM pueden estar asociados con cierta prociclicidad o una relevancia especial del canal de crédito. Un mayor nivel de sobre encaje, especialmente durante los primeros días del periodo de reserva (González et al., 2013) puede afectar el diferencial de tasas, dado que las entidades están dispuestas a asumir tasas de interés más altas para satisfacer su demanda de liquidez.

Por otro lado, un plazo ponderado del saldo de repos de expansión más alto, un mayor crecimiento de los depósitos, un nivel más alto de TES/monto y mayores compras de TES reducen el diferencial IBR-TPM. Los resultados relacionados con el plazo pueden sugerir la presencia de cierto efecto sustitución entre recursos a plazo y overnight. Igualmente, si existe un mayor volumen de TES disponibles como colateral para respaldar las operaciones repo, se tienen menores presiones sobre el diferencial de tasas IBR-TPM. En la columna 1, se observa que todas las variables son estadísticamente significativas, a excepción de la variable utilización cupo, y que los signos de cada variable son los esperados. Igualmente, se observa que el sobre encaje ha tenido un rol importante en la determinación del diferencial de tasas y que los depósitos de la DGCPN tuvieron un impacto significativo sobre el diferencial de tasas antes de marzo de 2020. La volatilidad del diferencial de tasas es significativa antes de marzo de 2020, y posteriormente pierde relevancia.⁹²

Tabla R1. 3 Determinantes del diferencial de tasas IBR-TPM (Modelo EGARCH (1,1))

	(1)	(2)	(3)
Constante ($\hat{\beta}_0$)	-0,0123	-0,0074	-0,358
$(IBR - TPM)_{t-1}$	0,9777***	0,9977***	0.8430***
$(IBR - TPM)_{t-2}$	-0,0659***	-0,0812***	-0,0380
$cartera_t$	0,0054***	0,0063***	0,0002
$depósitos_t$	-0,0333*	-0,0171	-0,0574
$\left(\frac{repos}{reserva}\right)_t$	0,0025***	0,0033***	0,0084***
$sobre_encaje_t$	0,0142***	0,0136***	0,0149***
$\left(\frac{TES}{monto}\right)_t$	-0,0052***	-0,0059***	-0,0021***
$plazo_t$	-0,0009***	-0,0032***	-0,0018**
$utilización_cupo_t$	0,0003	0,0000	-0,0019*
$depósitos_TGN_t$	0,0239***	0,0263***	0.0098
$compras_TES_t$	-0,0003***	-0,0000	-0,0002

⁹¹ En la Tabla R1. 3 se reportan los resultados para la muestra total entre enero 2 de 2008 y el 24 de noviembre de 2023 (columna 1), para el periodo que cubre el periodo antes del quiebre estructural del 30 de marzo de 2020 (columna 2), y para el período posterior a este cambio de régimen (columna 3).

⁹² Se hicieron ejercicios adicionales interactuando el sobre encaje con las compras de TES y no se evidencia que las compras de TES potencien el efecto del sobre encaje en el diferencial de tasas. Igualmente, al interactuar la variable de depósitos de la TGN en el BanRep con las demás variables de control se observa que un aumento en los depósitos no aumenta la sensibilidad del diferencial de tasas a la razón de repos/reserva, aunque si potencia el impacto que tiene el sobre encaje sobre dicho diferencial.

<i>vol</i>	0,0555***	0,0799***	0.0259
<i>dfm</i>	-0,1026***	-0,0619**	-0,2806***
<i>dfs</i>	-0,1033***	-0,1088***	-0,0685**
<i>dee</i>	-1,7124***	-2,2508***	-6,7679***
<i>d30Mar2020</i>	28.5831***	(n.a.)	(n.a.)
R^2 ajustado	0,9617	0,9688	0,7894
Estadístico $Q^2(36)$ prueba ARCH	0,9996	0,9998	0,9824

Notas: un asterisco indica que el coeficiente es significativo al 90%, dos al 95% y tres al 99%. (n.a.) denota que no aplica.

Conclusiones

Este recuadro presenta un análisis de la relación entre el diferencial de tasas y la demanda de reservas en Colombia. Para ello, se utiliza el enfoque del FMI (Chen et al., 2023) en el cual se analiza el impacto de los excesos de reservas sobre el diferencial de tasas, y posteriormente se evalúan otros determinantes que pueden afectar su dinámica.

La metodología utilizada por el FMI (Chen et al., 2023) no arroja los mismos resultados para el caso colombiano, dado que en Colombia la implementación de la política monetaria está enmarcada en un esquema de corredor de tasas de interés o de régimen de reservas escasas, a diferencia de Estados Unidos y de la Unión Europea que adoptaron un marco de reservas amplias después de la CFG. Los resultados son robustos cuando se estiman los modelos propuestos por el FMI en distintos periodos de relajación o de contracción de la política monetaria.

Al evaluar otros determinantes del diferencial de tasas se evidencia que, aunque entre 2018 y 2019, el diferencial entre el IBR y la TPM respondió menos a la razón de repos/reserva, dicha respuesta aumentó después de marzo de 2020, fecha en la cual se presentó un quiebre estructural en la relación del diferencial de tasas con sus determinantes. Adicionalmente, se evidencia que el sobre encaje, los TES/monto, y el plazo de los repos de expansión han tenido un impacto significativo sobre el diferencial de tasas en los últimos años.

Referencias

- Afonso, G., Logan, L., Martin, A., Riordan, W., & Zobel, P. (2022). *How the Federal Reserve's Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved* (No. 20220110). Federal Reserve Bank of New York.
- BIS (Bank for International Settlements). (2024). Annual Economic Report.
- Cardozo, P., Gamboa-Estrada, F., Lemus, J. & Vanegas, F. (2022). ¿Por qué en 2019 los altos niveles de repos no generaron una desviación significativa del IBR overnight frente a la tasa de política monetaria? En *Reporte de Mercados Financieros III trimestre de 2022* (págs. 87-98). Banco de la República.,
- Chen, Z., Kourentzes, N., Veyrone, M. R. M., & Veyrone, R. (2023). *Modeling the Reserve Demand to Facilitate Central Bank Operations*. International Monetary Fund.
- González, C., Silva, L., Vargas, C. & Velasco, A. (2013) Uncertainty in the Money Supply Mechanism and Interbank Markets in Colombia. *Ensayos sobre política económica*, 32(73), 36-49.

- Linzert, T., & Schmidt, S. (2011). What explains the spread between the Euro overnight rate and the ECB's policy rate? *International Journal of Finance & Economics*, 16(3), 275-289.
- Martin, A., McAndrews, J., Palida, A. & Skeie, D. (2020). Explaining the Puzzling Behavior of Short-Term Money Market Rates. Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, Agosto 24, 2020, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/08/explaining-the-puzzling-behavior-of-short-term-money-market-rates.html>.
- Würtz, F. R. (2003). A comprehensive model on the euro overnight rate. *Available at SSRN 376231*.

Recuadro 2: Evolución del programa de acumulación de reservas

Laura Viviana León Díaz
Diego Alejandro Martínez Cruz
Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

Introducción

El 19 de diciembre de 2023, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) anunció el inicio de un programa de acumulación de reservas internacionales (RI) por un monto máximo de USD 1.500 millones (m)⁹³. El propósito de este programa es asegurar niveles adecuados de liquidez externa y prepararse para una posible reducción gradual del acceso de Colombia a la Línea de Crédito Flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional (FMI), tal como se anunció durante la renovación de dicho instrumento⁹⁴. Esta decisión también tuvo en cuenta la incertidumbre en el contexto global en ese momento.

