

RMF

Reporte de Mercados Financieros

III trimestre de 2024





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer trimestre del 2024

Banco de la República

Octubre 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	7
2. Resumen ejecutivo	10
2.1. Entorno internacional.....	10
2.2. Percepción de riesgo a nivel local	11
2.3. Mercado de renta fija y monetario	11
2.4. Mercado cambiario	14
2.5. Mercado accionario.....	14
3. Entorno internacional	15
Sombreado 1: Episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante agosto de 2024 21	
4. Percepción de riesgo a nivel local	26
5. Mercado de renta fija y monetario	31
5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica.....	31
5.2. Mercado monetario colombiano	35
5.3. Mercado de deuda pública interna y externa	37
5.4. Mercado de deuda privada	42
6. Mercado cambiario	43
6.1. Mercado cambiario global.....	43
6.2. Mercado cambiario local	47
7. Mercado accionario.....	49
8. Recuadros.....	53
Recuadro 1: Sensibilidad de las tasas OIS de Colombia a factores idiosincráticos, regionales e internacionales.....	53
Recuadro 2: Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia .	61

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Tasa de desempleo en economías desarrolladas.....	16
Gráfico 2. Expectativas de crecimiento.....	16
Gráfico 3. PMI manufacturero	17
Gráfico 4. Inflación en economías desarrolladas.....	17
Gráfico 5. Expectativas de inflación implícitas en el mercado de swaps.....	18
Gráfico 6. Tasas OIS a cinco años	18
Gráfico 7. Senda implícita de política monetaria en Estados Unidos (mercado de futuros).....	20
Gráfico 8. Índices de condiciones financieras	20
Gráfico 9. Indicadores de percepción de riesgo.....	20
Gráfico 10. Flujos acumulados de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes (USD mm)	20
Gráfico 11. Cambio en los precios de productos generadores de energía.....	25
Gráfico 12. Pronósticos del precio del petróleo (<i>spot</i> promedio anual)	25
Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos	26
Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica	27
Gráfico 15. EMBI en Latinoamérica.....	27
Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia	28
Gráfico 17. Expectativas de inflación para Colombia.....	28
Gráfico 18. Evolución de los componentes del gasto del PIB colombiano desde el 4T19.....	29
Gráfico 19. Evolución de la formación bruta de capital fijo para Latinoamérica desde el 4T19	29
Gráfico 20. Indicadores de confianza para Colombia	30
Gráfico 21. Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión en Colombia	30
Gráfico 22. Inflación en los países de la región.....	32
Gráfico 23. Expectativas de corto plazo de Inflación en los países de la región y en EE.UU.....	32
Gráfico 24. Expectativas de inflación libres de primas a 1, 5 y 8 años, y prima por riesgo inflacionario (PRI)	33
Gráfico 25. FBEL a distintos plazos neto de prima por riesgo inflacionario y liquidez relativa a distintos plazos.....	33

Gráfico 26. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos.....	34
Gráfico 27. Expectativas de TPM implícitas en el mercado	34
Gráfico 28. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM	36
Gráfico 29. Depósitos remunerados de la DGCPTN en el BanRep y su volatilidad.....	36
Gráfico 30. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (miles de millones).....	36
Gráfico 31. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 2 años	38
Gráfico 32. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años	38
Gráfico 33. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años	38
Gráfico 34. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE.UU.....	38
Gráfico 35. Curva spot de los TES en pesos	39
Gráfico 36. Curva spot de los TES en UVR.....	39
Gráfico 37. Indicador de utilización de capacidad de intermediación para el total del mercado de deuda.....	40
Gráfico 38. Flujos acumulados en 2024 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones de pesos)	41
Gráfico 39. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos).....	41
Gráfico 40. Spread entre las tasas de colocación de los CDT y los TES.....	42
Gráfico 41. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa	42
Gráfico 42. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC (COP miles de millones).....	43
Gráfico 43. Participación por tipo de tasa en las emisiones de deuda privada.....	43
Gráfico 44. VIX y un índice de seguimiento a la dinámica de monedas emergentes	45
Gráfico 45. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar	45
Gráfico 46. Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	45
Gráfico 47. Medidas de liquidez del mercado cambiario	48
Gráfico 48. <i>Carry-to-risk ratio</i> (3 meses).....	49
Gráfico 49. Saldos netos de compra <i>forward</i> y <i>swaps</i> peso-dólar.....	49

Reporte de Mercados Financieros

Gráfico 50. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	50
Gráfico 51. Evolución de los índices accionarios de la región.....	51
Gráfico 52. Volatilidad condicional índices accionarios	51
Gráfico 53. MSCI Colcap y volumen transado diario.....	52
Gráfico 54. Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente	52

Índice de Tablas

Tabla 1. Resumen de mercados financieros durante el 3T24	10
Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación	31
Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	44
Tabla 4. Intervención cambiaria del BanRep (compras netas incluyendo vencimientos)	46
Tabla 5. Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)	46
Tabla 6. Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	47

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 tercer trimestre de 2024 (3T24). 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 durante el periodo analizado se caracterizó por una actividad económica resiliente, aunque con indicios de desaceleración hacia el final del trimestre. A su vez, las métricas de inflación retomaron su convergencia hacia las metas establecidas en la mayoría de las principales economías desarrolladas. Este contexto permitió a los bancos centrales adoptar una postura monetaria menos restrictiva en comparación con el trimestre anterior, lo que resultó en una revisión a la baja de las expectativas de política monetaria y en un relajamiento de las condiciones financieras. En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) sorprendió al mercado en su reunión de septiembre, recortando el rango de los Fondos Federales en 50 puntos básicos (pb) y proyectando recortes adicionales por otros 50 pb para lo que resta de 2024 (ver *Entorno internacional*).

No obstante, la incertidumbre internacional se mantuvo elevada, impulsada por señales de desaceleración económica hacia el final del periodo, el agravamiento de conflictos geopolíticos, la proximidad de las elecciones en Estados Unidos y las preocupaciones sobre el panorama fiscal en algunas economías. Estos factores coincidieron con un periodo de volatilidad significativa en los mercados financieros, posiblemente debido a la liquidación de posiciones de *carry trade* tras el fortalecimiento del yen (Ver *Sombreado 1: Episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante agosto de 2024*). A pesar de lo anterior, las economías emergentes experimentaron un aumento en las entradas netas de inversión extranjera de portafolio.

En cuanto a las condiciones financieras globales, estas se tornaron más laxas en Estados Unidos y en la eurozona frente al segundo trimestre de 2024 (2T24) ante reducciones importantes de las tasas de interés durante el trimestre en línea con el cambio en las expectativas de política monetaria (ver *Mercado de renta fija y monetario*), y ante la valorización de los mercados accionarios en estas economías (ver *Mercado accionario*). En contraste, el Reino Unido y Japón experimentaron condiciones financieras más restrictivas, derivadas de la apreciación de sus

monedas¹, y en el caso de Japón también por las mayores tasas de interés y las caídas en el mercado accionario.

En el mercado de materias primas, los precios del petróleo cayeron debido a expectativas sobre el fin de los recortes adicionales de producción de la OPEP+ y de una menor demanda de China, lo cual también afectó a ciertos *commodities* industriales como el hierro y el acero. Sin embargo, otros metales industriales y/o refugios de valor, como el oro y la plata, se valorizaron impulsados por la debilidad del dólar y el recorte de tasas por parte de la FED.

En América Latina, las tasas de inflación mostraron un comportamiento mixto, al tiempo que la mayoría de los bancos centrales continuaron recortando sus Tasas de Política Monetaria (TPM), aunque de manera más moderada de lo esperado al comienzo del período en Chile (frente a lo que se descontaba a inicios del periodo), mientras que en Brasil se revirtió esta tendencia. En Colombia, los analistas anticipan que la inflación continúe su convergencia hacia el objetivo del 3% establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), aunque persisten riesgos alcistas. En consecuencia, la JDBR recortó la tasa de política monetaria en 100 pb, ubicándola en 10,25% al cierre del tercer trimestre de 2024 (ver *Política monetaria e inflación en Latinoamérica*).

Además, los mercados financieros continúan descontando futuros recortes de la TPM para Colombia los cuales totalizarían 125 pb para las últimas reuniones de 2024. Estas expectativas que se extraen del mercado y en las que participan agentes internacionales, también pueden estar relacionadas con factores globales y regionales, en adición a las características de cada país, como se detalla en el *Recuadro 1: Sensibilidad de las tasas OIS de Colombia a factores idiosincráticos, regionales e internacionales*. En este sentido, las expectativas para Colombia están alineadas con los mayores recortes esperados de la TPM en la mayoría de los países de la región. Sin embargo, a nivel local el mercado anticipa recortes de una magnitud superior en términos absolutos comparado con los pares para 2025.

A nivel local, la deuda pública colombiana experimentó valorizaciones, aunque en menor medida que sus pares en el tramo largo de la curva de rendimientos, en un contexto de incertidumbre fiscal relacionada con las discusiones sobre el Presupuesto General de la Nación para 2025, la propuesta de Ley de Financiamiento, y cifras de recaudo fiscal por debajo de lo anticipado por el mercado (ver *Percepción de riesgo a nivel local y Mercado de deuda pública interna y externa*).

En este escenario, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia compradora que mantuvieron durante la primera mitad del año, lo cual se explicó por la disminución en la ponderación de Colombia en el índice *GBI-EM Global Diversified* y por la mayor aversión al riesgo hacia activos colombianos, que se reflejó en una mayor prima de riesgo. En contraposición, los

¹ Una apreciación de la moneda tiende a generar un apretamiento de las condiciones financieras, ya que puede afectar negativamente la demanda externa en el corto plazo.

Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) locales se mantuvieron como los principales compradores de deuda pública (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

El mercado accionario colombiano, por su parte, mostró un comportamiento desfavorable, corrigiendo parcialmente las ganancias del primer semestre de 2024 (1S24), en un contexto de menor liquidez (ver *Mercado accionario*).

En el mercado cambiario, el dólar se debilitó frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados y emergentes, impulsado por expectativas de una política monetaria menos restrictiva en Estados Unidos. La mayoría de las monedas de referencia en América Latina se apreciaron, impulsadas además por las decisiones de política monetaria y algunos factores idiosincráticos. El peso colombiano (COP) mostró una ligera depreciación al cierre del trimestre, que pudo estar relacionada con la incertidumbre fiscal y la caída en los precios del petróleo. Además, la volatilidad del peso colombiano aumentó en este periodo, y las medidas de liquidez se deterioraron en comparación con el segundo trimestre de 2024 (ver *Mercado cambiario local*).

En el marco del programa de acumulación de reservas internacionales (RI) anunciado por el BanRep en diciembre de 2023, al cierre del 3T24 se ha adquirido un total de USD 1.336,8 millones, lo que representa el 74% de los recursos subastados hasta septiembre de 2024 y el 89% del objetivo total del programa, que asciende a USD 1.500 millones.

Finalmente, en el mercado monetario colombiano, el BanRep implementó acciones para mantener adecuados flujos de liquidez, evitando así que el IBR a un día se desviara de manera significativa y persistente de la TPM. Por su parte, el comité rector del IBR aprobó un aumento en los montos operados y modificó los horarios de establecimiento de posturas, buscando fortalecer el esquema operativo en línea con las mejores prácticas internacionales establecidas por el BIS, IOSCO y FSB (ver *Recuadro 2: Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia*). Además, la JDBR redujo el requerimiento de encaje de los establecimientos de crédito con el fin de contribuir al proceso de profundización financiera de la economía y adaptar esta herramienta al esquema de inflación objetivo del BanRep.

Todo lo anterior se detalla en la *Tabla 1*, que presenta la variación durante el 3T24 de algunos indicadores de los mercados financieros de las principales economías desarrolladas, Colombia y nuestros pares de la región, así como de las materias primas de mayor relevancia 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 3T24

	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	-25	-13	-18	5,8%	0,9%			
Japón	20	3	-17	10,7%	-4,2%			
Alemania	-25	-74	-35	3,9%	2,2%	-0,2		
EE.UU.	-50	-105	-54	-4,8%	5,5%	4,3	-4,0	
Colombia	-100	-108	-66	-0,7%	-5,3%	4	12	-16,9%
UVR		-54	-53					
Brasil	25	56	10	2,6%	6,4%	-18	-9	-8,1%
México	-50	-109	-40	-7,5%	0,1%	10	-4	-16,4%
Chile	-25	7	-119	4,4%	1,2%	-3	-2	3,7%
Perú	-50	-53	-80	3,6%	0,2%	-1	0	3,7%
Otros EM ⁵	0	-17	-25	4,0%	7,8%	-12	3	-1,9%

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 Vstoxx.

4. Los *commodities* corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil.

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

2. Resumen ejecutivo

2.1. Entorno internacional

La actividad económica global continuó exhibiendo resiliencia en el 3T24, acompañada de la publicación de algunas cifras de inflación que retomaron una tendencia decreciente y se ubicaron en torno a la meta en la mayoría de las principales economías desarrolladas. No obstante, en el margen se ha comenzado a evidenciar cierta desaceleración de la actividad económica. En este contexto, la mayoría de los principales bancos centrales adoptaron posturas menos cautelosas frente a trimestres previos, lo que generó una corrección a la baja en las expectativas de política monetaria y un relajamiento de las condiciones financieras en la mayoría de estas economías. En particular, la FED sorprendió al mercado en su reunión de septiembre, recortando el rango de los Fondos Federales en 50 puntos básicos (pb) y proyectando recortes adicionales por otros 50 pb para lo que resta de 2024.

El trimestre también estuvo marcado por una mayor incertidumbre a nivel internacional, soportada por las señales de desaceleración económica en el margen, la intensificación de conflictos geopolíticos, la proximidad de elecciones en Estados Unidos, y preocupaciones sobre el panorama fiscal de algunas economías. Estos factores coincidieron con un periodo de volatilidad significativa en los mercados financieros, posiblemente debido a la liquidación de posiciones de *carry trade* tras el fortalecimiento del yen (Ver *Sombreado 1: Episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante agosto de 2024*). No obstante, en el trimestre se observó un incremento de las entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes.

En los mercados de *commodities*, los precios del petróleo disminuyeron debido a las expectativas de que la OPEP+ finalizaría sus recortes de producción y a la menor demanda desde China. Este último factor también afectó algunos *commodities* industriales, como el hierro y el acero, cuyas dinámicas dependen en gran medida del sector inmobiliario chino. En contraste, otros metales industriales y algunos utilizados como reserva de valor, como el oro y la plata, se valorizaron ante la debilidad del dólar y el recorte de tasas por parte de la FED.

2.2. Percepción de riesgo a nivel local

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel local aumentaron, en contraste con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Varios analistas coinciden en que este comportamiento pudo estar asociado con algunos factores locales, dentro de los que se destacan la creciente incertidumbre en el frente fiscal y en torno a la agenda de reformas del Gobierno.

Por su parte, las expectativas de crecimiento mejoraron para 2024 y se acercan a su potencial en 2025, mientras que las de inflación indican que esta retornaría al rango entre 2% y 4% en 2025. 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 ha reflejado en la moderación de los niveles de consumo hacia un nivel más sostenible. No obstante, la baja dinámica de la inversión se mantiene como una preocupación importante en torno a la dinámica futura del crecimiento económico de largo plazo. En este contexto, varios analistas consideran que el desempeño de la percepción de riesgo local durante los próximos meses, 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.

2.3. Mercado de renta fija y monetario

Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 3T24, las tasas de inflación en los países de la región presentaron un comportamiento mixto. En línea con el entorno internacional, la mayoría de los bancos centrales de la región

continuó recortando su tasa de política monetaria. No obstante, este proceso fue más moderado de lo esperado al comienzo del período en Chile y se revirtió en Brasil, debido al aumento en las expectativas de inflación y al dinamismo de la actividad económica, que superó las previsiones.

A nivel local, los mercados financieros continúan anticipando niveles de inflación más cercanos a la meta del 3% establecida por la JDBR. En particular, las expectativas del *Forward Break Even Inflation* (FBEI), ajustadas por primas, cayeron a un año, y para plazos superiores indican que la inflación se mantendría dentro del rango entre 2% y 4%. Sin embargo, persisten riesgos alcistas para la inflación, vinculados con la incertidumbre sobre posibles fenómenos climáticos, futuros ajustes en los precios del ACPM, fluctuaciones de los precios internacionales de materias primas, el ajuste del salario mínimo en 2025 y el potencial impacto de la depreciación del peso colombiano observada a finales del 3T24 sobre los precios de los bienes importados.

En línea con la tendencia decreciente de la inflación y sus expectativas, la JDBR decidió recortar la TPM en 100 pb, ubicándola en 10,25% al cierre del 3T24. Además, los mercados financieros continúan descontando futuros recortes de la TPM para Colombia los cuales totalizarían 125 pb para las últimas reuniones de 2024. Estas expectativas que se extraen del mercado y en las que participan agentes internacionales, también pueden estar relacionadas con factores globales y regionales, en adición a las características de cada país, como se detalla en el *Recuadro 1: Sensibilidad de las tasas OIS de Colombia a factores idiosincráticos, regionales e internacionales*. En este sentido, las expectativas para Colombia están alineadas con los mayores recortes esperados de la TPM en la mayoría de los países de la región. Sin embargo, a nivel local el mercado anticipa recortes de una magnitud superior en términos absolutos comparado con los pares para 2025.

Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante 3T24 el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando así que el IBR *overnight* (O/N) presentara desviaciones importantes frente a la TPM. Los instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez de la economía se complementaron con compras de TES. Además, en el periodo el comité rector del IBR aprobó el aumento en los montos operados para los distintos nodos del esquema y se modificó el horario en el que se establecen las posturas; los dos cambios propenden por un esquema más robusto en línea con las características deseables para indicadores de referencia que han identificado instituciones como el BIS, IOSCO y el FSB. (Ver *Recuadro 2: Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia*).

Durante el trimestre, se observó un aumento en los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el BanRep, y se redujo la volatilidad de dichos depósitos. Adicionalmente, se mantuvo una demanda importante de instrumentos de contracción monetaria del BanRep, acompañada de una demanda significativa de operaciones de expansión transitoria, en línea con lo observado el trimestre anterior.

Por otro lado, la JDBR decidió reducir el requerimiento de encaje de los establecimientos de crédito con el fin de contribuir al proceso de profundización financiera de la economía y adaptar esta herramienta al esquema de inflación objetivo del BanRep. El requerimiento de encaje se definió con el fin de asegurar la liquidez necesaria para que los pagos en la economía fluyan sin interrupciones.

Mercado de deuda pública interna y externa

Durante el trimestre, los títulos de deuda pública de países desarrollados se valorizaron, en línea con las expectativas de una postura de política monetaria menos restrictiva soportadas por la publicación de cifras de inflación y datos económicos en EE.UU. por debajo de las previsiones del mercado.

En Latinoamérica, las tasas de los títulos de deuda pública también se valorizaron en la mayoría de los países, en línea con el entorno global favorable para la renta fija. Este comportamiento también estuvo influenciado por factores idiosincráticos de la región. A nivel local, los títulos colombianos presentaron valorizaciones inferiores a las de sus pares en referencias de largo plazo, en un contexto de mayor incertidumbre fiscal ante las discusiones en el Congreso sobre el Presupuesto General de la Nación para 2025, la radicación de la propuesta de Ley de Financiamiento y la divulgación de cifras de recaudo fiscal que no cumplieron con las expectativas del mercado.

Con respecto a los participantes del mercado de deuda pública local, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia compradora que mantuvieron durante la primera mitad del año. Este comportamiento estuvo influenciado por la disminución en la ponderación de Colombia en el índice *GBI-EM Global Diversified*, tras la inclusión de India, así como por una mayor aversión al riesgo hacia activos colombianos que se vieron reflejados en una mayor prima de riesgo. Los fondos mutuos lideraron las salidas de los inversionistas extranjeros durante el trimestre, mientras que las autoridades monetarias compensaron parcialmente esta tendencia.

Se prevé que los flujos de los inversionistas extranjeros indexados enfrenten una presión a la baja debido a la inclusión de India en uno de los principales índices de referencia empleados por estos agentes para invertir en el mercado de deuda pública en moneda local de Colombia. Por otro lado, los fondos de pensiones locales continuaron siendo los principales compradores de deuda pública colombiana, manteniendo su tendencia compradora durante el trimestre.

Mercado de deuda privada

Las tasas de colocación de Certificados de Depósito a Término (CDTs) disminuyeron durante el trimestre, mientras que el monto colocado mostró un aumento. No obstante, para ciertos plazos, el *spread* entre las tasas de los CDTs y los TES (Títulos de Tesorería) aumentó. Además, el financiamiento a través de la colocación de títulos de deuda corporativa disminuyó frente al trimestre anterior, debido a la ausencia de participación de entidades del sector no financiero.

2.4. Mercado cambiario

Durante el 3T24, el dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados y emergentes, impulsado por las expectativas de una política monetaria menos restrictiva en los EE. UU. En cuanto a las monedas de países emergentes, se observó un comportamiento mixto, aunque la mayoría de las monedas de referencia en Latam se apreciaron, impulsadas por el contexto externo, las decisiones de política monetaria y algunos factores idiosincráticos.

El peso colombiano presentó un comportamiento volátil y cerró el periodo de análisis con una ligera depreciación (0,7%), afectado por factores locales, como la incertidumbre fiscal, y por la disminución de los precios del petróleo. En este contexto, la volatilidad condicional del COP aumentó, y las medidas de liquidez exhibieron, en promedio, un deterioro en comparación con el trimestre anterior. No obstante, la liquidez se mantiene en niveles superiores al promedio observado en los últimos dos años. Adicionalmente, los montos negociados en el mercado *forward* incrementaron, lo cual pudo estar asociado al contexto de alta volatilidad del peso, que ha incentivado la búsqueda de coberturas cambiarias, particularmente por parte de agentes del exterior. En línea con esto, los inversionistas extranjeros presentaron una demanda importante en el mercado *forward* que los llevó a alcanzar una posición máxima histórica en septiembre.

En el 3T24, el BanRep compró USD 511,9 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 1.336,8 m, lo cual representa el 74% de los recursos subastados hasta el cierre del 3T24 y el 89% del objetivo total de acumulación del programa (USD 1.500 m).

2.5. Mercado accionario

El 3T24 fue relativamente positivo para los mercados accionarios de países desarrollados y emergentes. Los mercados se beneficiaron del crecimiento sostenido en los sectores de tecnología y microchips, así como de datos económicos que respaldaron las perspectivas de una economía estadounidense sólida y las expectativas de recortes en las tasas de interés por parte de la FED. Estos factores llevaron a varios índices estadounidenses y al Stoxx 600 de Europa a alcanzar máximos históricos.

A nivel local, el índice MSCI Colcap mostró un desempeño negativo, corrigiendo parcialmente los incrementos registrados durante el 1S24, en un contexto de menor liquidez. Este comportamiento contrastó con lo observado en otros mercados de la región y se explicó principalmente por la desvalorización de acciones de Ecopetrol, Bancolombia y Grupo Sura.

3. Entorno internacional

La actividad económica global ha mantenido la resiliencia observada desde 2023. A pesar de las altas tasas de inflación observadas durante 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*), en las sólidas cifras de crecimiento de Estados Unidos², y en la publicación de datos de PMI³ de servicios que se ubican mayoritariamente en terreno expansivo en las principales economías desarrolladas. En este contexto, los analistas mejoraron sus perspectivas de crecimiento económico para Estados Unidos, Reino Unido y varias economías emergentes (*Gráfico 2*), al tiempo que el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo su proyección de crecimiento global por encima de 3% para 2024 y 2025, de acuerdo con la edición de octubre del *World Economic Outlook* (WEO).

No obstante, en el margen se ha comenzado a evidenciar cierta desaceleración de la actividad económica. Esto se refleja en la publicación de algunas cifras del mercado laboral estadounidense que sugieren una desaceleración del mismo⁴, y la tendencia a la baja de los PMI manufactureros en las principales economías desarrolladas, los cuales se ubican en terreno contractivo en Estados Unidos, la eurozona y Japón (*Gráfico 3*). En esta misma línea, el FMI advierte en el WEO que la proyección de crecimiento a cinco años es más débil que la del plazo de un año para muchas economías avanzadas y emergentes, lo cual sugiere persistentes vientos en contra para las perspectivas de mediano plazo. En el caso de China, el mercado espera que crezca durante 2024 por debajo del objetivo trasado por las autoridades (5%) de ese país, ante la persistente debilidad del consumo y de los sectores manufacturero, de servicios, y de la construcción. Lo anterior llevó al Gobierno chino a anunciar una serie de estímulos, principalmente monetarios, a finales del

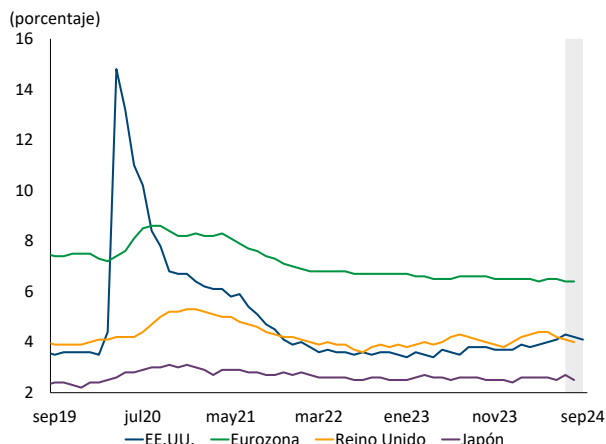
² Mientras que el mercado esperaba una tasa de crecimiento de 2% t/t anualizada durante el 2T24, la economía estadounidense registró una tasa de crecimiento un punto por encima (3%).

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

⁴ De acuerdo con el reporte del mercado laboral de junio, la tasa de desempleo aumentó a 4,1% (esp: 4,0%; ant: 4,0%), al tiempo que las nóminas no agrícolas de mayo registraron una revisión sustancial a la baja (obs: 218 mil; ant: 272 mil), mientras que las de junio (206 mil) evidenciaron un valor inferior al observado en mayo. Según el reporte del mercado laboral de julio: *i*) la tasa de desempleo aumentó a 4,3% (esp: 4,1%; ant: 4,1%); *ii*) las nóminas no agrícolas (114 mil) se ubicaron por debajo de lo registrado en junio (179 mil) y de lo esperado por el mercado (175 mil); y *iii*) los salarios crecieron (3,6% a/a) por debajo de lo registrado el mes anterior (3,8%) y de lo esperado por el mercado (3,7%). Posteriormente, la Oficina de Estadísticas Laborales revisó a la baja en 818 mil el crecimiento de las nóminas no agrícolas reportado durante los doce meses hasta marzo de 2024. Esta revisión implicó que el crecimiento del empleo fue 30% inferior a lo originalmente reportado, y que el nivel de las nóminas no agrícolas cayera 0,5%, siendo la revisión más grande desde 2009. Finalmente, el reporte del mercado laboral de agosto mostró que: *i*) las nóminas no agrícolas (142 mil) se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado (165 mil); y *ii*) se revisaron a la baja las nóminas no agrícolas de julio de 114 mil a 89 mil. Adicionalmente, el informe JOLTS mostró que las ofertas de empleo de julio (7,7 m) se ubicaron por debajo de lo registrado en junio (7,9 m) y de lo esperado por el mercado (8,1 m), mientras que el informe ADP mostró que las nóminas privadas crecieron en agosto (99 mil) por debajo de lo observado en julio (111 mil) y de lo esperado por el mercado (145 mil)

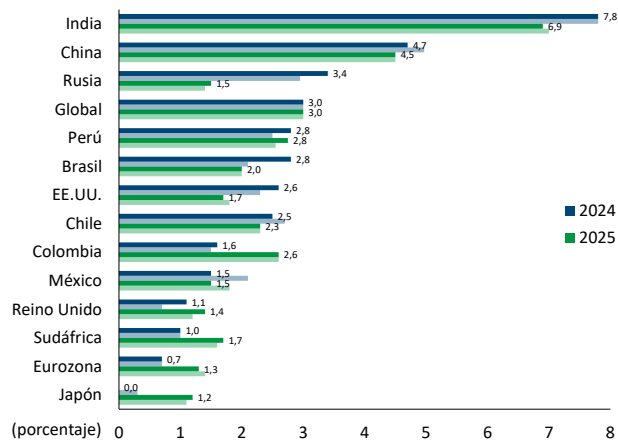
trimestre, los cuales fueron recibidos con optimismo por el mercado pese a la falta de detalles en el frente fiscal⁵.

Gráfico 1. Tasa de desempleo en economías desarrolladas



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

Gráfico 2. Expectativas de crecimiento



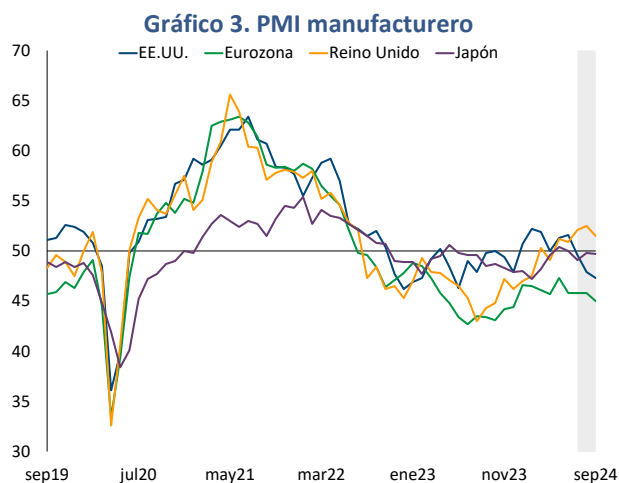
Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las barras más oscuras corresponden a las expectativas más recientes (septiembre) y las más claras a las expectativas de junio de 2024.

La inflación retomó la tendencia decreciente, ubicándose en torno a la meta en la mayoría de las principales economías desarrolladas. Para las principales economías desarrolladas, varias cifras de inflación, tanto total como básica⁶, publicadas durante el trimestre retomaron la tendencia decreciente observada desde 2022 y que se había visto interrumpida durante el último año. Mientras que la inflación total ya se ubica en torno a la meta de 2% fijada por los bancos centrales de estas economías, y en el caso de la eurozona y el Reino Unido se ubica en 1,7%, la inflación básica aún se ubica por encima, reflejando cierta persistencia, explicada principalmente por el comportamiento de la inflación de servicios (*Gráfico 4*). En este sentido, las expectativas de inflación que se extraen del mercado⁷, tanto de corto como de largo plazo, también presentaron reducciones durante este periodo (*Gráfico 5*).

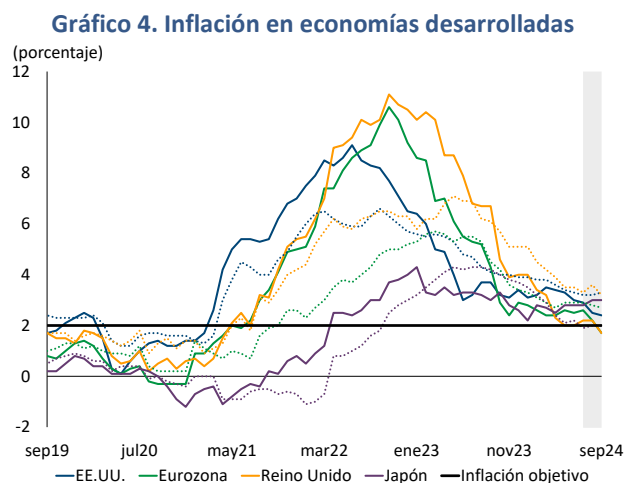
⁵ El 23 de septiembre, el Banco Popular de China redujo sorpresivamente la tasa de operaciones repo a 14 días en 10 pb a 1,85%. El 24 de septiembre, el Banco anunció un paquete de medidas para apoyar el crecimiento económico en el mediano plazo, entre las que se destacan: i) recorte de la tasa de operaciones repo a 7 días en 20 pb a 1,5%; ii) reducción del coeficiente de reservas en 50 pb y potenciales reducciones adicionales entre 25 pb y 50 pb antes de finalizar el año; iii) recorte de la tasa de préstamos hipotecarios existentes en 50 pb, y de la cuota inicial para hipotecas de segunda propiedad en 10 pp; iv) incremento del 60% al 100% en el apoyo del Banco para préstamos de vivienda asequible; v) establecimiento de una facilidad swap a la que podrán acceder comisionistas, fondos y aseguradoras con el fin de adquirir liquidez para fondear posiciones en el mercado accionario; y vi) establecimiento de una facilidad de préstamo para apoyar la recompra de acciones. Posteriormente, el 25 de septiembre, el Banco redujo la tasa de facilidad de préstamos a mediano plazo a 1 año en 30 pb a 2,00%, como parte del paquete de medidas para apoyar el crecimiento económico anunciado ayer.

⁶ 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).

⁷ De acuerdo con el mercado de *swaps*, las expectativas de inflación a un año disminuyeron 34 pb a 2,03% en Estados Unidos, 34 pb a 1,56% en la eurozona, y 57 pb a 3,87% en Reino Unido. A largo plazo (en 5 años a 5 años), las expectativas disminuyeron 12 pb a 2,46% en Estados Unidos, 20 pb a 2,10% en la eurozona, y 13 pb a 3,26% en Reino Unido.



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.



Fuente: Bloomberg. **Nota:** Las líneas sólidas corresponden a la inflación total y las punteadas a la inflación núcleo.

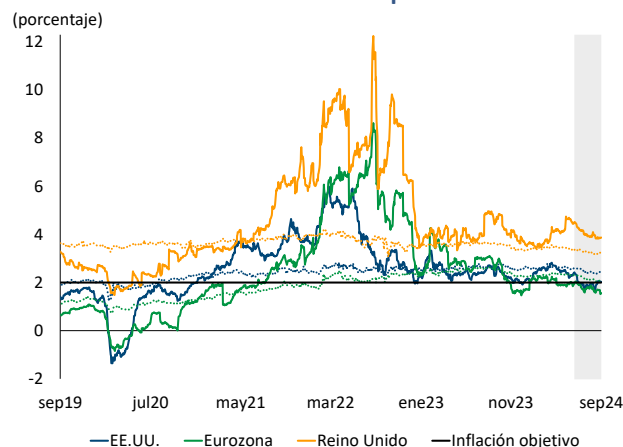
En este contexto, la mayoría de los principales bancos centrales adoptaron una postura menos cautelosa frente a los trimestres previos, lo que condujo a una corrección a la baja en las expectativas de política monetaria durante el trimestre. Dado que la inflación retomó la tendencia a la baja y se acerca a la meta en la mayoría de las principales economías desarrolladas, y que el mercado laboral ha comenzado a evidenciar una desaceleración en el margen, durante el trimestre la FED, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) recortaron sus tasas de política monetaria en 50 pb, 25 pb y 25 pb, respectivamente. El recorte hecho por el BCE se sumó a un primer recorte de 25 pb hecho durante el 2T24. Por el contrario, el Banco de Japón (BoJ) sorprendió al mercado a finales de julio al aumentar su tasa de política monetaria a 0,25% desde el rango entre 0,0% y 0,1% que estaba vigente desde marzo de este año. Esta decisión estuvo en línea con las presiones inflacionarias que se han evidenciado durante el año y con la marcada debilidad que había exhibido el yen japonés hasta inicios de julio.