En el comunicado oficial que acompañó esta decisión, se informó que el Banco de la República (BanRep) utilizaría opciones *put*⁹⁵ para acumular RI, con un límite mensual de hasta USD 200 m. Estas opciones solo podrían ser ejercidas cuando la Tasa Representativa del Mercado (TRM) esté por debajo de su promedio de los últimos 20 días hábiles. Esta condición contribuye a evitar que el BanRep realice compras en situaciones de presión alcista sobre la tasa de cambio. Además, se enfatizó que la medida no buscaba influir en la tasa de cambio ni modificar su nivel o volatilidad.

El presente análisis ofrece una revisión de las características de las opciones de acumulación de RI y presentan los resultados preliminares del programa de acumulación de reservas durante el primer semestre del 2024. Esto último presentando el avance en el cumplimiento de los objetivos que motivaron su implementación.

En particular, se destaca que la acumulación de RI ha permitido mantener niveles adecuados de estas, lo cual se refleja en la robustez de métricas de referencia internacional, como el **Assesing Reserve Adequacy (ARA) propuesta por el FMI**⁹⁶, implementadas por el BanRep para medir si el nivel de RI es adecuado para cubrir los posibles riesgos que motivan su acumulación. Esto último constituye a su vez una señal robusta de la fortaleza de la posición externa del país.

Antecedentes y características de las opciones de acumulación de reservas

Los objetivos e instrumentos de la intervención se han relacionado principalmente con el logro o mantenimiento de un nivel adecuado de RI, así como la contención de presiones fuertes sobre la tasa de cambio y la moderación de la volatilidad en contextos en el que los mercados de

⁹³ <https://www.banrep.gov.co/es/noticias/jdbr-decidio-iniciar-programa-acumulacion-reservas-internacionales>

⁹⁴ El 26 de abril del 2024 el FMI aprobó un nuevo acuerdo por dos años a favor de Colombia en el marco de la LCF por un monto en Derechos Especiales de Giro (DEG) de 6.133,5 m (300% de la cuota de Colombia en el organismo) que equivale a cerca de USD 8.100 m. Este acuerdo reemplazó el anterior, aprobado en 2022, por un monto en DEG de 7.155,7 m (correspondiente al 350% de la cuota de Colombia), y es considerado por las autoridades colombianas como un instrumento de carácter precautorio para enfrentar riesgos externos.

⁹⁵ Los derivados son instrumentos financieros que dependen del valor de algún otro activo (por ejemplo, futuros, *forwards* y opciones). Una opción *put* es un contrato financiero derivado que le da al comprador el derecho, pero no la obligación, de vender un activo a un precio determinado, en este caso divisas, antes de una fecha de vencimiento concreta. A su vez, el vendedor de la opción adquiere la obligación de comprar el activo subyacente al precio acordado, conocido como precio de ejercicio, si la opción se ejecuta por parte del comprador.

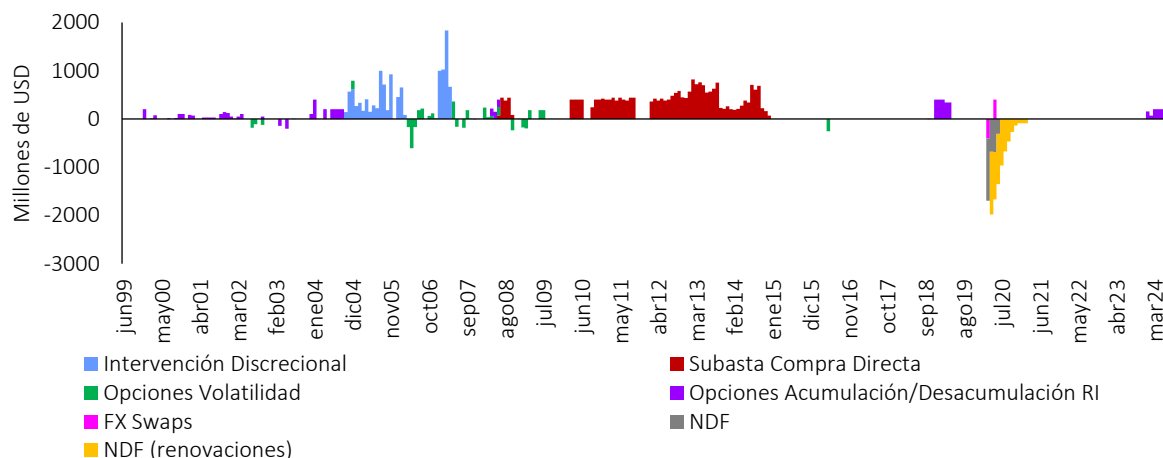
⁹⁶ Ver Moghadam et al., (2011), IMF (2013) y IMF (2015).

cobertura cambiaria no se encontraban suficientemente desarrollados⁹⁷. En este sentido, las principales modalidades de intervención han sido las opciones de acumulación y desacumulación de RI, las opciones de volatilidad, las compras discretionales de divisas en el mercado y las subastas para la compra de montos fijos diarios de reservas.

Las opciones de acumulación de RI fueron el primer instrumento de intervención utilizado por el BanRep en el mercado cambiario, ofreciéndolas por primera vez en diciembre de 1999 (Gráfico R2. 1). En ese momento, se utilizaron con el propósito de llevar las RI a niveles adecuados, después de las reducciones experimentadas en la crisis financiera de fin de siglo, minimizando el impacto sobre la tasa de cambio.

A través de este mecanismo se logró acumular cerca de USD 5.234 m entre 1999 y 2019. En particular, el instrumento fue utilizado en los siguientes periodos: *i)* entre noviembre de 1999 a diciembre de 2002, *ii)* julio de 2003 a agosto de 2004, *iii)* marzo a mayo de 2008 y *iv)* septiembre de 2018 a abril de 2019. Las subastas se suspendieron en momentos en que el peso enfrentó fuertes presiones a la depreciación y cuando se consideró que se había alcanzado el nivel de reservas deseado.

Gráfico R2. 1 Evolución de la intervención mensual del BanRep en el mercado cambiario (Compras netas)



Fuente: BanRep. **Nota:** Mayor detalle de las características de los otros instrumentos para la intervención cambiaria se encuentran en la Circular Reglamentaria DOAM-143, correspondiente al Asunto 5: Intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

Con este instrumento los agentes⁹⁸ pueden adquirir contratos a una prima fijada a través de subasta de precio uniforme⁹⁹, adquiriendo el derecho de vender dólares al BanRep durante el mes de la subasta a la TRM vigente el día de cumplimiento. Este derecho puede ejercerse en

⁹⁷ Para mayor detalle consulte Cardozo, Vargas y Villamizar (2019), Recuadro5: Consideraciones para intervención en el mercado de divisas por parte del Banco de la República ([link](#)), y Rincón, H. et al. (2020).

⁹⁸ Los agentes que pueden participar en estas opciones son los Intermediarios de las Opciones Cambiarias (IOC), conformados por los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC), de que tratan los numerales 1 y 3 del Artículo 8. de la Resolución Externa 1 de 2018 de la Junta Directiva del BanRep, y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

⁹⁹ En este mecanismo, los participantes pueden presentar una o varias ofertas, y las ofertas aprobadas pagarán el mismo precio o tasa de corte. Cada agente puede presentar hasta 5 ofertas por un monto total que no exceda el cupo de la subasta y la razón entre la prima máxima y la prima mínima presentada por un mismo agente no podrá ser superior a 3. Cuando se exceda alguno de estos límites será(n) anulada(s) la(s) oferta(s) con menor prima.