En línea con lo anterior, los mercados financieros evidenciaron expectativas de mayores recortes de las tasas de política monetaria en las principales economías desarrolladas⁸ (Gráfico 6). En el caso de Estados Unidos, el mercado de futuros descontaba a inicios del trimestre reducciones de 50 pb durante el 2024, por encima de la reducción de 25 pb que proyectaba la mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) en junio. No obstante, en su reunión de septiembre la FED sorprendió a buena parte del mercado al recortar el rango de los Fondos Federales en 50 pb y proyectar otros 50 pb de recortes durante lo que resta de 2024. El mercado, por su parte, descontaba a finales de septiembre recortes adicionales por 75 pb (Gráfico 7). En el caso del BCE, el mercado de *swaps* pasó de descontar en junio 75 pb de recortes acumulados

⁸ De acuerdo con el mercado de OIS, el cual refleja expectativas de la TPM promedio a distintos plazos.

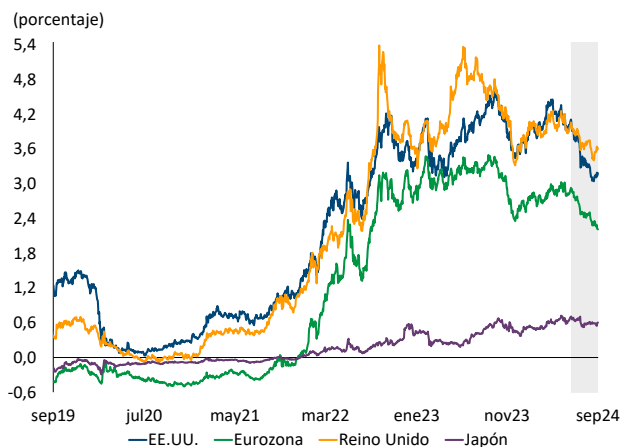
durante 2024, a 100 pb en septiembre. En cuanto al BoE, el mercado aumentó el ritmo esperado de recortes de 50 pb a cerca de 75 pb. Finalmente, en el caso del BoJ, el mercado mantuvo su expectativa de incrementos para 2024 entre 25 y 50 pb.

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 financieras⁹, estas se tornaron más laxas en Estados Unidos y en la eurozona. Como consecuencia del cambio de las expectativas de política monetaria, las tasas de los títulos de renta fija presentaron reducciones importantes durante el trimestre (ver *Mercado de renta fija y monetario*). Lo anterior contribuyó en buena medida al relajamiento de las condiciones financieras en la mayoría de los países desarrollados. Adicionalmente, la valorización de los mercados accionarios en estas economías¹⁰ (ver *Mercado accionario*) también contribuyó al relajamiento de las condiciones financieras (*Gráfico 8*). No obstante, en el caso del Reino Unido, la apreciación de la libra esterlina más que contrarrestó el efecto de las menores tasas y de la fortaleza del mercado accionario, mientras que, en el caso de Japón, la fuerte apreciación del yen, sumada a las mayores tasas de interés y al debilitamiento del mercado accionario, contribuyeron al importante apretamiento de las condiciones financieras en este país.

A nivel internacional, el trimestre estuvo marcado por una mayor incertidumbre a nivel internacional, soportada por las señales de desaceleración económica en el margen, la intensificación de conflictos geopolíticos, la proximidad de elecciones en Estados Unidos, y preocupaciones sobre el panorama fiscal de algunas economías. Estos factores estuvieron acompañados de una liquidación importante de posiciones de *carry trade* por parte de

⁹ 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.

¹⁰ En medio de resultados corporativos favorables y del optimismo frente al futuro de la inteligencia artificial.

inversionistas internacionales. Durante el trimestre, los indicadores de apetito por riesgo a nivel internacional, como lo son el *Vix*¹¹, el *Vstoxx*¹² y el *Move*¹³, presentaron una alta volatilidad, especialmente durante los primeros días de agosto cuando aumentaron de manera importante (*Gráfico 9*). Lo anterior estuvo asociado con: *i*) la fuerte apreciación del yen japonés tras la decisión del BoJ a finales de julio, lo cual condujo a liquidaciones importantes de posiciones de *carry trade* por parte de inversionistas internacionales; *ii*) la publicación de cifras del mercado laboral estadounidense que hicieron temer una marcada desaceleración de la actividad económica en ese país; y *iii*) algunos factores técnicos que pudieron exacerbar los movimientos financieros (ver *Sombreado 1: Episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante agosto de 2024*). Adicionalmente, la volatilidad observada a nivel internacional también estuvo asociada con: *i*) la intensificación de los conflictos geopolíticos, especialmente en Medio Oriente luego que se abrieran nuevos frentes del conflicto con los ataques de Israel a Hezbolá en el Líbano, y el aumento de las tensiones entre Irán e Israel; *ii*) la proximidad de las elecciones presidenciales y legislativas en Estados Unidos (5 de noviembre) y su incidencia en el frente fiscal, migratorio y comercial¹⁴; y *iii*) las continuas preocupaciones en el frente fiscal en Estados Unidos y varias economías europeas¹⁵.

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

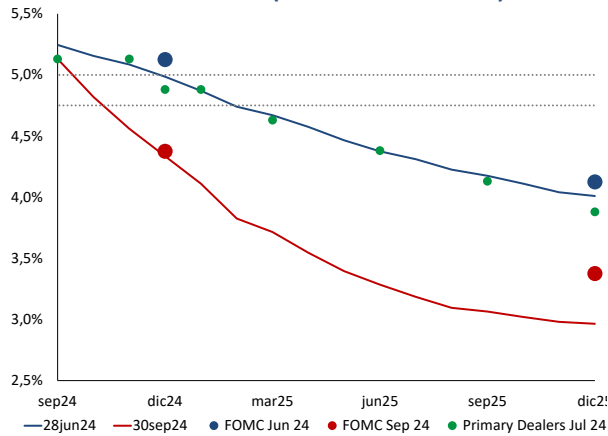
¹² El *Vstoxx* refleja la volatilidad implícita en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil Euro Stoxx 50.

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

¹⁴ Varios analistas consideran que, hoy existe un mayor consenso bipartidista en torno al tamaño del Estado dentro del PIB, y a favor de la imposición de medidas restrictivas de la migración y del comercio internacional. De esta manera, si bien el futuro en los frentes fiscal, migratorio o comercial puede variar sustancialmente dependiendo de quien gane la presidencia y de cómo quede organizado el Congreso, no se proyectan mejoras sustanciales en estos frentes.

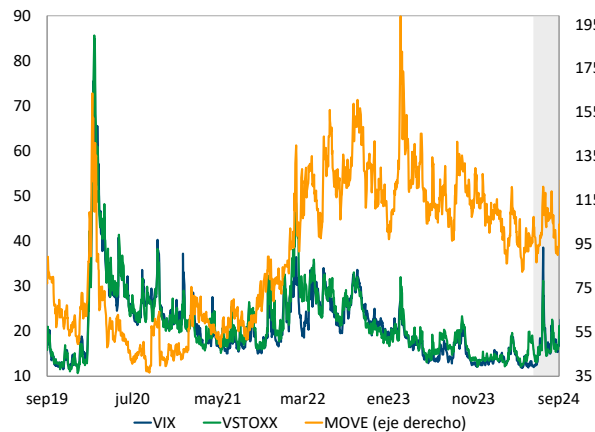
¹⁵ Al tiempo que los niveles de deuda como proporción del PIB se ubican en niveles históricamente altos en varias de estas economías, los altos déficits fiscales apuntan a que la trayectoria de la deuda pública posiblemente continúe en ascenso durante los próximos años.

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



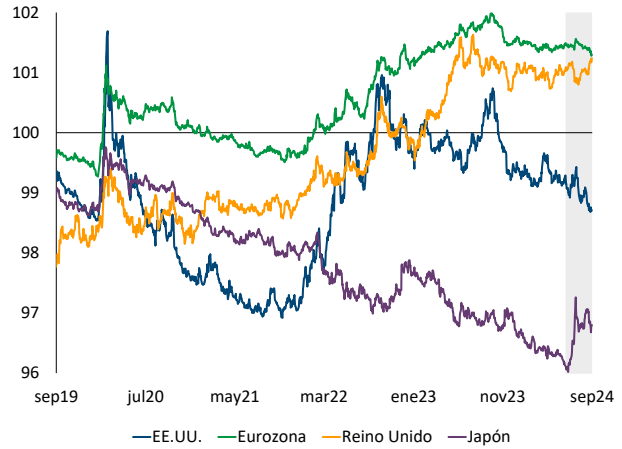
Fuente: Bloomberg, FED. **Nota:** Las líneas punteadas indican el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales, vigente al 28 de junio. Las líneas sólidas corresponden a las expectativas provenientes del mercado de futuros, los puntos azules y rojos corresponden a la mediana de las proyecciones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



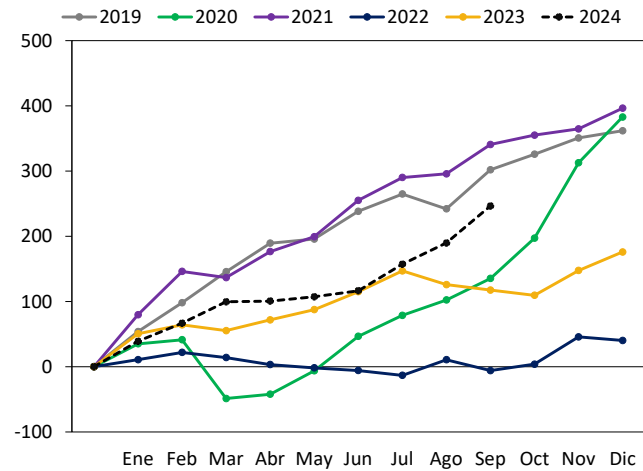
Fuente: Bloomberg.

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.

Sombreado 1: Episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante agosto de 2024¹⁶

Andrés Felipe Duarte García
Julián David Tovar Jiménez

El panorama económico global a inicios de agosto estuvo marcado por eventos en Japón y Estados Unidos que impactaron significativamente los mercados financieros internacionales. Los resultados negativos del mercado laboral estadounidense en julio, junto con el sorpresivo aumento de la TPM por parte del Banco de Japón (BoJ), fueron los principales factores desencadenantes de un episodio de alta volatilidad e incertidumbre entre el 31 de julio y el 5 de agosto de 2024 (periodo de estudio). No obstante, los mercados lograron recuperarse rápidamente tras este episodio.

El 31 de julio, el BoJ aumentó su TPM por segunda vez en el año a un nivel de 0,25%, mientras que el mercado esperaba que la mantuviera inalterada en el rango entre 0,0% y 0,1%¹⁷. Además, el BoJ anunció una reducción en el monto de compras de bonos soberanos¹⁸. Como resultado de esta decisión, el yen se apreció 1,83% el mismo día y 5,62% durante el periodo de estudio (*Gráfico S1.1*).

Ante la fuerte apreciación del yen durante los primeros días de agosto, algunas monedas de economías emergentes, incluyendo países de la región, se depreciaron de manera significativa, lo cual pudo estar relacionado con el desmonte de posiciones de *carry trade*. El peso mexicano y el real brasileño, dos monedas en las que habitualmente se toman estas posiciones según agentes del mercado, fueron las más afectadas en la región. Así, el peso mexicano y el real brasileño se depreciaron 3,16% y 1,94% entre el 31 de julio y el 5 de agosto, respectivamente (*Gráfico S1.1*).

El *carry trade* es una estrategia de inversión en la que los agentes toman préstamos en monedas con tasas de interés bajas, como el yen, y utilizan estos fondos para invertirlos en activos de mayor rendimiento, como bonos soberanos o acciones, en otras monedas. Esta estrategia es rentable mientras: *i*) la moneda de financiación no se aprecie; *ii*) la moneda en que se invierte no se deprecie; y *iii*) no haya aumentos importantes de la volatilidad en el mercado cambiario. En este caso, la fuerte apreciación inicial del yen condujo a liquidaciones de posiciones en monedas de alta rentabilidad, lo cual generó depreciaciones de estas, y motivó, a su vez, a otros inversionistas a cerrar posiciones adicionales, retroalimentando el proceso de liquidaciones. A esto, se suma un aumento importante del nivel de apalancamiento de *hedge funds*, quienes, al incrementar su participación en operaciones de *carry trade*, se han vuelto más sensibles a caídas en los retornos

¹⁶ El presente trabajo es de carácter provisional, sus opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

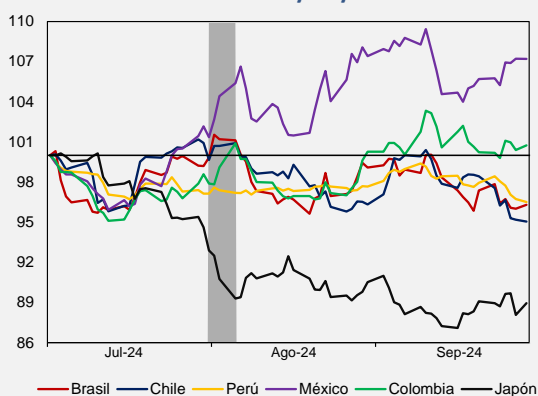
¹⁷ El Banco de Japón aumentó por primera vez en el año su tasa de política monetaria a un rango entre 0,0% y 0,1% el 19 de marzo de 2024.

¹⁸ A partir del 3T24 y hasta el 1T26, el ritmo de reducción del monto de compras de bonos soberanos sería de JPY 400 mm por trimestre, lo que implicaría que durante el 1T26 se lleven compras mensuales de aproximadamente la mitad del monto mensual que compra actualmente.

de estas, lo que los llevó a liquidar rápidamente sus posiciones durante el periodo de estudio, contribuyendo también a la presión vendedora en los mercados¹⁹.

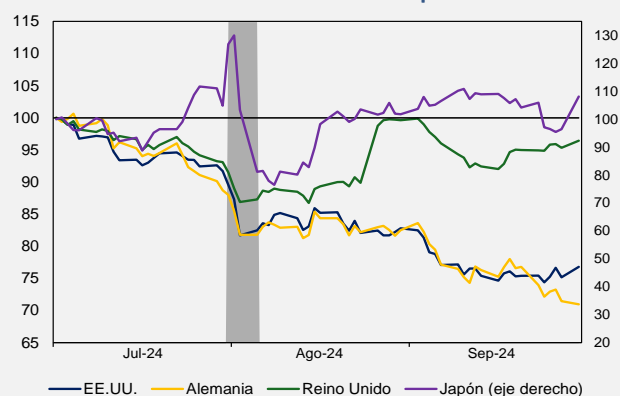
Adicionalmente, entre el miércoles 31 de julio y el viernes 2 de agosto se conocieron los resultados del reporte de empleo de julio, y algunas cifras de actividad económica en Estados Unidos que sorprendieron a la baja. Según el reporte del mercado laboral de julio: *i*) la tasa de desempleo aumentó a 4,3% (esp: 4,1%; ant: 4,1%); *ii*) las nóminas no agrícolas (114 mil) se ubicaron por debajo de lo registrado en junio (179 mil) y de lo esperado por el mercado (175 mil); y *iii*) los salarios crecieron (3,6% a/a) por debajo de lo registrado el mes anterior (3,8%) y de lo esperado por el mercado (3,7%). Posteriormente, la Oficina de Estadísticas Laborales revisó a la baja en 818 mil el crecimiento de las nóminas no agrícolas reportado durante los doce meses hasta marzo de 2024. Esta revisión implicó que el crecimiento del empleo fue 30% inferior a lo originalmente reportado, y que el nivel de las nóminas no agrícolas cayera 0,5%, siendo la revisión más grande desde 2009. Lo anterior, sumado a datos de actividad económica como el ISM manufacturero (obs: 46,8; esp: 48,8), incrementaron los temores de una desaceleración económica en Estados Unidos. Esto aumentó las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED y otros bancos centrales en economías avanzadas, lo cual se vio reflejado en una caída en los rendimientos de la deuda pública en estas economías, principalmente en el tramo corto²⁰ (*Gráfico S1.2*).

Gráfico S1.1. Depreciación de algunas tasas de cambio de Latinoamérica y el yen durante el 3T24



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100= 1 de julio de 2024. El área sombreada corresponde al periodo entre el 31 de julio y el 5 de agosto.

Gráfico S1.2. Tasas bonos de deuda pública a 2 años



Los mercados accionarios también se vieron afectados de manera importante por estos choques de volatilidad. Por ejemplo, el índice Nikkei 225 cayó 18,3% entre el 31 de julio y el 5 de agosto, mientras que el índice S&P 500 se desvalorizó 4,6% durante el mismo periodo (*Gráfico S1.3*), al tiempo que el VIX²¹ aumentó 20,9 puntos a 38,6 (*Gráfico S1.4*). Además del desmonte de

¹⁹ Frank Packer, Andreas Schrimpf, Vladyslav Sushko, Nicholas Zarra. (2024). "Box C. Hedge fund exposure to the carry trade". Carry off, carry on - Bank for International Settlements, septiembre 2024.