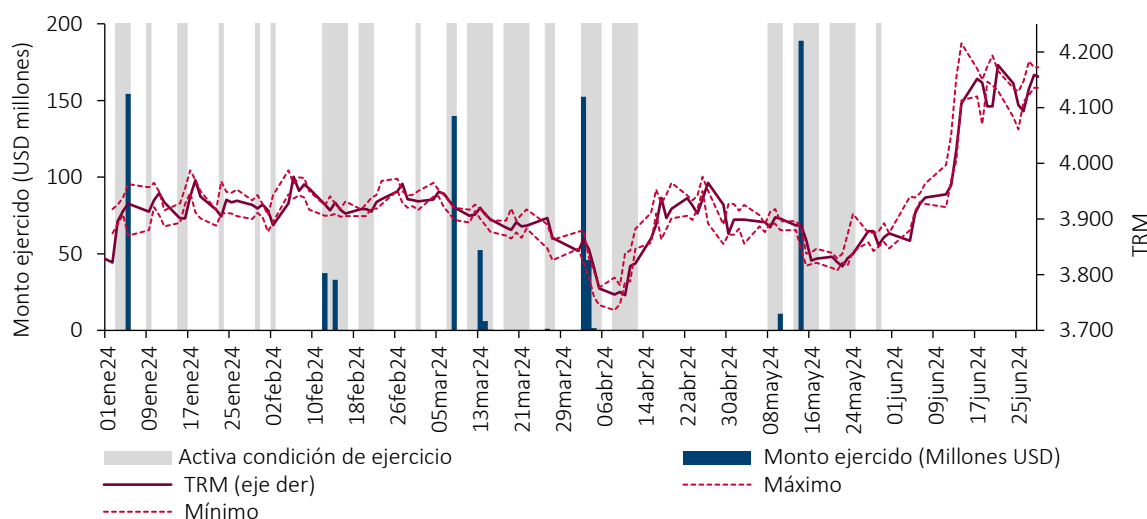
cualquier momento antes del vencimiento de la opción, siempre que la TRM esté por debajo de su promedio de los últimos 20 días hábiles¹⁰⁰.

Es importante destacar que las intervenciones realizadas mediante este mecanismo suelen ser relativamente pequeñas en comparación con los volúmenes negociados en el mercado de contado. Esto garantiza que dicho instrumento no afecte las condiciones de liquidez del mercado. De esta manera, las intervenciones del BanRep no impactan ni la volatilidad ni el nivel de la tasa de cambio. En relación con el período reciente, el volumen promedio mensual negociado en el mercado cambiario en 2024 ha sido de aproximadamente USD 26.400 millones. Este monto es significativamente superior a los USD 200 millones mensuales acumulados mediante las subastas de opciones *put*. Por lo tanto, el programa de acumulación de reservas representa solo el 0,8% del monto negociado en un mes, en promedio, lo que evidencia el impacto acotado que podría tener la intervención del BanRep en el mercado cambiario.

Evolución del programa de acumulación de reservas

Durante el primer semestre de 2024, se han llevado a cabo seis subastas de opciones *put* de acumulación de RI por un total de USD 1.200 m y la condición de ejercicio ha estado activa durante 55 jornadas. Cada subasta ha registrado una demanda significativamente superior al cupo disponible, que en total asciende a USD 6.444 m, evidenciando el buen apetito del mercado por el instrumento.

Gráfico R2. 2 Ejercicio de las opciones put de acumulación



Fuente: BanRep. **Nota:** En el gráfico se presentan los periodos en los cuales ha estado activa la condición de ejercicio de las opciones *put* de acumulación de reservas del BanRep, es decir, los periodos en los que la TRM se encuentra por debajo del promedio móvil de los 20 días hábiles anteriores, así como el monto ejercido. Adicionalmente, se presenta la TRM vigente en cada jornada y el rango (máximo y mínimo) de negociación de cada jornada.

Al cierre de junio, el BanRep ha acumulado RI por USD 824,9 m, lo que representa el 69% de los recursos subastados hasta el momento y el 55% del objetivo total del programa (USD 1.500 m). La mayor parte de la acumulación se llevó a cabo entre marzo y mayo, mientras que, en junio, dada

¹⁰⁰ La intención de ejercicio debe ser informada por los agentes entre las 10 a.m. y 1 p.m. y la operación debe cumplirse ese día hasta las 3 p.m.

la tendencia de depreciación del peso, la condición de ejercicio no estuvo activa y, por tanto, no se vendieron dólares al BanRep (Gráfico R2. 2).

En línea con la acumulación realizada a lo largo del año, las RI han aumentado en USD 1.293 m, totalizando USD 60.901 m a junio de 2024. Además, la rentabilidad positiva de las reservas internacionales obtenida durante el año también ha contribuido al aumento del nivel de reservas, respaldada por los mayores niveles en las tasas de interés a nivel internacional.

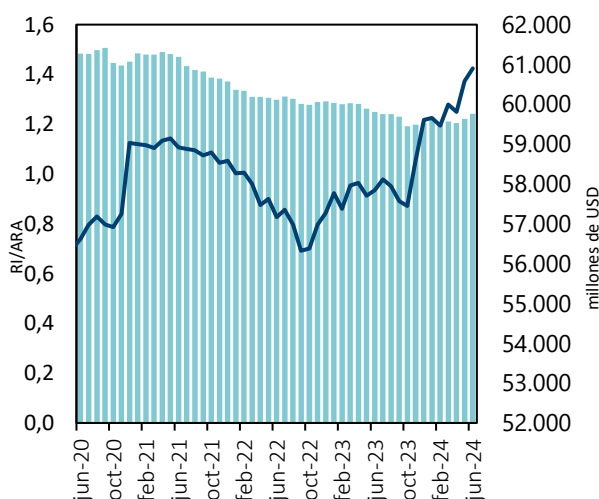
En línea con lo anterior, distintas métricas utilizadas para medir la suficiencia de las RI indican que estas se encuentran en niveles adecuados, y la metodología propuesta por el FMI muestra una leve mejora (Tabla R2. 1 y Gráfico R2. 3). La metodología denominada *Assesing Reserve Adequacy* (ARA) propuesta por el FMI¹⁰¹ busca cubrir los riesgos asociados con la pérdida de acceso al financiamiento externo, la pérdida de confianza en la moneda local, la reversión de los flujos de capital y un posible colapso de la demanda externa¹⁰². Se considera que una economía mantiene niveles adecuados de reservas si la razón de RI a ARA se ubica entre 1,0 y 1,5. Con la última información disponible, a junio de 2024, la razón para Colombia se ubicó en 1,24, mientras que en diciembre de 2023 se ubicaba en 1,21. Adicionalmente, Colombia ocupa el cuarto lugar en la métrica de RI/ARA entre sus pares regionales, posicionándose cerca de México.

Tabla R2. 1 Métricas de nivel adecuado de RI

Métrica	jun-24	Rango recomendado
RI / M3	30,2%	Mayor a 20%
RI / Importaciones	9,34	Mayor a 3
RI / (Amortizaciones de deuda externa + déficit de cuenta corriente)	0,97	Mayor a 1
RI / ARA	1,24	Entre 1 y 1,5

Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 3 Evolución de RI y de la razón de RI/ARA



Fuente: BanRep.

Valoración de las opciones subastadas en 2024

Existen estudios sobre el valor de las opciones utilizadas por el BanRep, los cuales destacan la diferencia que existe entre el precio teórico calculado por los modelos y el valor subastado. Los autores sugieren que esta diferencia puede deberse a la baja demanda de las opciones durante las subastas, la falta de conocimiento del mercado sobre el instrumento, o una valoración de la volatilidad distinta a la observada en el mercado. En primer lugar, Stozitzky (2015) emplea el

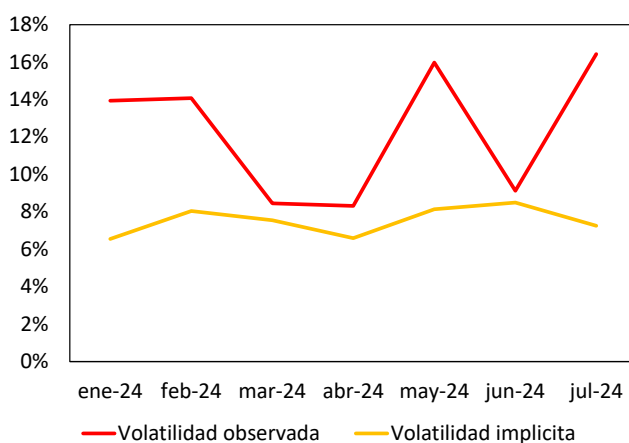
¹⁰¹ Para mayor detalle consultar Moghadam et al., 2011, IMF (2013) y IMF (2015).

¹⁰² Dicha métrica establece que las reservas deben cubrir los principales riesgos de la balanza de pagos en periodos de presión en el mercado cambiario.

algoritmo propuesto por Longstaff y Schwartz (2001) (LSM), modificado para incluir un modelo mixto de saltos de difusión de Merton (1976). Sus resultados indican que un precio diferente al precio teórico podría explicarse por una baja demanda por las opciones al momento de la subasta o por falta de conocimiento del mercado sobre el instrumento. En segundo lugar, Rojas y Villamizar (2021) (WTC) encuentran un resultado similar, replicando el valor de las opciones americanas utilizando un portafolio de opciones europeas¹⁰³. Según estas metodologías, existe una relación positiva entre la prima que se paga por la opción y la volatilidad de la tasa de cambio, lo cual sugiere que el valor estimado de las opciones podría ser diferente al valor subastado porque los agentes usan una medida de volatilidad diferente a la observada en el mercado.

Al replicar las metodologías LSM y WTC se encuentra que los agentes estimaron una volatilidad implícita menor a la observada en el mercado (Gráfico R2. 4). Al presentar sus ofertas, cada agente puede valorar la opción de acuerdo con las condiciones del mercado, la volatilidad de la tasa de cambio y el comportamiento de su promedio móvil de 20 días, entre otros factores. Usando el precio de corte de la subasta sugiere que los agentes, en promedio, han valorado el precio de la opción con una volatilidad menor a la volatilidad del mercado observada ese día.

Gráfico R2. 4 Volatilidad implícita estimada y volatilidad observada



Fuente: BanRep. **Nota:** El cálculo de la volatilidad implícita se obtiene como el promedio de las volatilidades implícitas usando las dos metodologías de valoración (LSM y WTC)

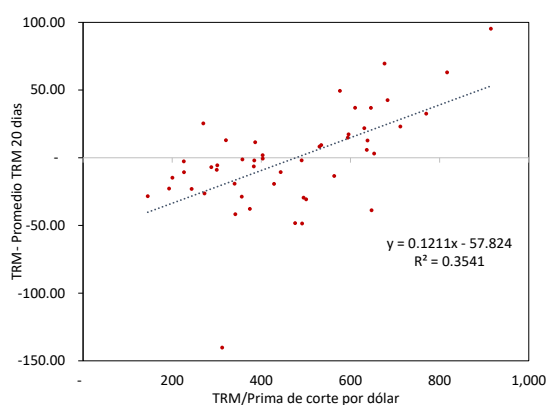
Además, no se observa una relación clara entre el precio de la opción y el monto ofertado. Se destaca la alta discrepancia en los precios presentados por los agentes en las diferentes subastas. Esto es evidente en las posturas presentadas en las subastas, donde es posible encontrar posturas desde 1.300 hasta 29.000 pesos colombianos por cada \$1000 dólares estadounidenses.

A partir de los resultados de las subastas de opciones de acumulación de RI realizadas hasta la fecha, se observa que los participantes suelen ofrecer una mayor prima en escenarios de apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, en escenarios de apreciación, los agentes tienden a ejercer las opciones los primeros días del mes. En el Gráfico R2. 5 se observa la relación positiva

¹⁰³ Una opción europea es un tipo de contrato financiero que le otorga al titular el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente a un precio predeterminado en una fecha específica. Por su parte, una opción americana puede ejercerse por parte del comprador en cualquier momento, antes y en el vencimiento.

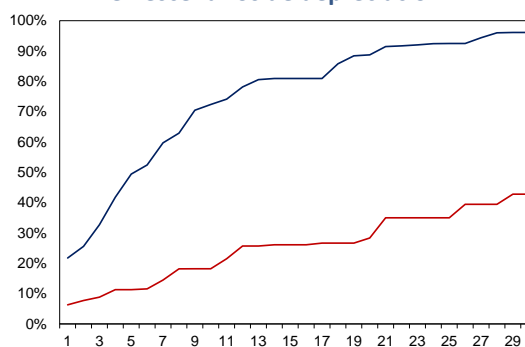
y significativa¹⁰⁴ que existe entre la diferencia de la TRM y su promedio móvil de 20 días¹⁰⁵, y la razón entre la TRM y la prima del corte del día de la subasta¹⁰⁶. Esta relación sugiere que, cuando la condición de ejercicio está activa, los agentes suelen pagar una mayor prima respecto a la TRM por la opción subastada. Además, cuando los agentes adquieren las opciones en periodos de apreciación del peso colombiano, estos suelen ejercer, en promedio, el 80% del monto subastado durante los 15 primeros días del mes (*Gráfico R2. 6*). En contraste, cuando los participantes adquieren las opciones en escenarios de depreciación, los agentes ejercen, en promedio, el 42% del valor de las opciones. Estos resultados sugieren que los agentes suelen pagar un precio mayor por este tipo de opciones en escenarios de apreciación del tipo de cambio.

Gráfico R2. 5 Tendencia del tipo de cambio y precio de corte de las subastas



Fuente: BanRep. **Nota:** Para aproximar la tendencia de corto plazo del tipo de cambio se usa la diferencia de la TRM del día de la subasta y el promedio móvil de 20 días de la TRM. Se escala la variable del precio de la subasta relativo al valor de la TRM del día de la subasta.

Gráfico R2. 6 Porcentaje de ejecución acumulado de las subastas en escenarios de apreciación y promedio de ejecución acumulado de las subastas en escenarios de depreciación



Fuente: BanRep. **Nota:** la línea azul representa la ejecución promedio acumulada diaria de las opciones subastadas el día en que la TRM se ubicó por debajo de su promedio móvil de 20 días, mientras que la línea roja representa la ejecución promedio acumulada diaria de las opciones subastadas el día en que la TRM se ubicó por encima de su promedio móvil de 20 días.

Conclusiones

El programa de acumulación de reservas ha sido efectivo para fortalecer los niveles de liquidez externa en un contexto de reducción del monto de acceso de la LCF y ante un panorama internacional que se mantiene complejo. Se espera que el programa siga fortaleciendo la posición externa del país y se anticipa que las RI mantendrán niveles adecuados conforme a diversas métricas. Esto permitirá a la economía enfrentar con mayor solidez los riesgos y desafíos que puedan surgir en un entorno económico global incierto, asegurando una mayor estabilidad y capacidad de respuesta ante posibles crisis financieras o fluctuaciones del mercado.

¹⁰⁴ El coeficiente de regresión asociado a esta relación es significativo y el coeficiente de determinación (R^2) es positivo y significativo.

¹⁰⁵ Valores por debajo de cero indican que la condición de ejercicio está activa el día de la subasta. También se podría interpretar como una variable que mide la tendencia de apreciación de corto plazo del tipo de cambio, valores positivos representan tendencia de depreciación y valores negativos tendencia de apreciación.

¹⁰⁶ Para hacer comparable la prima a lo largo del tiempo se escala su valor respecto al TRM del día de la subasta. De esta manera, un mayor valor de la prima respecto a la TRM indicaría un mayor valor de la opción.

Adicionalmente, es relevante señalar que el programa no ha afectado las condiciones de liquidez y profundidad del mercado cambiario. Esto se debe a que el monto de las subastas es inferior a los volúmenes transados en el mercado. Específicamente, el programa de acumulación de reservas solo representa el 0,8% del monto negociado en el mercado cambiario en un mes, en promedio, lo cual asegura que la intervención del Banco de la República no tenga incidencia sobre la volatilidad ni el nivel de la tasa de cambio.