²⁰ Las referencias de tramos más largos también se vieron favorecidas por la búsqueda de activos refugio ante posibilidades de una desaceleración en Estados Unidos.

²¹ El Vix es la volatilidad implícita esperada en las opciones a un mes sobre el índice S&P 500.

posiciones de *carry trade* sobre acciones que fueron fondeadas con yenes y de los temores de una marcada desaceleración económica en Estados Unidos, los movimientos observados en el mercado accionario durante este periodo también incorporaron: *i*) factores técnicos relacionados con estilos de inversión que se caracterizan por realizar compras o ventas automáticas a partir de ciertos niveles de precios y volatilidad (trading algorítmico), lo cual retroalimentó el comportamiento que el mercado presentó durante el periodo de estudio; y *ii*) correcciones ante la rápida valorización de las acciones de las principales empresas tecnológicas (*The Magnificent 7*²²) en los últimos años, lo cual ha aumentado recientemente los temores de una posible sobrevaloración de estas²³.

Gráfico S1.3. Índices accionarios en las principales economías desarrolladas

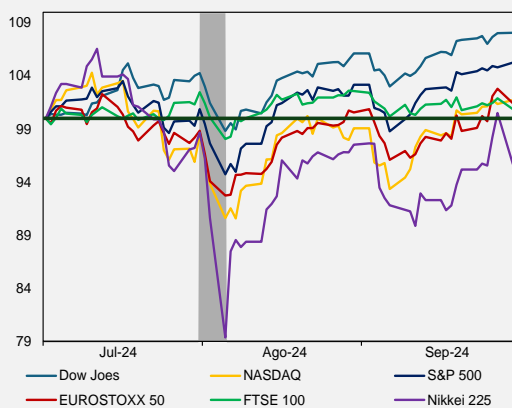
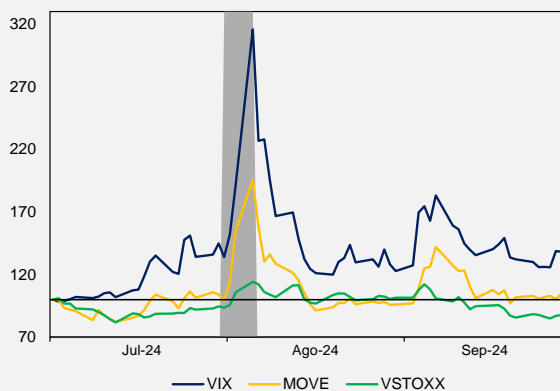


Gráfico S1.4. Índices de volatilidad



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100= 1 de julio de 2024.

Finalmente, los mercados revirtieron rápidamente las pérdidas durante los días posteriores. Esto estuvo respaldado por comentarios del vicegovernador del BoJ que generaron calma en el mercado²⁴, y por datos económicos positivos en Estados Unidos²⁵ que redujeron las preocupaciones sobre una posible recesión. Este patrón de aumento de la volatilidad y mayor incertidumbre en los mercados se repitió, aunque en menor medida, en los primeros días de septiembre. Por un lado, los nuevos datos del reporte de empleo de agosto en Estados Unidos mostraron nuevamente un deterioro en las condiciones del mercado laboral²⁶, lo que volvió a incrementar la incertidumbre sobre una posible recesión; y, por otro lado, el fortalecimiento del

²² Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms y Tesla.

²³ Marco Lombardi, Gabor Pinter. (2024). "Box B. The valuations of tech stocks: dotcom redux?". Carry off, carry on - Bank for International Settlements, septiembre 2024.

²⁴ El 8 de agosto, Shinichi Uchida vicegovernador del BoJ, señaló que "subir los tipos de interés en una situación de inestabilidad de los mercados financieros, como la actual, no es una opción".

²⁵ El ISM de servicios se ubicó en 51,4 en julio (esp: 51,0) y las peticiones iniciales por subsidio de desempleo fueron 233 mil durante la semana que terminó el 3 de agosto (esp: 240 mil).

²⁶ Las nóminas privadas crecieron en 99 mil puestos en agosto (esp: 145 mil), el empleo no agrícola aumentó en 142 mil puestos de trabajo (esp: 165 mil), y la tasa de desempleo se ubicó en 4,2% durante el mismo mes (esp: 4,2%).

yen ante comentarios *hawkish* de oficiales del BoJ²⁷ llevó a los inversionistas a considerar desmontes adicionales de posiciones de *carry trade*.

No obstante, en el trimestre se observó un incremento en las entradas netas de inversión extranjera de portafolio hacia economías emergentes. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), en el 3T24 se observaron entradas netas de USD 130 miles de millones (mm)²⁸, superiores a las entradas observadas durante el trimestre anterior (USD 16,8 mm) y las mayores entradas netas trimestrales desde el 1T21. Estos flujos estuvieron explicados principalmente por entradas de USD 44,6 mm y USD 29,6 mm a Asia Emergente (sin China) y Latinoamérica, respectivamente. Además, en septiembre se observó un incremento importante de los flujos en el mercado accionario de China, que de acuerdo con el IIF estuvo impulsado por las medidas de política implementadas en este país destinadas a impulsar sus mercados bursátiles (*Gráfico 10*).

Por otra parte, durante el trimestre, los precios del petróleo disminuyeron, impulsados por la menor expectativa de crecimiento de la demanda en China y el aumento de la producción en países no pertenecientes a la OPEP+^{29,30}. Aunque la OPEP+ postergó el desmonte de los recortes adicionales en la producción de crudo hasta diciembre de 2024³¹, las expectativas de un menor crecimiento en la demanda global de crudo para 2024 y 2025 llevaron a que los precios cayeran por debajo de los 70 dólares por barril (d/b). Así, a pesar de algunos factores alcistas durante el periodo como la disminución de la producción de crudo en Libia y la incertidumbre derivada del conflicto en Medio Oriente, los precios mantuvieron una tendencia a la baja (*Gráfico 11*).

²⁷ El 3 de septiembre, Kazuo Ueda gobernador del BoJ, reiteró que la entidad seguirá aumentando las tasas de interés si la economía y los precios se comportan como la autoridad monetaria lo espera

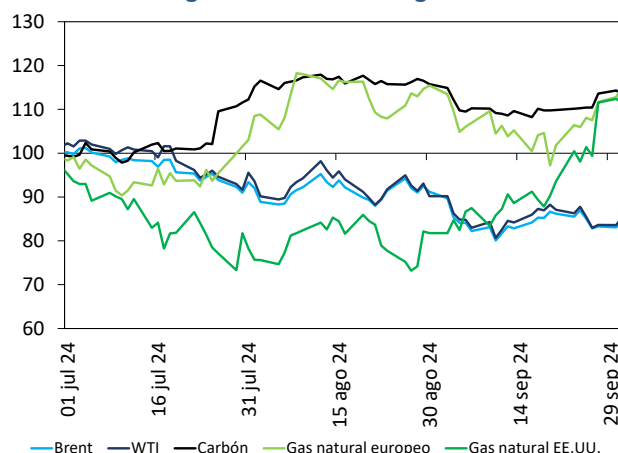
²⁸ De las cuales USD 91 mm y USD 39 mm corresponden a entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente.d

²⁹ Las referencias WTI y Brent se desvalorizaron 16,4% y 16,9%, respectivamente.

³⁰ Según datos de la U.S. Energy Information Administration, entre enero y septiembre de 2024, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP+ aumentó en 2,1 millones de barriles por día en comparación con el mismo periodo de 2023, lo que compensó la disminución de 2 millones de barriles por día en la producción de la OPEP+.

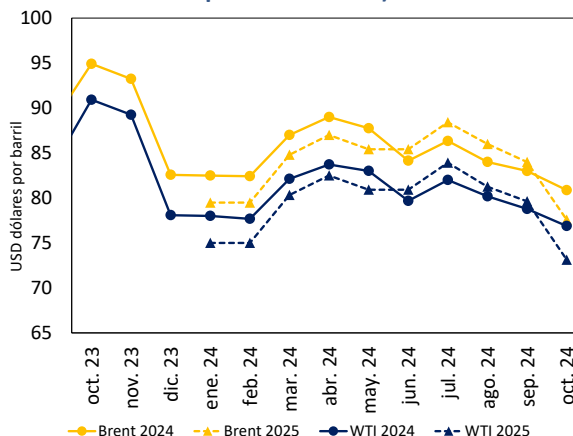
³¹ En su reunión del 5 de septiembre, la OPEP+ acordó retrasar dos meses el desmonte progresivo de los recortes en la producción diaria de 2,2 millones de barriles, que previamente se esperaba empezara en octubre de 2024. En este sentido, la organización empezaría a incrementar progresivamente su producción a partir de diciembre de 2024

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



Fuente: Bloomberg. Nota: Base 100 = 28 jun 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 octubre de 2024.

En esta línea, en el *Short-Term Energy Outlook* publicado en el mes de octubre del 2024, la U.S. Energy Information Administration pronosticó que los precios para 2024 de las referencias Brent y WTI promediarán los USD 81 d/b y 77 d/b, respectivamente (*Gráfico 12*). La agencia prevé que la menor oferta global de crudo va a ser contrarrestada por la menor demanda de China en 2024 y de países pertenecientes a la OCDE en 2025.

En contraste, otras referencias de materias primas generadoras de energía como las referencias europea y estadounidense de gas natural licuado (GNL), y el carbón se valorizaron. Durante el trimestre, la referencia europea de GNL se valorizó ante los temores de posibles afectaciones en el aprovisionamiento que podrían traer los conflictos en Rusia y medio oriente, sumado a la mayor demanda de GNL desde Asia. Por su parte, la referencia estadounidense se valorizó ante las posibles interrupciones en la producción a causa de las condiciones climáticas (*Gráfico 11*).

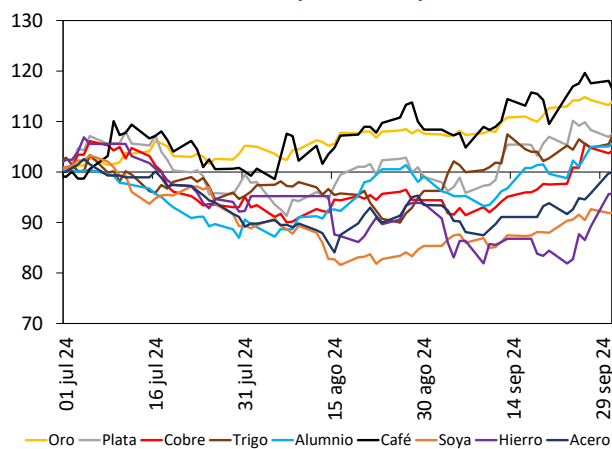
Por otro lado, los metales preciosos y algunos industriales presentaron valorizaciones (*Gráfico 13*). Luego de la reducción de tasas por parte de la FED, el oro y la plata se valorizaron, llegando inclusive a máximos históricos, factor que también impulsó a metales tranzados en dólares como el cobre y el aluminio. Sin embargo, la perspectiva de un menor crecimiento en la demanda desde China y una dinámica más baja en el sector inmobiliario afectaron a los precios del acero y el hierro, llevándolos a registrar mínimos de dos años³².

Los commodities agrícolas como el trigo y el café se valorizaron, mientras que la soya se desvalorizó. Los factores climáticos afectaron la producción del trigo y del café. En particular, este último alcanzó máximos históricos durante el trimestre a causa de una menor producción desde

³² El oro y la plata se valorizaron 13,2% y 6,9%, durante el trimestre. Algunos metales industriales como el cobre y el aluminio se valorizaron 3,7% y 5%, mientras que el hierro y el acero se desvalorizaron 4,3% y 0,2%.

Brasil y Vietnam. Por su parte, la soya mantuvo la tendencia negativa de todo el año ante la mayor oferta a nivel mundial. Además, según la *Food and Agriculture Organization (FAO)*³³, los precios de los alimentos a nivel mundial presentaron un aumento entre el segundo y el tercer trimestre de 2024.

Gráfico 13. Cambio en los precios de productos básicos



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

4. Percepción de riesgo a nivel local

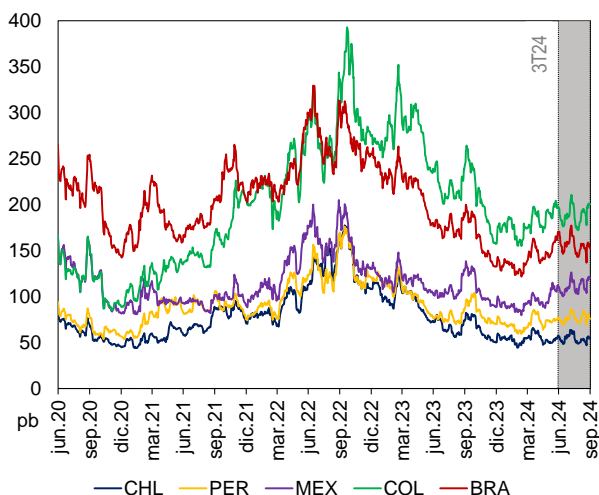
Los indicadores de percepción de riesgo a nivel local aumentaron, en contraste con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Dentro de estos indicadores, se destacan los *Credit Default Swaps*³⁴ (CDS, Gráfico 14) y los *Emerging Market Bond Indexes*³⁵ (EMBI, Gráfico 15), los cuales aumentaron en Colombia, pero presentaron reducciones en la mayoría de las economías emergentes durante el trimestre, en línea con las entradas de portafolio registradas hacia estas economías (ver *Entorno internacional*).

³³ Para mayor detalle ver [FAO Food Price Index](#).

³⁴ 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 10 pb en México y 4 pb en Colombia, y se redujo 18 pb en Brasil, 3 pb en Chile y 1 pb en Perú, mientras que para una muestra de economías emergentes se redujo en 12 pb.

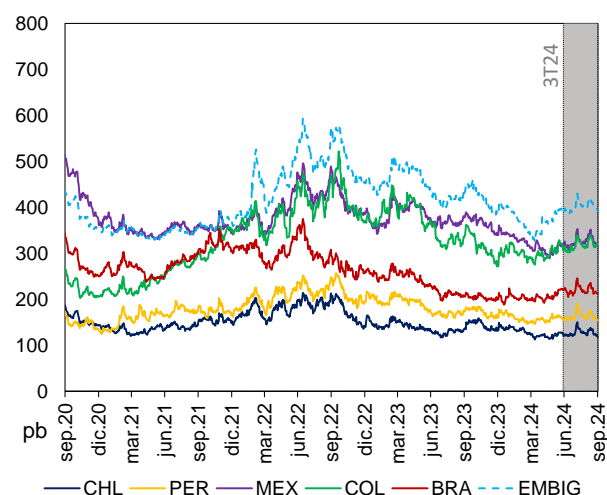
³⁵ Los EMBI son indicadores estimados por JP Morgan, los cuales corresponden a la diferencia (expresada en pb) entre la tasa de interés que pagan los títulos de deuda en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Tesoros de Estados Unidos, considerados 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 EMBIG aumentó 12 pb en Colombia, y se redujo 9 pb en Brasil, 4 pb en México y 2 pb en Chile, mientras que en Perú se mantuvo inalterado.

Gráfico 14. CDS a cinco años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15. EMBI en Latinoamérica



Fuente: J.P. Morgan, Banco Central de Chile.

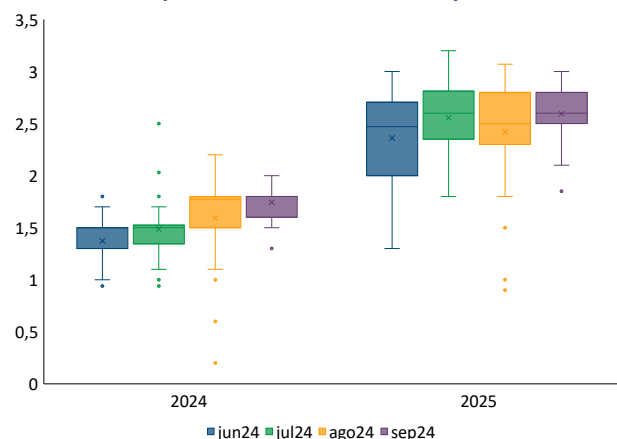
Varios analistas coinciden en que algunos factores locales han contribuido a este comportamiento. En particular, señalan la creciente incertidumbre en el frente fiscal ante la discusión en el Congreso del presupuesto del Gobierno para 2025 y de la propuesta de ley de financiamiento, así como la publicación de cifras de recaudo que no cumplieron con las expectativas del mercado³⁶. A lo anterior se sumó, la incertidumbre en el frente energético ante los continuos atentados a la infraestructura petrolera y la suspensión del proyecto de exploración de gas Uchuva-2 en el mar Caribe, así como el trámite de la agenda de reformas del Gobierno en el Congreso.

Las expectativas de crecimiento mejoraron para 2024 y se acercan a su nivel potencial para 2025. En cuanto a las de inflación, éstas apuntan a que retorne al rango entre 2% y 4% en 2025. De acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera³⁷ (EOF), durante el trimestre mejoró la expectativa de crecimiento para 2024 de 1,3% a 1,8%, y para 2025 de 2,5% a 2,6%. 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 una reducción para fin de 2024 de 5,7% a 5,6%, mientras que para finales de 2025 aumentó de 3,8% a 3,9% (*Gráfico 17*).