Referencias

- Caramazz, F. & Aziz, J. (1998): Fixed Or Flexible?, *International Monetary Fund*.
- Cardozo, P., Vargas, H. & Villamizar, M. (2019). International Reserve Policy and Effectiveness of Sterilized FX Intervention in Colombia; Borradores de Economía 1086.
- International Monetary Fund (2013). Assessing Reserve Adequacy -Further Considerations; *IMF Policy Papers*; Noviembre 13, 2013.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/111313d.pdf>
- International Monetary Fund (2015). Assessing Reserve Adequacy—Specific Proposals; *IMF Policy Papers*; Abril, 2015.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>
- Longstaff, F. A. & E. S. SCHWARTZ (2001): “Valuing American Options by Simulation: A Simple Least-Squares Approach,” *The Review of Financial Studies*, 14, 113–147.
- Merton, R. C. (1976): “Option Pricing when Underlying Stock Returns are Discontinuous,” *Journal of Financial Economics*, 3, 125–144.
- Moghadam, R., Ostry, J. D., & Sheehy, R. (2011). Assessing Reserve Adequacy; *IMF Policy Papers*; Febrero 14, 2011.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>
- Rincón, H. et al. (2020). “Impacto de la intervención cambiaria y su duración”, Ensayos sobre Política Económica, vol. 98.
- Rojas, A. & Villamizar (2021): “Pricing the exotic: Path-dependent American options with stochastic barriers,” *Latin American Journal of Central Banking*, Volume 2, Issue 1, 100025.
- Stozitzky, S. (2015): “Valoración de Opciones Path Dependent de tipo Americano de Corto Plazo en el Mercado USDCOP: Caso Opciones de Control de Volatilidad del Banco de la República”.
<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20151207142956.pdf>.

Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano

Laura Viviana León Díaz
Camilo Andrés Orozco Vanegas

Introducción

En los últimos años, los inversionistas extranjeros han exhibido un menor apetito por acciones del mercado colombiano, pasando de tener una participación del 16% a finales de 2018 a una del 11% en junio de 2024. Esta disminución pudo estar guiada por la reducción en la participación de Colombia en índices de referencia internacionales para mercados emergentes, así como por un contexto retador para los mercados a nivel global tras la pandemia del Covid-19. Adicionalmente hubo cambios en tributarios que pudieron generar incrementos en los costos de inversión de estos agentes¹⁰⁷.

Sin embargo, los extranjeros se han consolidado como los agentes más importantes dentro de la dinámica de este mercado, capturando el 37% del total del monto negociado en los últimos cinco años. Sus negociaciones se han concentrado principalmente las acciones de Bancolombia (ordinaria y preferencial), Ecopetrol e ISA, las cuales a su vez han sido las más representativas dentro del índice MSCI Colcap¹⁰⁸.

Tener un mayor entendimiento de las dinámicas de este tipo de agentes, así como su composición, resulta relevante dada su importancia en el mercado accionario colombiano y las discusiones que se han dado recientemente sobre su posible reclasificación de mercado *emergente a frontera*¹⁰⁹. Colombia se encuentra clasificado como emergente por MSCI, el principal proveedor de índices bursátiles del mundo y, de acuerdo con esto, actualmente cuenta con participación de tres acciones colombianas dentro de su índice de emergentes (MSCI EM), lo cual corresponde al mínimo para hacer parte de dicho grupo¹¹⁰. Teniendo en cuenta lo anterior, el deterioro reciente de la liquidez del mercado y en particular de una de las acciones que hacen parte del índice MSCI EM, han generado preocupaciones sobre una posible reclasificación de Colombia de emergente a frontera¹¹¹. Sin embargo, en los últimos resultados de la revisión anual

¹⁰⁷ En las reformas tributarias aprobadas a finales de 2018 y finales de 2019, se incrementó el impuesto de renta aplicado a los dividendos de 5% al 7,5% y de 7,5% a 10%, respectivamente (Toro et al., 2023).

¹⁰⁸ El índice MSCI Colcap es el índice de referencia principal del mercado accionario colombiano y se compone de los 20 emisores y 25 acciones más líquidas del mercado, ponderando las acciones por capitalización de mercado ajustada.

¹⁰⁹ En 1994 Colombia fue clasificado como país emergente por MSCI, teniendo en cuenta el cumplimiento de los requisitos establecidos en la metodología del proveedor en términos de liquidez, tamaño, estabilidad y facilidades de acceso al mercado. Por su parte, un país clasificado como mercado frontera se caracteriza por contar con un mercado accionario de pequeño tamaño, baja liquidez, con barreras de acceso a los inversionistas internacionales e inestabilidad política y financiera. En este sentido hacer parte de un nuevo índice como resultado de la reclasificación podría implicar un cambio en el tipo de inversionistas, un menor dinamismo y menores flujos de inversión hacia el mercado accionario.

¹¹⁰ Actualmente el índice MSCI EM cuenta con participación de las acciones, preferencial y ordinaria, de Bancolombia e ISA. De acuerdo con la metodología del proveedor para ser parte del grupo de emergentes el país debe contar con mínimo 3 acciones para hacer parte de dicho grupo.

¹¹¹ En el cuarto trimestre de 2023 se iniciaron las discusiones frente a la posibilidad de que MSCI reclasificara el mercado colombiano de emergente a frontera, teniendo en consideración el deterioro en la liquidez del mercado y en particular de la acción de ISA, que al no cumplir con los requisitos de liquidez podría salir del índice y poner en riesgo la clasificación de Colombia como emergente.

realizada por MSCI que se publicaron en junio, Colombia no se encuentra en revisión para ser reclasificado.

Así, este recuadro ofrece un breve análisis a la evolución de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario local, sus características y la composición de su portafolio a nivel local.

Antecedentes

Entre 2010 y 2013 los inversionistas extranjeros incrementaron más del 180% sus tenencias en el mercado accionario del país, al tiempo que la participación de Colombia en el índice de emergentes de MSCI¹¹² (MSCI EM) aumentó de 0,6% a 1% (Gráfico R3. 1 y Gráfico R3. 2). Adicionalmente, en este periodo se modificó el régimen de inversión extranjera simplificando el acceso de estos inversionistas al mercado financiero local¹¹³, se consolidó el grado de inversión del país, y se avanzó en algunas iniciativas orientadas al desarrollo de este mercado, como el inicio del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) y la creación del primer ETF (Toro et al., 2023).

Posteriormente, entre 2013 y 2015, los extranjeros redujeron su saldo en el mercado, en línea con la menor ponderación de Colombia dentro del índice de MSCI, el cual, a diciembre de 2015, tuvo un valor de 0,4%. Pese a lo anterior, la participación de dichos agentes con relación al total del mercado permaneció estable, en un contexto de importantes caídas en los precios del petróleo que afectaron la valoración del mercado local¹¹⁴. Tras esto, la posición de los extranjeros permaneció estable hasta 2018.

Finalmente, a partir de 2018 se ha observado una disminución sostenida de la posición de inversionistas extranjeros en el mercado, al tiempo que Colombia ha disminuido su participación en el índice de referencia de emergentes MSCI EM (0,1% a dic-2023) y se generaron discusiones en torno a su posible reclasificación de mercado *emergente* a mercado *frontera*¹¹⁵. La menor ponderación del país ha estado asociada con la inclusión de las acciones chinas denominadas en yuanes, conocidas como “A-Shares”, dentro del índice MSCI EM, junto con la clasificación de Arabia Saudita, Argentina¹¹⁶ y Kuwait como *emergentes* (Toro et al., 2023). Adicionalmente, otros eventos pudieron tener incidencia en el comportamiento de los extranjeros en este mercado, tales como la pandemia del Covid-19, las rebajas de calificación soberana, y múltiples reformas que tuvieron impacto en los costos del mercado para emisores y participantes¹¹⁷.

¹¹² En 1994 Colombia fue clasificado como país emergente por MSCI, el principal proveedor de índices bursátiles del mundo. Lo anterior teniendo en cuenta el cumplimiento de los requisitos establecidos en la metodología del proveedor de liquidez, tamaño, estabilidad y facilidades de acceso al mercado. De acuerdo con esta clasificación, se incluyen especies colombianas dentro del índice de mercados emergentes calculados por el proveedor.

¹¹³ El 29 de diciembre de 2010 se modificó el *Régimen General de Inversiones de Capital del Exterior en Colombia y de Capital Colombiano en el Exterior* (Decreto 4800 de 2010) de tal forma que, entre otras determinaciones, se eliminó el requerimiento para los inversionistas extranjeros de constituir un *Fondo de Inversión de Capital Extranjero* para adelantar sus inversiones en el mercado financiero local, permitiendo realizarlas a partir de ese momento través de administradores locales.

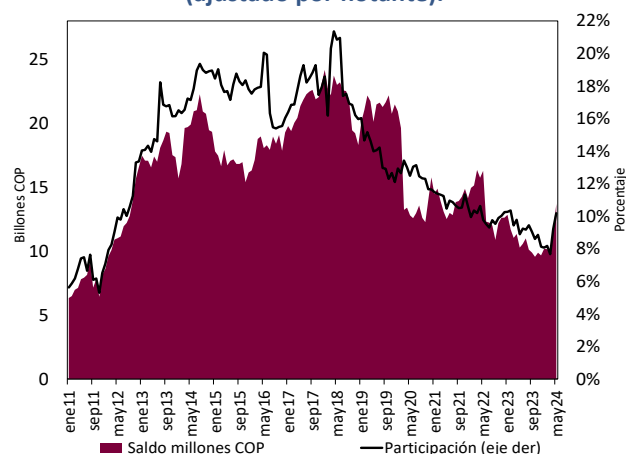
¹¹⁴ Entre junio de 2014 y enero de 2016 los precios del petróleo cayeron cerca de un 70% y la referencia de petróleo Brent alcanzó un nivel mínimo de USD 27,88 por barril el 20 de enero de 2016. En este mismo periodo el índice MSCI Colcap presentó una caída del 31%.

¹¹⁵ Un mercado clasificado como frontera es aquel que se caracteriza por contar con un mercado accionario de pequeño tamaño, baja liquidez, con barreras de acceso a los inversionistas internacionales e inestabilidad política y financiera.

¹¹⁶ Argentina fue clasificada como emergente en 2019, pero perdió dicha clasificación en 2021.

¹¹⁷ En las reformas tributarias aprobadas a finales de 2018 y finales de 2019, se incrementó el impuesto de renta aplicado a los dividendos de 5% al 7,5% y de 7,5% a 10%, respectivamente (Toro et al., 2023). En el 2021, Colombia perdió el grado de inversión por parte de dos de las principales agencias calificadoras Standard & Poor's y Fitch Ratings.

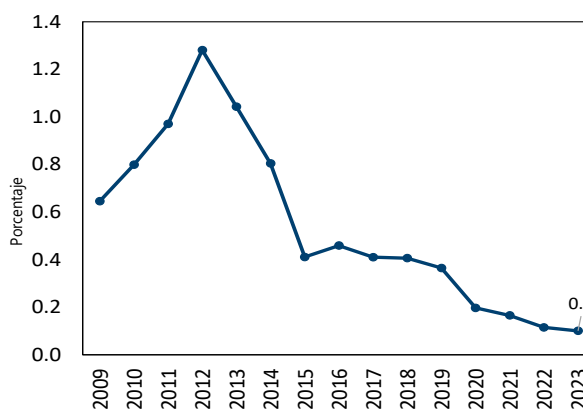
Gráfico R3. 1. Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano (ajustado por flotante).



Fuente: Formato IPEXT del BanRep, Bloomberg. Información a mayo de 2024.

Nota: La participación se calcula como el saldo de los extranjeros en el mercado de renta variable en USD reportado en el formato en el formato IPEXT a una tasa de cambio promedio del mes, sobre la capitalización bursátil del mercado en USD extraído del *World Federation of Exchanges* ajustando por el flotante. El flotante corresponde al porcentaje del mercado que se encuentra libre para negociación, es decir la parte que no se encuentra en manos de inversionistas controlantes.

Gráfico R3. 2. Ponderación de Colombia en el índice MSCI de países emergentes



Fuente: Bloomberg.

Participación de los extranjeros

Flujos de los inversionistas extranjeros

Desde 2010, la participación de los inversionistas extranjeros en las negociaciones totales del mercado ha aumentado¹¹⁸, y en los últimos cinco años se han ubicado como los agentes más importantes (37%¹¹⁹) (*Gráfico R3. 3*). Sin embargo, esto se ha dado en un contexto de una **reducción importante en la liquidez de este mercado**¹²⁰. Por su parte, en los últimos cinco años, las personas naturales han transado el 14% y los FPC el 16%¹²¹. Adicionalmente, las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB), quienes actúan como intermediarios en este mercado, han tenido una participación del 18% de los montos negociados.

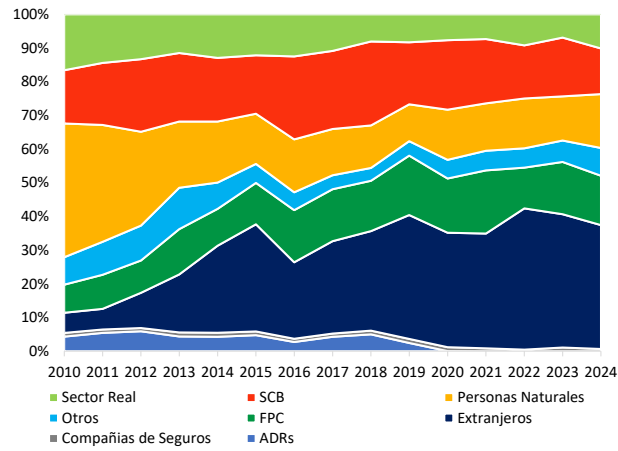
¹¹⁸ La participación de los extranjeros en las negociaciones totales del mercado pasó del 6% en junio 2010 al 37% en junio de 2024.

¹¹⁹ Con información desde enero de 2019 a junio de 2024.

¹²⁰ Los montos negociados en el mercado pasaron de COP 92,5 billones (b) en 2012 a COP 27 b en 2023.

¹²¹ Porcentajes calculados como la participación de las compras y ventas realizadas por cada tipo de agente desde enero de 2019 hasta el 30 de junio de 2024.

Gráfico R3. 3. Participación en montos negociados por agente



Los flujos de estos agentes se han revertido. Entre 2010 y 2017 presentaron en su mayoría compras netas, mientras que en los años siguientes han acumulado ventas, con excepción del 2022 (Gráfico R3. 4). Lo anterior refleja posiblemente el menor apetito de estos agentes por acciones colombianas en el periodo reciente. Adicionalmente, sus negociaciones se encuentran concentradas en las referencias de Bancolombia (preferencial y ordinaria), Ecopetrol e ISA (Gráfico R3. 5).