³⁶ En adición a esto, el 17 de septiembre el director de Crédito Público aseguró que el país se encontraba en alto riesgo de default dado que la continua falta de quorum en la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público ha imposibilitado la suscripción de contratos de banca multilateral.

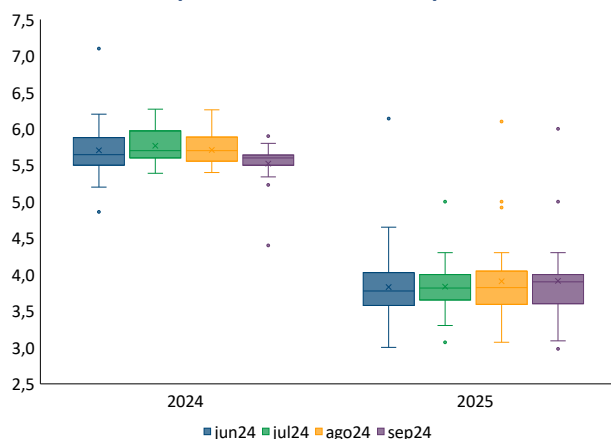
³⁷ Encuesta realizada mensualmente por Fedesarrollo y la BVC.

Gráfico 16. Expectativas de crecimiento para Colombia



Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas horizontales) y los *outliers* (puntos). La línea horizontal al interior de cada caja corresponde a la mediana y la x al promedio.

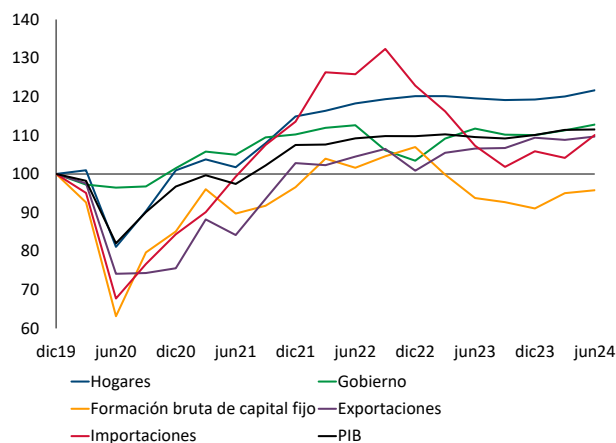
Gráfico 17. Expectativas de inflación para Colombia



Fuente: EOF. Al interior de cada caja se encuentran aquellas observaciones que hacen parte del rango intercuartílico (entre el percentil 25 y el 75). También se presentan por fuera de cada caja los valores mínimo y máximo (líneas verticales) y los *outliers* (puntos). La línea horizontal al interior de cada caja corresponde a la mediana y la x al promedio.

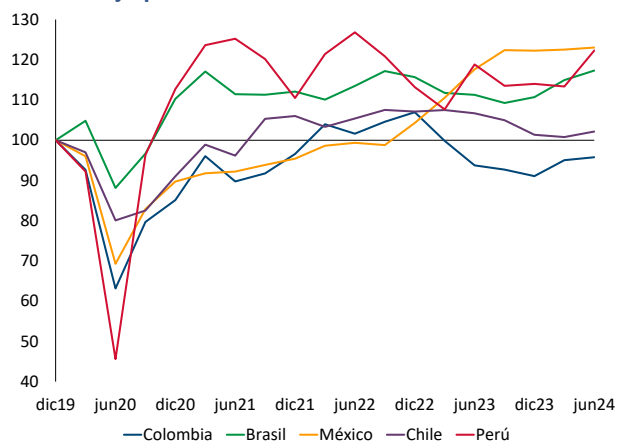
No obstante, la baja dinámica de la inversión se mantiene como una preocupación importante en torno a la dinámica futura del crecimiento económico de largo plazo. Si bien la inversión (conocida como formación bruta de capital fijo) presentó un deterioro durante la pandemia y una posterior recuperación, en línea con los demás componentes del gasto del PIB, desde 2023 ha presentado una contracción importante, la cual no se ha visto en los demás componentes (*Gráfico 18*). Asimismo, si se compara el comportamiento de esta variable con el de los demás países de la región, se observa que esta tendencia ha sido particular para el caso colombiano (*Gráfico 19*). Lo anterior continúa siendo una preocupación importante para la mayoría de los inversionistas y analistas dado el papel que juega la inversión como determinante para el crecimiento económico de largo plazo.

Gráfico 18. Evolución de los componentes del gasto del PIB colombiano desde el 4T19



Fuente: DANE. Base 100 4T19.

Gráfico 19. Evolución de la formación bruta de capital fijo para Latinoamérica desde el 4T19



Fuente: DANE, Haver. Base 100 4T19.

Adicionalmente, los indicadores de confianza empresarial y del consumidor continuaron presentando niveles bajos. De acuerdo con los indicadores de confianza de Fedesarrollo³⁸, la confianza del consumidor³⁹ se adentró en terreno negativo durante el trimestre y alcanzó en septiembre un nivel mínimo no observado durante el año, ante unos balances igualmente negativos tanto de las expectativas como de la percepción de las condiciones económicas. Asimismo, la confianza industrial⁴⁰ se mantuvo en terreno negativo, mientras que la comercial⁴¹ se mantuvo en niveles bajos frente a la historia reciente. El comportamiento de la confianza industrial se dio como consecuencia de la reducción del volumen de pedidos y el aumento del nivel de existencias. Por su parte, el desempeño de la confianza comercial estuvo asociado con la continuación en niveles bajos tanto de la percepción de la situación actual como de las expectativas para el próximo semestre (*Gráfico 20*).

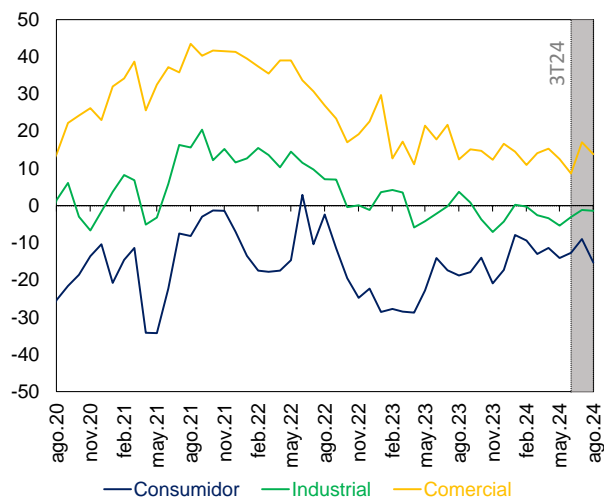
³⁸ Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

³⁹ 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.

⁴⁰ 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.

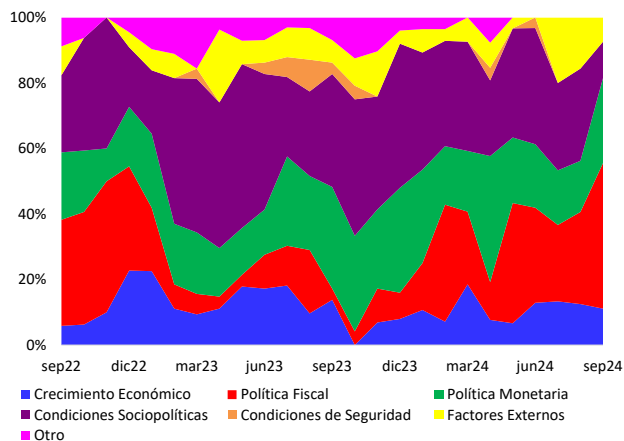
⁴¹ El indicador de confianza comercial se divide en tres componentes: percepción de situación económica actual de la empresa o negocio, nivel de existencias y expectativas de la situación económica para el próximo semestre.

Gráfico 20. Indicadores de confianza para Colombia



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 21. 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 los próximos meses, 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. No obstante, de acuerdo con la EOF, ante la pregunta por el factor más relevante para tomar decisiones de inversión⁴², la situación fiscal pasó de ocupar el segundo lugar en junio (superada por las condiciones sociopolíticas), a ser el factor más relevante en septiembre (*Gráfico 21*). Lo anterior refleja la mayor incertidumbre en el frente fiscal durante el trimestre. 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 durante los próximos meses.

⁴² En la encuesta de junio, el 35,5% de los agentes encuestados mencionó las condiciones sociopolíticas como el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversiones, seguido por la política fiscal con el 29,0%. En septiembre, el 44,4% destacó la política fiscal, seguido por la política monetaria con el 25,9%, y las condiciones sociopolíticas y el crecimiento económico, cada una con el 11,1%.

5. Mercado de renta fija y monetario

5.1. Política monetaria e inflación en Latinoamérica

Durante el 3T24, la inflación en los países de la región mostró un comportamiento mixto (*Gráfico 22 y Tabla 2*)⁴³. Particularmente, en Brasil se observó un aumento de la inflación durante el 3T24, ubicando esta medida por encima de la meta de su banco central. Por su parte, en Chile y México la inflación aumentó a principios del trimestre, pero luego corrigió a la baja, cerrando el período con una reducción en comparación con el 2T24. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por un repunte en la inflación de servicios en estas economías. Por su parte, en Colombia la inflación continuó disminuyendo y sorprendió a la baja, jalónada por la disminución de la inflación de alimentos y de regulados.

En línea con el entorno internacional, la mayoría de los bancos centrales de la región continuó recortando su tasa de política monetaria. No obstante, esta tendencia se moderó en Chile y se revirtió en Brasil, lo cual se explicó por un incremento en las expectativas de inflación y datos de actividad económica por encima de lo esperado. Durante el 3T24, las expectativas de inflación de corto plazo implícitas en los mercados financieros en Brasil registraron aumentos. Por el contrario, en Chile y México las expectativas de inflación cerraron el trimestre con disminuciones⁴⁴, a pesar de haber repuntado a principios de este jalónadas por datos de inflación que sorprendieron al alza (*Gráfico 23*). Las expectativas de mayores recortes de la TPM en los países desarrollados contribuyeron a que el ritmo de reducciones de la TPM continuara en la mayoría de los países de la región⁴⁵.

Tabla 2. Inflación últimos dos trimestres y meta de inflación

País	Jun 2024	Sep 2024	Meta
COL	7,18%	5,81%	3,00%
BRA	4,23%	4,42%	3,00%
CHL	4,19%	4,13%	3,00%
MEX	4,98%	4,58%	3,00%
PER	2,29%	1,78%	2,00%

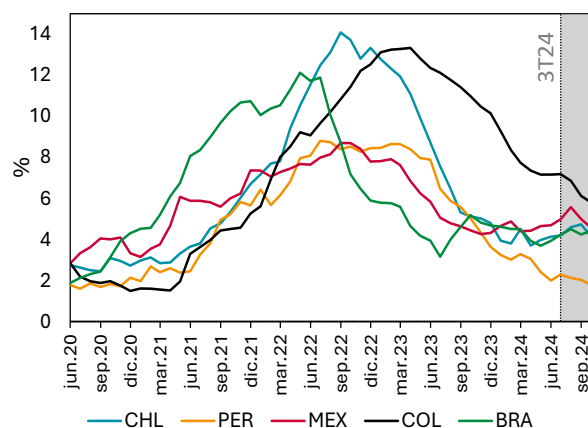
Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región. De acuerdo con lo informado en la página de los bancos centrales.

⁴³ Durante el 3T24 se observó un aumento de la inflación de 19 pb en Brasil. Mientras que en Colombia, Perú, México y Chile cayó 137 pb, 51 pb, 40 pb y 6 pb, respectivamente. En Chile, la inflación aumentó 55 pb entre julio y agosto, mientras que en México se incrementó 55 pb en julio.

⁴⁴ Las expectativas de inflación a un año se ubicaron al finalizar el 3T24 en 5,33% (trimestre ant. 5,08%), 3,70% (trimestre ant. 3,30%) para Brasil y Chile, respectivamente. Las expectativas de la encuesta mensual del Banco de la Reserva del Perú se mantuvieron ligeramente estables en 2,60% (trimestre ant. 2,53%).

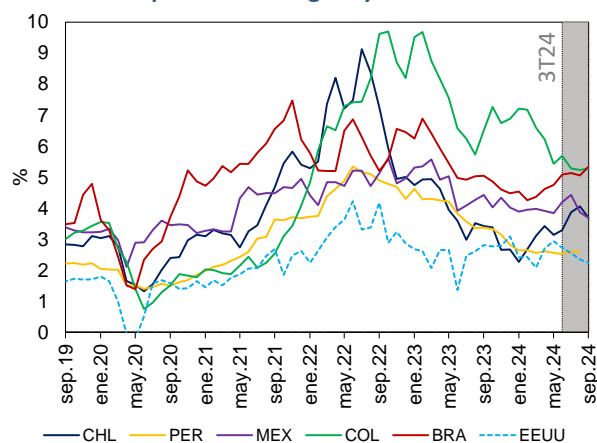
⁴⁵ El BCB aumentó durante el 3T24 la TPM 25 pb (trimestre ant: -25pb) llevando su tasa a 10,75%. El Banxico recortó la TPM durante el trimestre en 50 pb (trimestre ant: 0 pb). El Banco de la Reserva del Perú recortó la TPM en 50 pb durante el 3T24, (trimestre ant: 50 pb), y la ubicó en 5,25%. Por su parte el BCCh la recortó en 25 pb durante el 3T24 (trimestre ant: 75 pb).

Gráfico 22. Inflación en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 23. 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 del 3% establecida por la JDBR. En particular, las medidas del *Forward Break Even Inflation (FBEI)*⁴⁶, ajustadas por primas, cayeron a un año, y para plazos superiores indican que la inflación se mantendría dentro del rango entre 2% y 4% (*Gráfico 24 y Gráfico 25*). Durante el 3T24, la expectativa de inflación a un año que se extrae del mercado de deuda pública⁴⁷, y que se ajusta por primas por riesgo inflacionario⁴⁸, disminuyó y se ubicó en 2,97% (ant: 3,91%). Esta reducción (93 pb) fue mayor a la caída registrada el trimestre anterior (57 pb).

A pesar de lo anterior, persisten algunos riesgos al alza sobre la inflación, vinculados con la incertidumbre sobre posibles fenómenos climáticos, futuros ajustes en los precios del ACPM, fluctuaciones de los precios internacionales de materias primas, el ajuste del salario mínimo en 2025 y el potencial impacto de la depreciación del peso colombiano observada a finales del 3T24 sobre los precios de los bienes importados (ver *Mercado cambiario local*). Algunos analistas del mercado señalaron que un fenómeno moderado de *La Niña* en lo que resta de 2024 podría generar presiones al alza en los precios de bienes energéticos, mientras que la situación geopolítica

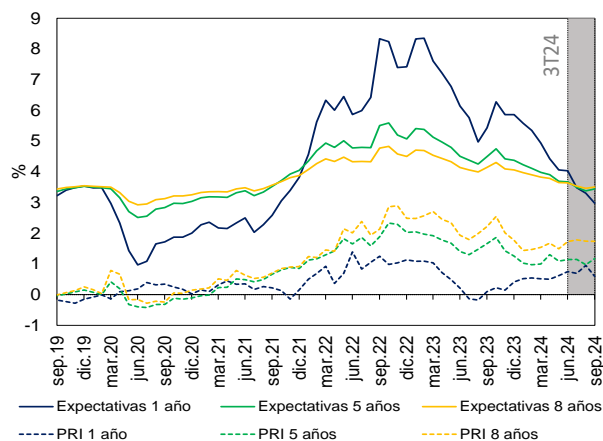
⁴⁶ El *Break Even Inflation (BEI)* es una medida que se calcula como la diferencia entre las tasas de los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación. De esta manera, este indicador se puede utilizar para aproximar las expectativas de inflación de los mercados financieros a diferentes plazos. 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.

⁴⁷ Según la Encuesta mensual de expectativas del BanRep (EME), entre el segundo y tercer trimestre las expectativas de inflación a un año disminuyeron desde el 4,30% al 4,14%, y para diciembre de este año aumentaron desde el 5,70% al 5,60%.

⁴⁸ 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.

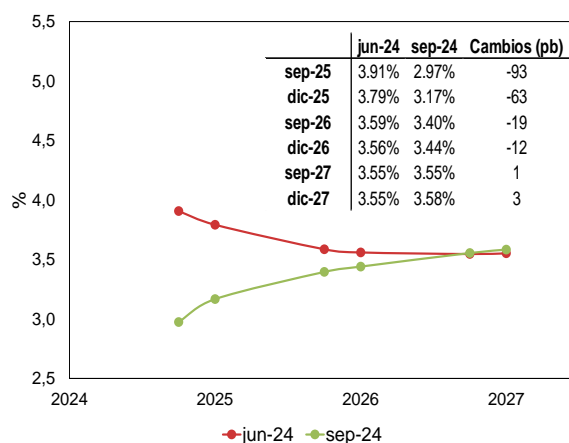
internacional podría afectar la cadena de suministros global. En línea con los riesgos al alza de la inflación, las primas por riesgo inflacionario implícitas en los mercados financieros continuaron en niveles elevados (*Gráfico 24*).

Gráfico 24. Expectativas de inflación libres de primas a 1, 5 y 8 años, 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 25. FBEI 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, ubicándola en 10,25% al cierre del 3T24. La JDBR decidió, por mayoría, reducir la TPM en 50 pb en cada una de las reuniones de julio y septiembre de 2024, medidas que el mercado ha interpretado como cautelosas. Dentro de los factores que la JDBR consideró relevantes para tomar sus decisiones, se destacan⁴⁹: i) el crecimiento anual del PIB de 1,8% en el 2T24, impulsado por el buen dinamismo de la demanda interna⁵⁰ ii) el comportamiento positivo de las ventas al por menor⁵¹, las encuestas sectoriales y el Indicador de Seguimiento a la Economía Colombiana (ISE)⁵², que sugieren que la economía habría seguido profundizando su proceso de recuperación en el 3T24; iii) la revisión al alza de 1,4% a 1,8% de la proyección de crecimiento económico para 2024 del equipo técnico del Banco; y iv) el mayor incremento de las primas de riesgo de Colombia frente a la región, en parte afectadas por la reducción en los precios

⁴⁹ Según las minutas de las juntas directivas de julio y septiembre. Ver [Minutas BanRep: La Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría reducir en 50 puntos básicos \(pbs\) la tasa de interés de política monetaria a 10,75% | Banco de la República](#) y [Minutas BanRep: La Junta Directiva del Banco de la República decidió por mayoría reducir en 50 puntos básicos \(pbs\) la tasa de interés de política monetaria a 10,25% | Banco de la República](#)

⁵⁰ La demanda interna creció 1,6%.

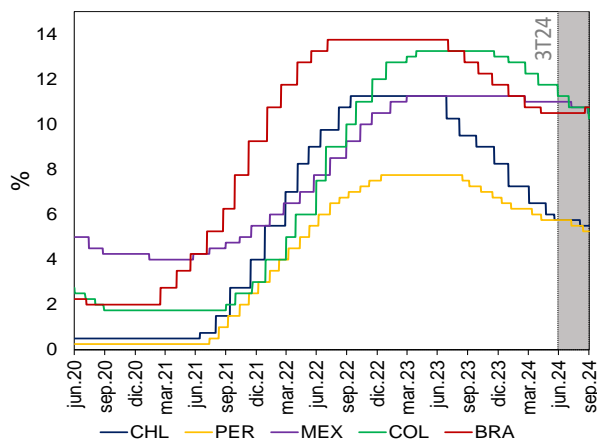
⁵¹ Las ventas al por menor presentaron un tasa de crecimiento real anual de 1,6% en julio de 2024.

⁵² El ISE presentó una tasa de crecimiento anual de 3,86% en julio de 2024 en su serie ajustada por efecto estacional y calendario.

internacionales del petróleo y la retadora situación fiscal en el frente local (ver *Percepción de riesgo a nivel local*).

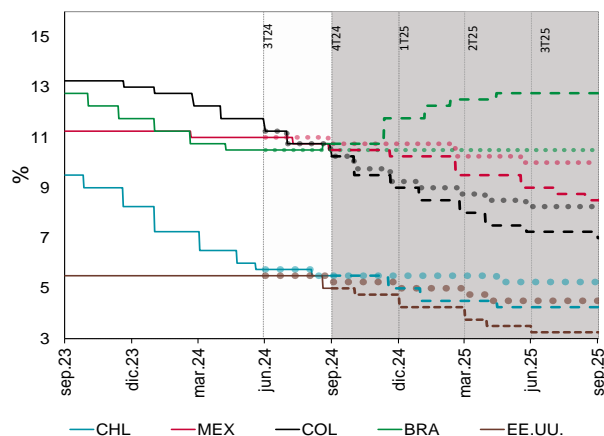
Los mercados financieros continúan descontando futuros recortes de la TPM para Colombia, los cuales totalizarían 125 pb para las últimas reuniones de 2024. Las tasas del mercado *Overnight Index Swaps* (OIS) descuentan mayores reducciones de la TPM frente a las expectativas observadas al final del 2T24 (*Gráfico 27*). No obstante, las mayores expectativas de recortes se vieron contenidas ante la incertidumbre en el frente fiscal a nivel local durante el periodo (ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Estas expectativas que se extraen del mercado y en las que participan agentes internacionales, también pueden estar relacionadas con factores globales y regionales, en adición a las características de cada país, como se detalle en el *Recuadro 1: Sensibilidad de las tasas OIS de Colombia a factores idiosincráticos, regionales e internacionales*. En este sentido, las expectativas para Colombia están alineadas con los mayores recortes esperados de la TPM en la mayoría de los países de la región⁵³. Sin embargo, a nivel local el mercado OIS anticipa recortes de una magnitud superior en términos absolutos comparado con los pares de la región para 2025⁵⁴.

Gráfico 26. Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg y BanRep

Gráfico 27. 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.

⁵³ Los mercados financieros descuentan una TPM en diciembre de 2024 de 9,00% (ant. 9,25%), 11,75% (ant. 10,50%), 5,00% (ant. 5,50%) y 10,25% (ant. 10,75%) en Colombia, Brasil, Chile y México, respectivamente.

⁵⁴ Los mercados financieros descuentan recortes de la TPM durante 2025 por 250 pb, 175 pb y 75 pb en Colombia, México y Chile, respectivamente.

5.2. Mercado monetario colombiano

En cumplimiento del objetivo operativo de la política monetaria, durante el 3T24 el BanRep implementó acciones para mantener flujos adecuados de liquidez en el sistema, evitando así que el IBR *overnight* (O/N) presentara desviaciones importantes frente a la TPM. Los instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez de la economía se complementaron con compras de TES. Durante el 3T24, la tasa IBR O/N se ubicó 0,4 pb debajo de la TPM en promedio diario (*Gráfico 28*). Dentro de las medidas adoptadas por el BanRep para contribuir a que esta diferencia fuera baja, se encuentran las compras de TES clase B por valor de COP 6.992 mm (valor a precios de mercado)⁵⁵. Las compras de TES fueron acompañadas por instrumentos de suministro y contracción transitoria de liquidez.

En el periodo de análisis el Comité Rector (CR) del IBR aprobó el aumento en los montos operados para los distintos nodos del esquema y el cambio del horario en el que se establecen las posturas. Estas modificaciones propenden por un esquema más robusto y representativo, en línea con las características deseables para indicadores de referencia que han identificado instituciones como el BIS, IOSCO y el FSB. (Ver *Recuadro 2: Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia*). Específicamente, a partir del 1 de agosto de 2024, el CR solicitó la modificación de los montos operados en el esquema de formación del IBR para los distintos plazos (*overnight* y 1, 3, 6, y 12 meses). Además, a partir del 1 de octubre de 2024, el CR aprobó la modificación del horario de la sesión de cotización del esquema de formación del IBR para todos los plazos desde 10:00 a.m. - 10:15 a.m. hacia 10:45 a.m. - 11:00 a.m.

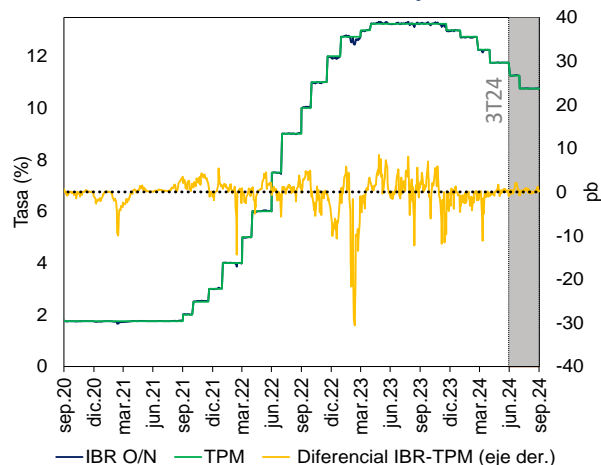
Durante el 3T24, el mercado monetario local se caracterizó por un incremento en los depósitos de la DGCPN en el BanRep, junto con una reducción de la volatilidad de estos (*Gráfico 29*). Al finalizar el periodo, los depósitos alcanzaron un valor de COP 26.583 mm, con los cuales corrigieron parcialmente los niveles bajos observados desde el 1T24, asociados principalmente con gastos de funcionamiento y de inversión. En adición a lo anterior, se redujo la alta volatilidad de los depósitos de la DGCPN observada desde el 1T24.

Por otro lado, la JDBR decidió reducir el requerimiento de encaje de los establecimientos de crédito en el 3T24, con el fin de contribuir al proceso de profundización financiera de la economía y adaptar esta herramienta al esquema de inflación objetivo del BanRep. El requerimiento de encaje se definió con el fin de asegurar la liquidez necesaria para que los pagos en la economía fluyan sin interrupciones. Esta herramienta ha sido utilizada como instrumento de política monetaria para controlar el crecimiento de los agregados monetarios amplios y el crédito. Sin embargo, con el esquema de inflación objetivo el encaje ha perdido relevancia en la implementación de la política monetaria, en favor de la TPM establecida por la JDBR. Así, el 30 de agosto de 2024 la JDBR redujo el encaje en 1%, pasando de 8% a 7% para las cuentas corrientes y

⁵⁵ El BanRep acumuló ventas entre enero y septiembre de 2024 por valor de COP 14.397 mm. Al final del 3T24 el BanRep poseía el 5,7% (trimestre ant. 4,4%) del saldo total circulando de TES en pesos y UVR del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia (MHCP).

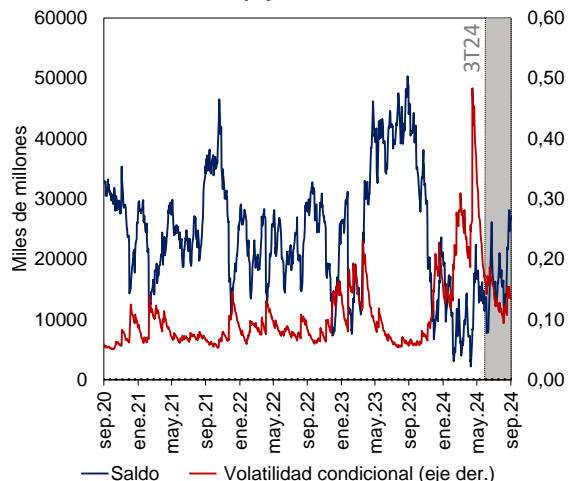
de ahorros, y de 3,5% a 2,5% para los CDT con vencimiento menor a 18 meses. Esta reducción liberó aproximadamente 6 billones de pesos en reservas bancarias.

Gráfico 28. Tasa de referencia BanRep, IBR overnight y diferencial entre el IBR O/N y la TPM



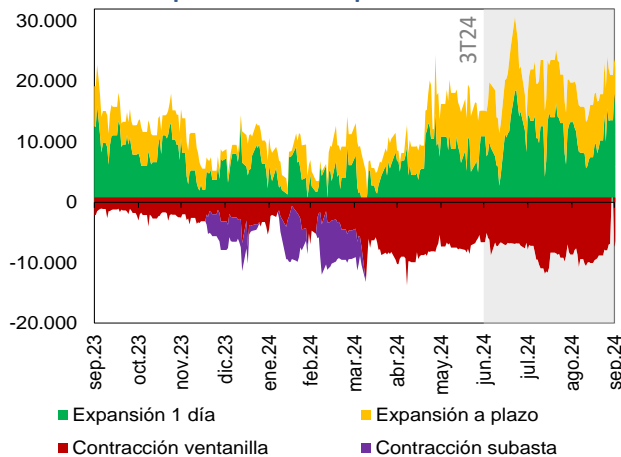
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 29. 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.

Gráfico 30. Evolución del saldo de las operaciones de liquidez transitoria del BanRep (miles de millones)



Fuente: BanRep.

Al igual que en el 2T24, se siguió observando una demanda importante por instrumentos de contracción monetaria del BanRep, junto con una demanda significativa de operaciones de expansión transitoria (Gráfico 30). 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 (SEN⁵⁶) 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.

5.3. Mercado de deuda pública interna y externa

Durante el 3T24, los títulos de deuda pública de países desarrollados se valorizaron, en línea con las expectativas de una postura de política monetaria menos restrictiva. Este comportamiento se vio soportado por la publicación de cifras de inflación y datos económicos en EE.UU. por debajo de las previsiones del mercado (ver *Entorno Internacional*). En ese contexto, las curvas de estos países se empinaron ante mayores valorizaciones de los títulos de corto plazo, en línea con las expectativas de recortes de tasas. Así, la pendiente de la curva de rendimientos de EE.UU. pasó a terreno positivo, ubicándose en 17 pb⁵⁷, valor en el que no se ubicaba desde abril de 2022.

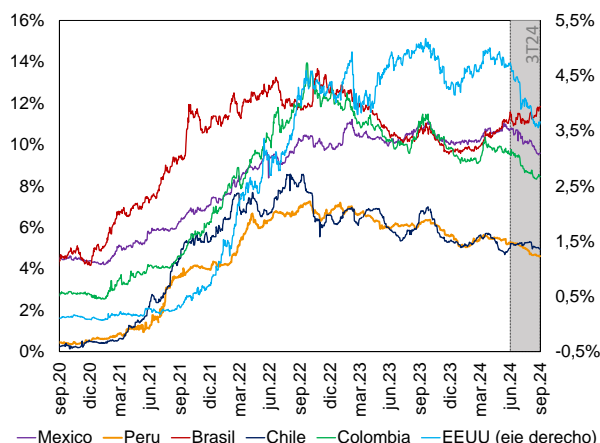
En Latinoamérica, las tasas de los títulos de deuda pública también se valorizaron en la mayoría de los países, en línea con el entorno global favorable para la renta fija. Este comportamiento también estuvo influenciado por factores idiosincráticos de la región⁵⁸ (ver *Entorno Internacional*). En línea 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 valorizaciones en la parte corta (*Gráfico 31, Gráfico 32, Gráfico 33 y Gráfico 34*).

⁵⁶ 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.

⁵⁷ La pendiente 10 años – 2 años de la curva de rendimientos de EE.UU. aumentó 54 pb, al pasar de -34 pb a 17 pb entre junio y septiembre de 2024.

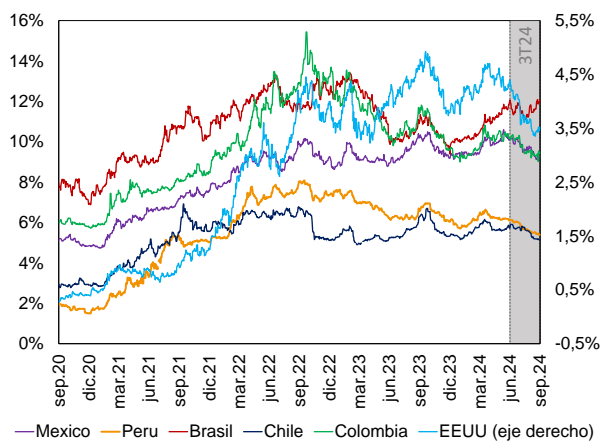
⁵⁸ *i)* En México, las valorizaciones se relacionaron con las reducciones de la tasa de política monetaria por parte del Banco de México en las reuniones de agosto y septiembre, en respuesta a datos de actividad económica e inflación que sorprendieron a la baja. No obstante, estas se vieron contenidas por la incertidumbre ocasionada por la reforma a la Justicia aprobada por el Congreso en este país; y *ii)* En Brasil, las desvalorizaciones se debieron a la decisión del Banco Central de aumentar su tasa de política monetaria en la reunión de septiembre y a expectativas de aumentos adicionales para lo que resta del año, motivadas por la publicación de cifras de inflación y crecimiento económico que sorprendieron al mercado al alza y llevaron a incrementos en las expectativas de inflación, así como la incertidumbre en el frente fiscal en este país.

Gráfico 31. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 2 años



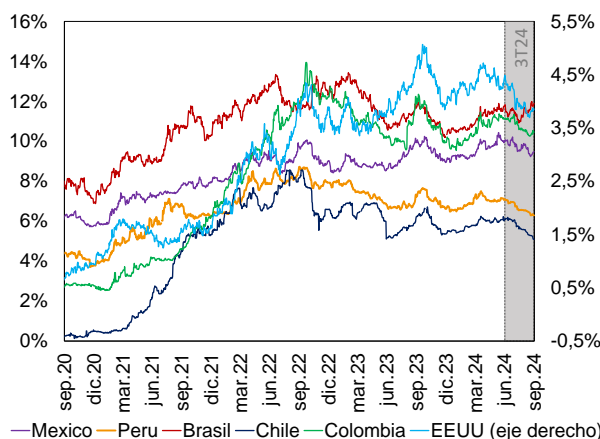
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 32. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años



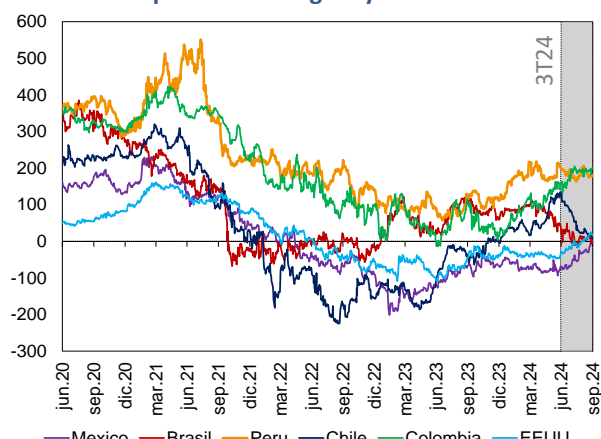
Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 33. Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años



Fuente: Bloomberg y BanRep.

Gráfico 34. Pendiente de la curva de rendimientos en países de la región y EE.UU.