Gráfico R3. 4. Compras netas acumuladas de los inversionistas extranjeros

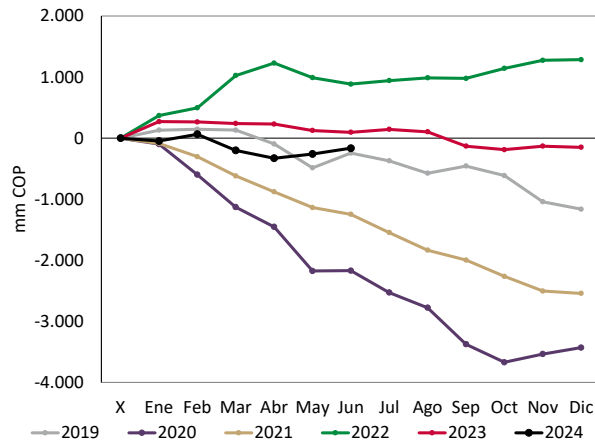
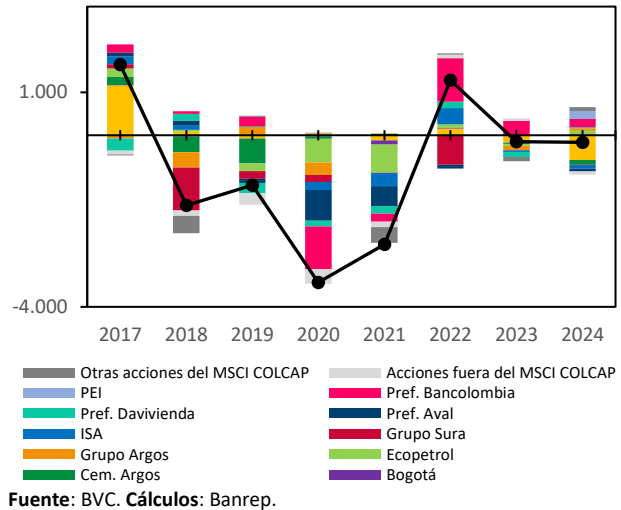


Gráfico R3. 5. Flujo neto de compras por acción de los inversionistas extranjeros



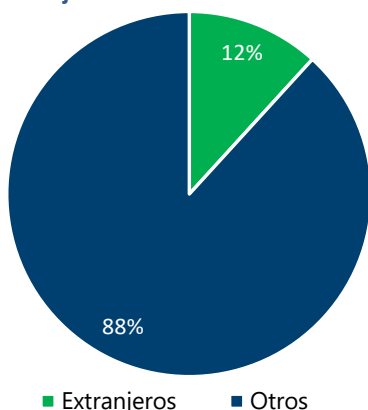
Saldos de los inversionistas extranjeros

A pesar de que los inversionistas extranjeros han venido reduciendo sus tenencias en el mercado accionario, aún mantienen el 12% del total de las acciones en circulación¹²² (Gráfico R3. 6). Desde

¹²² La información de saldos usada en esta subsección contempla la información de inversionistas extranjeros de portafolio con identidad conocida y/o no controlantes. Dentro de la clasificación de extranjeros, el 7,9% pertenece a los extranjeros controlantes y el restante 4,1%, a otro tipo de extranjeros.

el 2019 el saldo de los inversionistas extranjeros se ha reducido en 62,3%. Esta caída estuvo explicada por la salida de los fondos mutuos, que pasaron de tener un saldo de COP 11,6 billones (b) en junio de 2019 a COP 5,10 b en julio de 2024 (Gráfico R3. 7). A julio de 2024, este grupo de agentes es el más importantes dentro de la composición de los inversionistas extranjeros con un 55%, seguidos por otros agentes como los fondos de pensiones internacionales que representan el 15% del grupo, los bancos extranjeros con un 13%, y las autoridades monetarias con un 10%. Lo anterior guarda cierta similitud con la composición de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública (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).

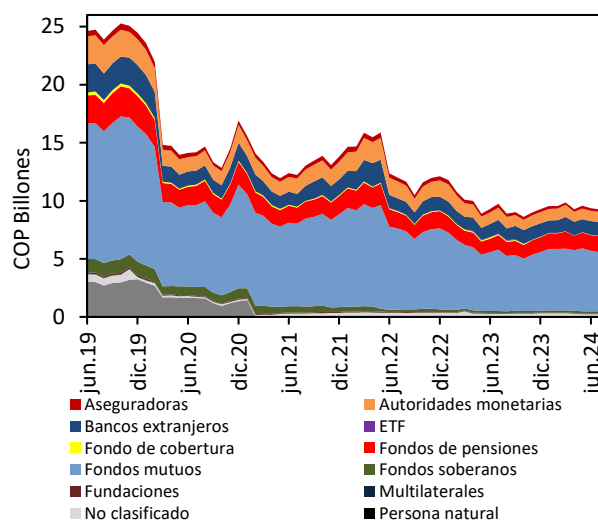
Gráfico R3. 6. Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Nota: En el rubro de extranjeros se incluyen a los agentes que están clasificados como tal en Deceval, excluyendo aquellos cuya identidad se desconoce, los cuales se encuentran incorporados en la porción de "Otros". Dentro de la clasificación de extranjeros, el 7,9% pertenece a los extranjeros controlantes y el restante 4,1%, a otro tipo de extranjeros.

Gráfico R3. 7. Saldos de los tipos de inversionistas extranjeros en el mercado accionario



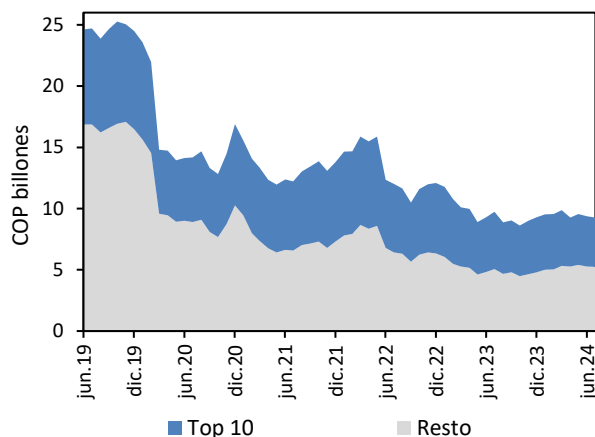
Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Por otro lado, si bien los diez tenedores extranjeros más grandes de acciones acumulan el 43,5% del saldo total de extranjeros a junio de 2024, no se observa una concentración significativa en este mercado (Gráfico R3. 8). Al analizar la concentración mediante el índice Herfindahl Hirschman (IHH, por sus siglas en inglés), se evidencia que no hay una alta concentración en la base total de inversionistas extranjeros ni en los grupos más importantes, como los fondos mutuos (Gráfico R3. 9). Sin embargo, el único caso de alta concentración se observa en las autoridades monetarias. Este grupo, compuesto por pocos agentes, presenta un IHH promedio del 52% desde 2019.

En línea con los flujos observados en la sección *Flujos de los inversionistas extranjeros* de este recuadro, aunque las tenencias de los extranjeros en el mercado accionario se encuentran focalizadas en las acciones de Bancolombia, ISA y Ecopetrol, la participación de estos inversionistas en este grupo de acciones es diversificada y no presenta una alta concentración. Aun así, se destaca la reducción del apetito de dichos agentes sobre la especie de Ecopetrol, lo cual pudo estar asociado con su salida del índice MSCI EM en diciembre de 2022. Consecuentemente, su portafolio ha perdido diversificación en los últimos cinco años y han tendido a concentrar su participación en el emisor Bancolombia, quien representa el 56,4% de su portafolio en acciones locales (Gráfico R3. 10). A pesar de esto, tras calcular el IHH para las acciones con mayores

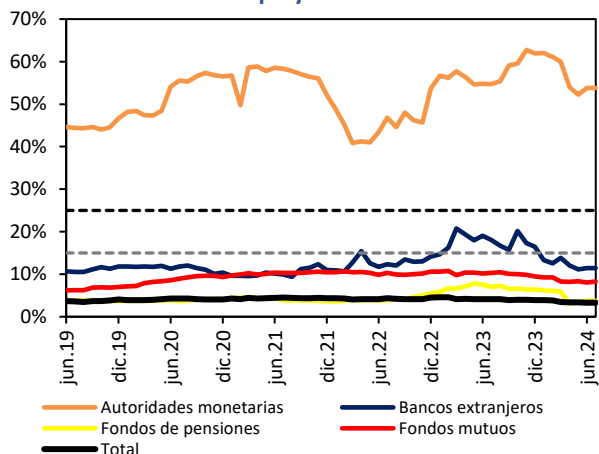
tenencias de extranjeros, no hay evidencia de una alta concentración para las emisiones de Bancolombia, no obstante, en línea con la salida de Ecopetrol del índice MSCI EM, desde 2022 se ve una menor diversidad de agentes con esta especie (*Gráfico R3. 11*).