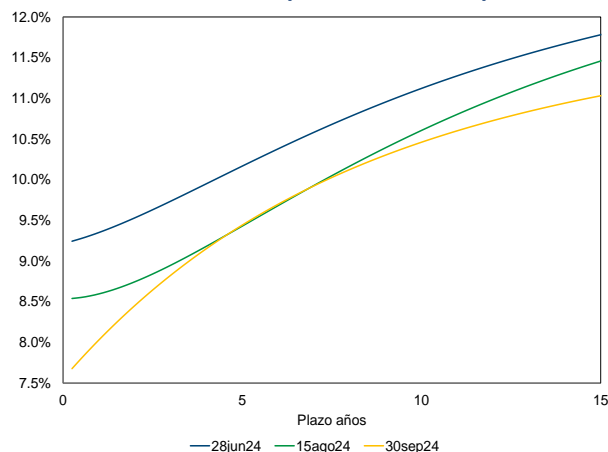


Fuente: Bloomberg, BanRep. **Nota:** Se calcula como la diferencia entre las tasas cero cupón de 10 años y 2 años.

A nivel local, los títulos colombianos presentaron valorizaciones inferiores a las de sus pares en referencias de largo plazo, en un contexto de mayor incertidumbre fiscal (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 (Gráfico 35 y Gráfico 36), guiadas por menores valorizaciones 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 los FPC por títulos de largo plazo. Las valorizaciones del tramo corto se dieron en línea con los recortes de tasa durante el 3T24, y

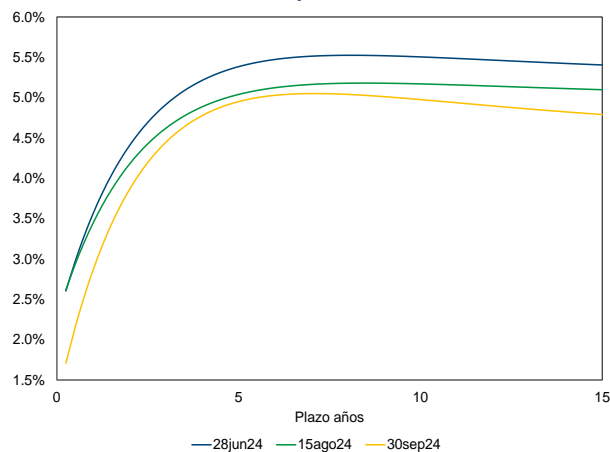
podieron estar impulsadas por la demanda por parte de las entidades públicas en referencias de corto plazo.

Gráfico 35. Curva spot de los TES en pesos



Fuente: BanRep.

Gráfico 36. Curva spot de los TES en UVR



Fuente: BanRep.

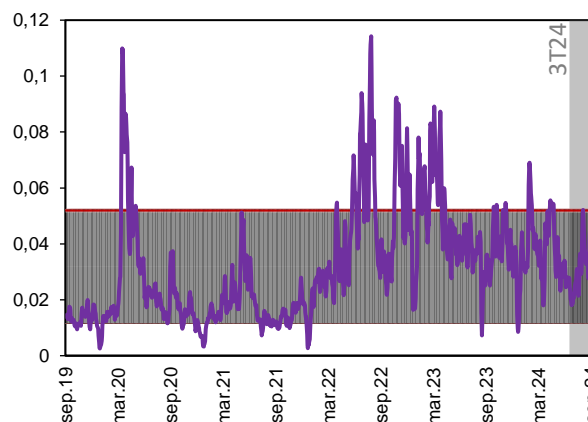
Durante el trimestre, la liquidez del mercado de TES aumentó⁵⁹, mientras que la volatilidad⁶⁰ y la capacidad de intermediación de los agentes en los mercados de deuda se mantuvieron estables⁶¹ (Gráfico 37). Así, los participantes del mercado no han visto afectada su capacidad para recibir y ejecutar nuevas órdenes en el mercado de deuda, en línea con que este último indicador se mantuvo dentro del rango de una desviación estándar con respecto a su media histórica. Asimismo, durante el periodo no se presentaron escenarios de estrés (alta volatilidad) en este mercado.

⁵⁹ El BAS (medido como el diferencial entre los precios de las posturas de compra y venta) promedio disminuyó de 6,7 pb en el 2T24 a 4,0 pb en el 3T24. Por su parte, la profundidad promedio aumentó de COP 130,3 mm a COP 154,0 mm.

⁶⁰ La volatilidad promedio del mercado de TES, estimada con un modelo GARCH (1,1), pasó de 0,050% en el 2T24 a 0,051% en el 3T24.

⁶¹ 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 - Reporte de Mercados Financieros, primer trimestre de 2024 | Banco de la República \(banrep.gov.co\)](#)

Gráfico 37. 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.

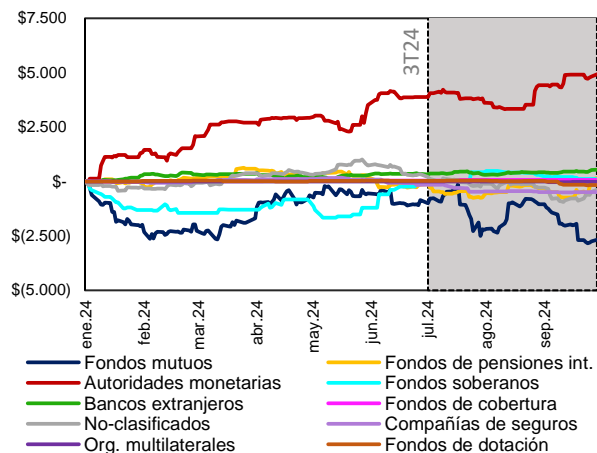
Con respecto a los participantes del mercado de deuda pública local, los inversionistas extranjeros revirtieron parcialmente la tendencia compradora que mantuvieron durante la primera mitad del año. Este comportamiento se dio en un contexto de mayor aversión al riesgo hacia activos colombianos, que se vio reflejado en una mayor prima de riesgo. Los inversionistas extranjeros realizaron ventas por COP 1,3 billones (b) en TES en pesos durante el 3T24, concentradas en referencias del tramo corto de la curva. Estos agentes se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES⁶², por detrás de los FPC. Las ventas de los agentes extranjeros se dieron en un contexto de incremento de las primas de riesgo de Colombia en mayor proporción que sus pares, en parte afectadas por la incertidumbre fiscal (ver *Percepción de riesgo a nivel local*).

Los fondos mutuos lideraron las salidas de los inversionistas extranjeros durante el trimestre, mientras que las autoridades monetarias compensaron parcialmente esta tendencia (Gráfico 38). Las autoridades monetarias realizaron compras netas por COP 1,1 b en TES en pesos y UVR durante el 3T24. Por su parte, los fondos mutuos presentaron ventas netas por COP 1,8 b durante este periodo. 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).

⁶² La participación de los inversionistas extranjeros dentro del saldo total cerró el trimestre en 19,2%.

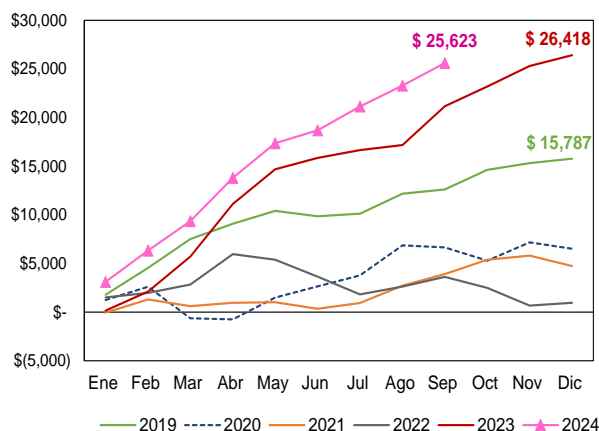
Además, se espera que los flujos de los inversionistas extranjeros indexados⁶³ enfrenten una presión a la baja, debido a la inclusión de India en uno de los principales índices de referencia empleados por agentes extranjeros para invertir en los mercados de deuda pública en moneda local de economías emergentes, y del cual Colombia es parte. Esta dinámica se presenta porque los inversionistas extranjeros indexados deben rebalancear su portafolio para ajustarse a la nueva ponderación de Colombia en el índice. La inclusión de India en el índice *GBI-EM Global Diversified*⁶⁴ se ha realizado gradualmente, con incrementos mensuales en 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 Colombia⁶⁵.

Gráfico 38. 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 39. Compras netas acumuladas por año de los FPC en el mercado spot de TES (miles de millones de pesos)



Fuente: BanRep.

Por otro lado, los fondos de pensiones locales continuaron siendo los principales compradores de deuda pública colombiana, manteniendo la importante tendencia compradora que vienen presentado desde 2022. Así, acercan a máximos históricos comparado con sus compras acumuladas de años previos (*Gráfico 39*). Los FPC realizaron compras por COP 6,9 b en títulos de deuda pública en moneda local durante el 3T24, concentrados en el tramo largo de la curva (COP

⁶³ Los inversionistas indexados son aquellos que basan sus decisiones de inversión en el mercado de TES en seguir el comportamiento de los rendimientos del índice GBI-EM Global Diversified, con cierto grado de libertad dependiendo de cada agente.

⁶⁴ Índice construido por JP Morgan a partir de una canasta de títulos de deuda pública en moneda local de un grupo de países emergentes.

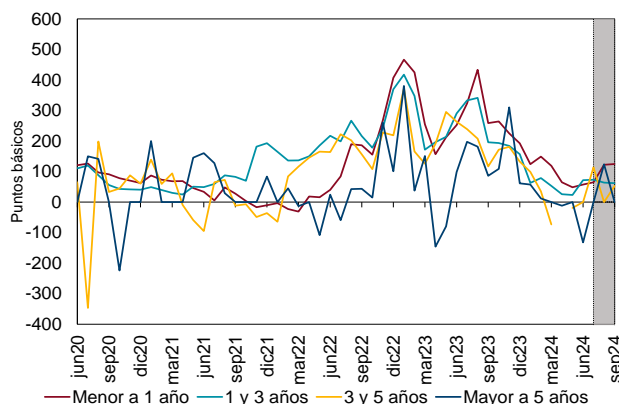
⁶⁵ Según estimaciones reportadas por JP Morgan, la disminución en las ponderaciones de los emisores actuales será del orden del 17% para la mayoría de los emisores. El esquema gradual para incluir a este nuevo emisor sería similar al empleado con la entrada de China en el GBI-EM entre febrero y noviembre 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.

13,8 b)⁶⁶. Así, la participación de esos agentes en el total de la deuda pública en moneda local aumentó del 32% al 33% entre junio y septiembre de 2024.

5.4. Mercado de deuda privada

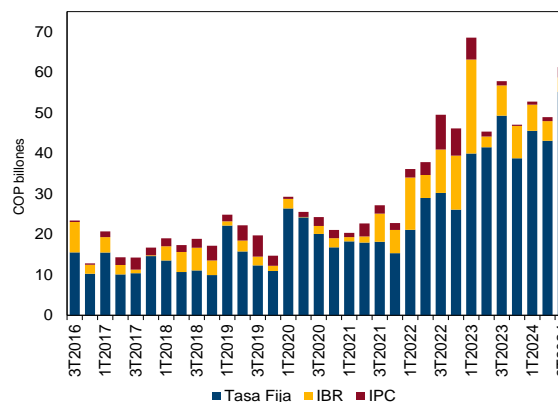
Las tasas de colocación de CDTs disminuyeron en el trimestre, mientras que el monto colocado aumentó. Sin embargo, en el corto plazo (menor a 1 año) el *spread* entre las tasas de CDTs y TES aumentó (Gráfico 40). Lo anterior, esta alineado con el comportamiento de los TES, dados los recortes de tasa del trimestre. Por su parte, las colocaciones de CDT en el trimestre aumentaron con respecto al anterior, consolidándose como las más altas desde el primer trimestre de 2023. En particular, las colocaciones se realizaron principalmente a menos de un año (78%) y a tasa fija (95%) (Gráfico 41).

Gráfico 40. 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 $[(1+icdt)/(1+TES)] - 1$. Para cada plazo se resta la tasa de la tasa 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 41. Montos colocados en CDT desmaterializados por tasa



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

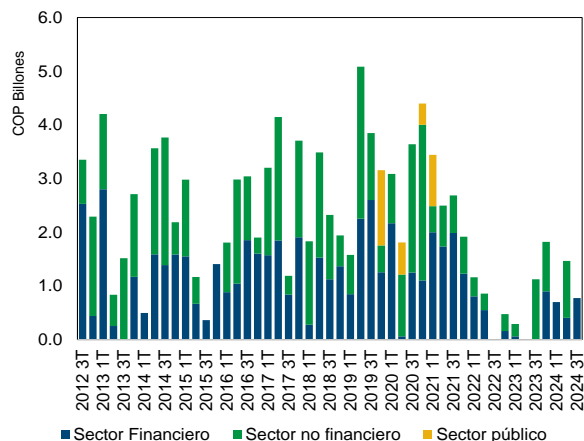
Adicionalmente, el financiamiento a través de la colocación de títulos de deuda corporativa disminuyó frente al trimestre anterior, ante la ausencia de participación de entidades del sector no financiero (Gráfico 42). En línea con esto, en el 3T24 se realizaron colocaciones por medio de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) por COP 0,8 b⁶⁷ a un plazo promedio ponderado de 6 años.

⁶⁶ En el tramo medio de la curva realizaron ventas por COP 6,7 b, mientras que en el tramo corto presentaron flujos por COP 21,0 mm.

⁶⁷ Las colocaciones en el 2T24 se ubicaron en COP 1,5 b.

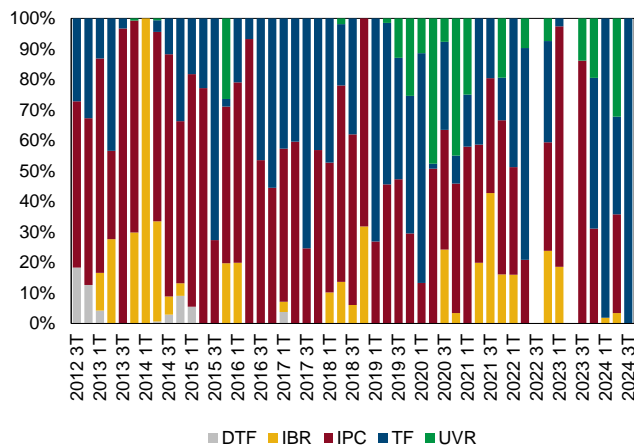
Las emisiones fueron realizadas en su totalidad por entidades del sector financiero a tasa fija, lo cual se evidencia por primera vez desde que se cuenta con información (2006) (Gráfico 43).

Gráfico 42. Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC (COP miles de millones)



Fuente: BVC.

Gráfico 43. Participación por tipo de tasa en las emisiones de deuda privada



Fuente: BVC.

6. Mercado cambiario

6.1. Mercado cambiario global

El dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de las divisas de países desarrollados (de acuerdo con el índice DXY⁶⁸, el dólar se debilitó un 4,8%) y emergentes. El desempeño de esta divisa estuvo asociado con las expectativas de una postura de política monetaria menos restrictiva por parte de la FED ante la consolidación de la tendencia decreciente de la inflación, la cual se acerca a la meta de 2%, y ante la publicación de algunas cifras del mercado laboral que sorprendieron a la baja al mercado (ver *Entorno internacional*).

Además de las perspectivas en torno a la política monetaria en EE. UU, el comportamiento de las monedas de países desarrollados también estuvo explicado por las perspectivas de política monetaria en estos países, y algunos factores idiosincráticos. En particular, el yen japonés fue la moneda con mayor apreciación (cercana al 11%), tras las intervenciones del Banco de Japón (BoJ) en el mercado de divisas y el aumento sorpresivo de su tasa de política monetaria en su reunión de julio. De manera similar, la libra esterlina y el franco suizo presentaron una apreciación superior

⁶⁸ 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%.

al 5% durante el trimestre, y el euro mostró una apreciación cercana al 4% debido a las expectativas de un ciclo de flexibilización monetaria menos agresivo que el de la FED, así como por la publicación de algunos datos sólidos de actividad económica. Por el contrario, la apreciación del dólar canadiense estuvo contenida por las disminuciones en el trimestre del precio del petróleo (*Tabla 3*) y (*Gráfico 44*).

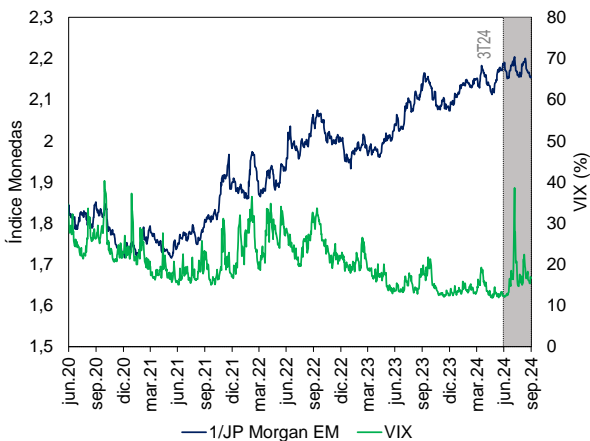
Por su parte, las monedas de países emergentes mostraron un comportamiento mixto, aunque en la región la mayoría se apreció frente al dólar estadounidense. Durante el trimestre, el peso mexicano y el peso colombiano fueron las monedas de la región que registraron depreciaciones, mientras el peso chileno, el sol peruano y el real brasileño se apreciaron. Dentro de los factores idiosincráticos que explican este comportamiento se resalta: *i)* el peso mexicano se depreció afectado por la incertidumbre política relacionada con la posesión de la nueva presidenta Claudia Sheinbaum y la propuesta y posterior aprobación de la reforma judicial por parte del Congreso. A este factor, se le sumó la liquidación de posiciones de *carry trade* relacionada con la apreciación del yen japonés, que representa una de las principales fuentes de fondeo para estas estrategias (ver *Sombreado 1: Episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales durante agosto de 2024*); *ii)* la apreciación del peso chileno y el sol peruano durante el trimestre estuvo relacionada con las decisiones de política monetaria (que en el caso de Chile se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado -5,75% con una expectativa de 5,50% para julio- y en Perú estuvieron en línea con estas expectativas), y el aumento de los precios del cobre durante el periodo; y *iii)* la apreciación del real estuvo principalmente vinculada con los aumentos de la inflación que generaron expectativas de incrementos de la tasa de política monetaria, con un comportamiento dispar al de los países de la región.