Gráfico R3. 8. Saldo por extranjero



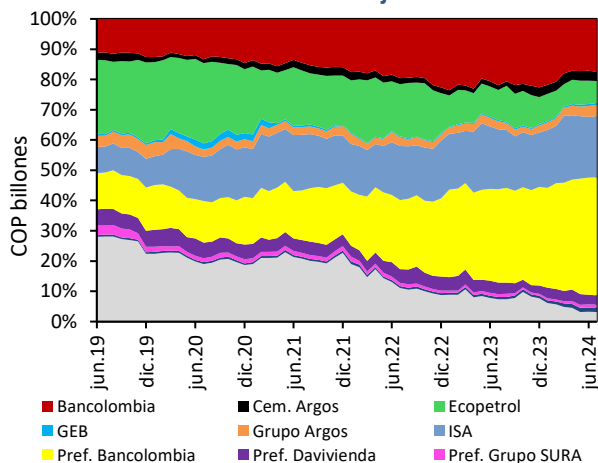
Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Gráfico R3. 9. ÍHH de los inversionistas extranjeros por tipo y total



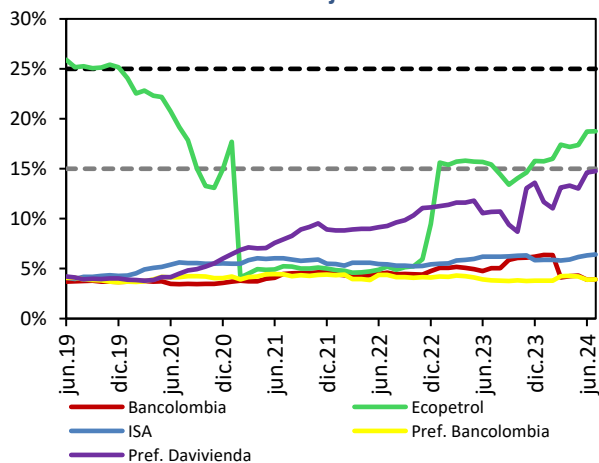
Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep. Nota: La línea punteada gris corresponde al valor de 15% (medianamente concentrado), mientras que la línea punteada negra corresponde al valor de 25% (altamente concentrado).

Gráfico R3. 10. Portafolio de acciones locales de accionistas extranjeros



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep.

Gráfico R3. 11. ÍHH de las acciones con mayor tenencia de extranjeros



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep. Nota: La línea punteada gris corresponde al valor de 15% (medianamente concentrado), mientras que la línea punteada negra corresponde al valor de 25% (altamente concentrado).

Consideraciones finales

A pesar de la disminución en sus tenencias, los inversionistas extranjeros continúan desempeñando un papel relevante en el mercado accionario colombiano, posicionándose como los principales actores en las negociaciones totales. La evolución del saldo total de estos agentes

en los últimos años parece seguir el comportamiento de la participación de Colombia en el índice MSCI EM. En consecuencia, sus inversiones se han concentrado en las acciones que aún forman parte de dicho índice, lo que ha ocasionado una pérdida de diversificación en sus portafolios. Además, al igual que en el mercado de deuda pública, los fondos mutuos y los fondos de pensiones internacionales se destacan como los agentes extranjeros más significativos.

En este contexto, los sectores público y privado han colaborado en los últimos años para promover un mayor desarrollo del mercado accionario y otros mercados de valores. Esta colaboración busca fortalecer aspectos fundamentales como la liquidez, la accesibilidad, los emisores y la promoción de estos mercados a nivel internacional. Como resultado, el Gobierno Nacional ha impulsado diversos proyectos de ley para dinamizar el mercado accionario. Entre las reformas propuestas se incluyen una mayor participación de formadores de liquidez, facilidades para las ventas en corto y la transferencia temporal de valores, así como el fomento a la emisión y colocación de valores bajo condiciones más flexibles para los emisores. Asimismo, se han implementado disposiciones normativas para incrementar la participación de los Fondos de Inversión Colectiva, las Sociedades Comisionistas de Bolsa y otros agentes del mercado accionario.

Finalmente, se han puesto en marcha otras iniciativas, como la integración regional de las Bolsas de Valores de Chile, Perú y Colombia, la cual se espera que, una vez en operación en 2025, promueva una mayor liquidez y profundidad del mercado, así como un aumento en el número de participantes. De este modo, se anticipa que esta integración convierta a dicho mercado en uno de los más relevantes de Latinoamérica.

Referencias

Toro, J. (coordinador); Arango, L.; Gamboa, F.; León, L.; López, M.; Martínez, D.; Melo, L.; Quicazán, C.; Rincón, H.; Rodríguez, N.; Romero, J.; Ruiz, M.; Ruiz, C.; Sánchez, A.; Sarmiento, M.; Villamizar, M. (2023). Flujos de capital de portafolio en Colombia. Ensayos sobre Política Económica (ESPE), núm. 105, julio 2023.

<https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10668/Espe105.pdf> .

Glosario de abreviaciones

4T23: Cuarto trimestre de 2023	CHL: Chile	IPC: Índice de Precios al Consumidor
1T24: Primer trimestre de 2024	CHF: Franco Suizo	ISE: Indicador de Seguimiento Económico
2T24: Segundo trimestre de 2024	COL: Colombia	JDBR: Junta Directiva del Banco de la República
ACPM: aceite combustible para motores	COP: Peso colombiano	JPY: Yen Japonés
AIE: Agencia Internacional de Energía	DGCPTN: Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional	MEX: México
BanRep: Banco de la República de Colombia	DTF: Tasa de interés de los certificados de depósito a término 90 días	MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo
Banxico: Banco de México	EMBI: <i>Emerging Market Bond Indexes</i>	MHCP: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia
BAS: <i>Bid-Ask spread</i>	EME: Encuesta mensual de expectativas del BanRep	OIS: <i>Overnight Index Swaps</i>
BCB: Banco Central de Brasil	EOF: Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y BVC	O/N: Overnight
BCCh: Banco Central de Chile	EUR: Euro	OPA: Oferta Pública de Adquisición
BCE: Banco Central Europeo	FAO: Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura	OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
BCRP: Banco Central de Reserva del Perú	FBEI: <i>Forward Breakeven Inflation</i>	PCMTDP: Programa de Creadores de Mercado para Títulos de Deuda Pública
BEI: Breakeven Inflation	FED: Reserva Federal de EE. UU.	PER: Perú
BoE: Banco de Inglaterra	FMI: Fondo Monetario Internacional	PIB: Producto Interno Bruto
BoJ: Banco de Japón	FPC: Fondo de Pensiones y Cesantías	SEN: Sistema Electrónico de Negociación
BRA: Brasil	FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto	SEK: Corona Sueca
BVC: Bolsa de Valores de Colombia	GEA: Grupo Empresarial Antioqueño	SOFR: <i>Secured Overnight Financing Rate</i>
DCV: Depósito Central de Valores	GNL: Gas natural licuado	TES: Títulos de Tesorería
CAD: Dólar Canadiense	GBP: Libra Esterlina	TF: Tasa Fija
CDR: Certificados de Depósito Reajustables	IBR: Indicador Bancario de Referencia	TPM: Tasa de política monetaria
CDS: <i>Credit Default Swaps</i>	IIF: Instituto de Finanzas Internacionales	USD: Dólar Estadounidense
CDT: Certificado de depósito a término fijo	IMC: Intermediarios del Mercado Cambiario	UVR: Unidad de Valor Real