Tabla 3. Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

	País	2T24	3T24		País	2T24	3T24
LATINOAMÉRICA	Colombia	8,0%	0,7%	ASIA	Corea	2,5%	-4,5%
	Brasil	11,6%	-2,6%		Indonesia	2,5%	-7,5%
	México	10,6%	7,5%		Tailandia	2,3%	-11,8%
	Argentina	6,3%	6,3%		China	0,2%	-3,4%
	Perú	3,2%	-3,6%		India	0,1%	0,5%
	Chile	-4,0%	-4,5%		Malasia	0,8%	-12,6%
PRINCIPALES MONEDAS	Zona Euro	1,5%	-3,9%	Hong Kong	0,0%	-0,5%	
	Gran Bretaña	1,2%	-5,8%	OTROS	Islandia	1,2%	-2,6%
	Japón	4,3%	-10,7%		Rusia	1,1%	8,4%
	Canadá	1,6%	-1,1%		Polonia	1,9%	-4,4%
	Australia	1,0%	-3,6%		Turquía	0,4%	4,4%
	Nueva Zelanda	2,0%	-4,2%		Israel	1,7%	-1,3%
	Suiza	1,7%	-5,9%		Sudáfrica	-0,7%	-5,1%

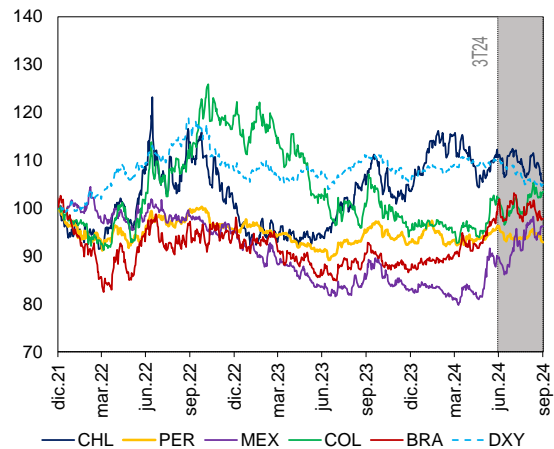
Fuente: Bloomberg. Nota: Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación de las monedas.

Gráfico 44. 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.

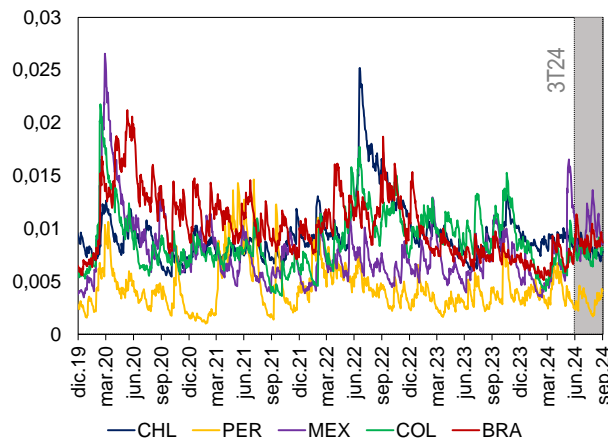
Gráfico 45. Tasas de cambio Latinoamérica y dólar



Fuente: Bloomberg. Información actualizada al 30-sep-24. **Nota:** *El DXY es un índice que compara la divisa estadounidense con una canasta de otras monedas: el euro, el yen japonés, la libra esterlina, el dólar canadiense, la corona sueca y el franco suizo. Un incremento del índice indica un fortalecimiento del dólar.

La volatilidad condicional promedio del peso colombiano y de algunas monedas de la región analizadas aumentó durante el periodo (Gráfico 46). En el trimestre, el peso mexicano registró la mayor volatilidad, seguido por el real brasileño, el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano.

Gráfico 46. 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 que venían realizando en trimestres anteriores.

El BanRep acumuló reservas por USD 511,9 m, mientras que el Banco Central de Brasil (BCB) realizó ventas en el mercado de contado por primera vez desde abril de 2022. De esta manera al 30 de septiembre el BanRep había acumulado reservas por USD 1.336,8 m, lo cual representa el 74% de los recursos subastados hasta el cierre del 3T24 y el 89% del objetivo total de acumulación del programa de USD 1.500 m (Tabla 4). Por su parte, el BCB vendió USD 1.500 m en el mercado de contado y tuvo una posición vendedora neta a través de *non-delivery cross currency swap* por USD 579 m (Tabla 5).

Tabla 4. 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
2T24	0	400	0	0	400
Julio	0	200	0	0	200
Agosto	0	112	0	0	112
Septiembre	0	200	0	0	200
3T24	0	512	0	0	512

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.

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
2T24	0	0	0	-1.969	-1.969
Julio	0	0	0	1.268	1.268
Agosto	0	0	0	-456	-456
Septiembre	-1.500	0	0	-1.391	-2.891
3T24	-1.500	0	0	-579	2.079

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.

Los bancos centrales de Perú y Chile continuaron realizando operaciones en el mercado cambiario con diversos instrumentos, siguiendo la tendencia observada en el último año, mientras que el Banco de México no operó en el mercado cambiario. El Banco Central de Reserva

del Perú (BCRP) tuvo una posición compradora a través de *Non-Delivery Cross-Currency Swaps* por USD 1.125 m (*Tabla 6*). Mientras que el Banco Central de Chile (BCCh) siguió renovando los vencimientos de su programa de NDF⁶⁹.

Tabla 6. 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
2T24	-83	381	17	0	315
Julio	0	239	0	0	239
Agosto	0	639	0	0	639
Septiembre	0	247	0	0	247
3T24	0	1,125	0	0	1,125

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.

6.2. Mercado cambiario local

El peso colombiano presentó un comportamiento volátil y cerró el periodo de análisis con una ligera depreciación (0,7%), afectado por factores locales, como la incertidumbre fiscal, y por la disminución de los precios del petróleo. De acuerdo con agentes del mercado, el comportamiento del COP pudo estar afectado por la incertidumbre en torno a la discusión del presupuesto del Gobierno para 2025 y de la propuesta de ley de financiamiento (ver *Percepción de riesgo a nivel local*), la demanda de dólares de extranjeros en el mercado de coberturas y la caída de los precios del petróleo.

En lo corrido del trimestre, las medidas de liquidez⁷⁰ exhibieron en promedio un deterioro con respecto al trimestre anterior. No obstante, la liquidez se mantiene en niveles superiores al promedio observado en los últimos dos años (*Gráfico 47*). Lo anterior se vio reflejado en un aumento de la medida *Bid-Ask Spread* (BAS) del mercado de contado peso-dólar⁷¹ y una

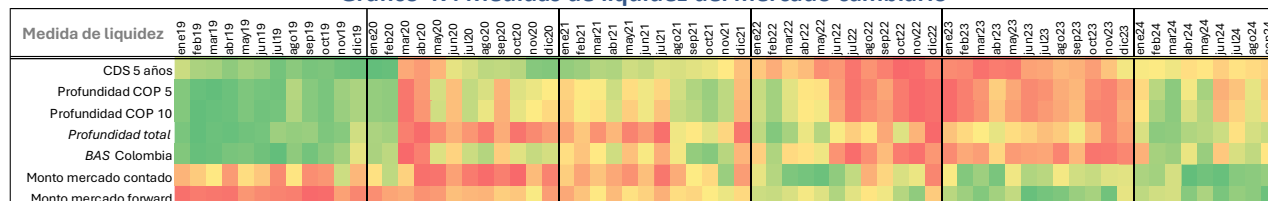
⁶⁹ El saldo vigente de *Non Delivery Forwards* del BCCh asciende a USD 2.676 m.

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

⁷¹ El BAS promedio en el 3T24 fue de 0,0465%, mientras que en el 2T24 fue de 0,0464%. 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.

disminución en las medidas de profundidad COP 5 y COP 10⁷². Por su parte, en el 3T24 los montos promedio diario negociados en los mercados de contado (USD 1.684 m) disminuyeron y los montos *forward*⁷³ peso-dólar (USD 3.793 m) aumentaron con respecto al observado en el 2T24⁷⁴ (Gráfico 47). 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.

Gráfico 47. 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 septiembre 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.

Los incentivos de los inversionistas a tomar posiciones de *carry trade*⁷⁵ sobre el COP disminuyeron en el trimestre, relacionado principalmente con la disminución en el diferencial de tasas de interés seguido del incremento de las expectativas en torno a la volatilidad de la tasa de cambio implícita en los contratos de derivados. En línea con el contexto internacional, el *carry-to-risk* disminuyó para todos los países de la región. Dentro de los factores idiosincráticos que generaron diferencias en las variaciones del indicador *carry-to-risk* se resalta que: i) en México se presentó la mayor caída lo cual estuvo asociado con el aumento en la volatilidad de la tasa de cambio ii) la caída en el *carry-to-risk* de Chile estuvo relacionada principalmente con la reducción

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 3T24 fueron de USD 7,9 m y USD 15,6 m y USD 47,4 m, respectivamente, mientras que en el 2T24 fueron de USD 9,4 m y USD 17,5 m y USD 51 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.

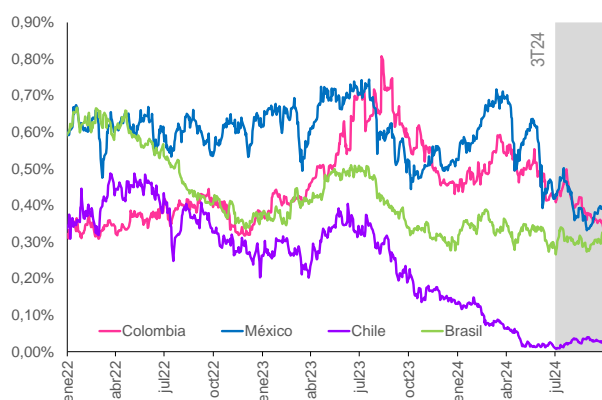
⁷⁴ Los montos promedio diario negociados en el 2T24 en los mercados de contado y forward peso-dólar se ubicaron en USD 1.887 m y USD 3.693 m, respectivamente.

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.

del diferencial de tasas de interés dado que en el trimestre su volatilidad implícita en los contratos de derivados disminuyó, iii) la caída en el *carry-to-risk* de Brasil fue la menor en la región dado que el aumento en el diferencial de tasas de interés contuvo parcialmente el aumento de la volatilidad. (Gráfico 48).

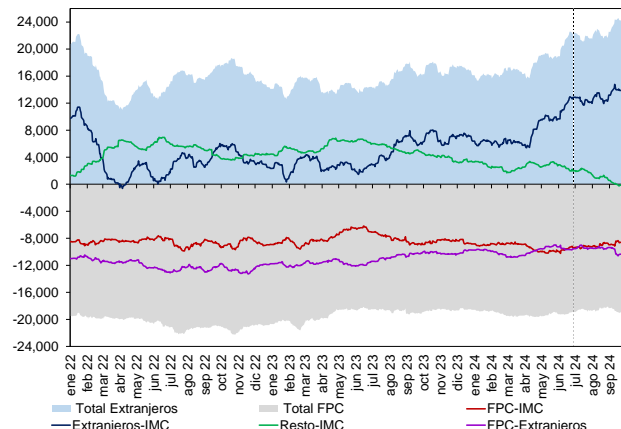
Por su parte, en el mercado *forward* los inversionistas extranjeros incrementaron su posición compradora neta, alcanzando máximos históricos en septiembre (Gráfico 49). Así, estos agentes alcanzaron un saldo máximo histórico el 16 de septiembre (USD 24.561 m), lo cual estuvo explicado principalmente por operaciones de estos agentes con los fondos de pensiones y cesantías. En contraste, se destaca que las entidades del sector real revirtieron su posición en el trimestre y al cierre presentaron una posición vendedora de USD 228,7 m. Además, cabe resaltar que dichos agentes no se ubicaban como vendedores netos desde octubre de 2020.

Gráfico 48. *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.

Gráfico 49. Saldos netos de compra *forward* y swaps peso-dólar



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

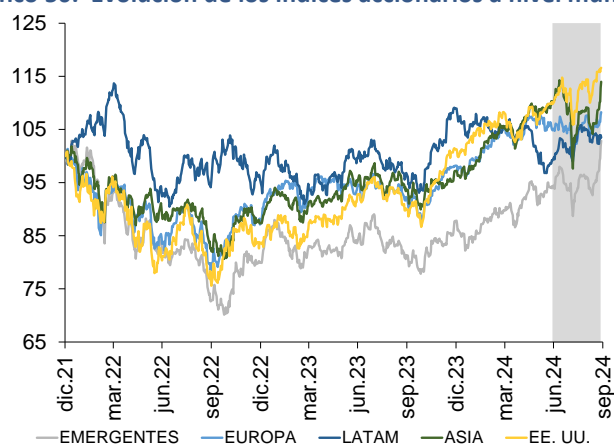
7. Mercado accionario

Durante el 3T24, los mercados accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones, en un entorno de mayor volatilidad. Los mercados reaccionaron de manera positiva al recorte de tasas por parte de la FED y a la publicación de datos económicos favorables⁷⁶. Los principales

⁷⁶ Al 30 de septiembre de 2023, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del MSCI AC Asia Pacific Local Index con una variación positiva de 2,3% (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 5,5%, 8,2% y 2,6%, respectivamente. Para Europa se utilizó el Stoxx 600 que se valorizó 2,2% y para América Latina el MSCI Emerging Markets Latin America Local Index el cual se incrementó 3,4%. En este índice se ponderan los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

índices bursátiles de EE. UU., como el Dow Jones, el S&P500 y el Nasdaq, junto con el Stoxx600 en Europa, alcanzaron máximos históricos durante el trimestre. A pesar de la fuerte caída en los mercados accionarios globales luego del dato de empleo a principios de agosto y la subida de tasas de interés por parte del BoJ, los mercados accionarios mantuvieron la tendencia positiva del año respaldados en el buen desempeño de las acciones tecnológicas, la continua publicación de datos económicos favorables y las expectativas de recortes de tasas por parte de los principales bancos centrales (*Gráfico 50*). Sumado a esto, el mercado europeo se valorizó durante la última parte de septiembre con el anuncio de medidas de estímulo económico por parte de China.

Gráfico 50. Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

En Latinoamérica, la mayoría de los índices accionarios mostraron valorizaciones en línea con el comportamiento positivo del mercado accionario global. En detalle, los principales índices de Brasil, Chile, México y Perú presentaron valorizaciones de 6,4%, 1,2%, 0,1% y 0,2%, respectivamente. Los mercados respondieron a los buenos precios de algunas materias primas como la plata y el cobre, al igual que la mejora de la confianza de los inversionistas y el apetito por riesgo hacia emergentes. El mercado brasilero, que venía de tener una tendencia negativa en la primera mitad del 2024, presentó una corrección durante el trimestre con las expectativas de mayores tasas de interés y los buenos resultados corporativos (*Gráfico 51*). A lo largo del trimestre, las volatilidades condicionales⁷⁷ de estos índices mostraron leves variaciones en comparación con el 1T24. Exceptuando los mercados de Colombia y Perú, las volatilidades de los mercados latinoamericanos fueron mayores a las del trimestre anterior (*Gráfico 52*).

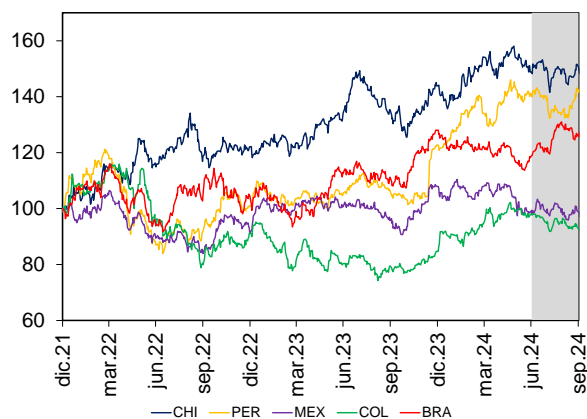
A nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño negativo, corrigiendo parcialmente las ganancias obtenidas durante el 1S24, en un contexto de menor liquidez. Este comportamiento contrastó con lo observado en otros mercados de la región y se explicó principalmente por la desvalorización de la acción de Ecopetrol ante los menores precios del petróleo y otros factores

⁷⁷ Medida a través de modelos GARCH (1,1).

intrínsecos de la compañía, así como el menor precio de las acciones de empresas del Grupo Empresarial Antioqueño como SURA y cementos Argos. Aunque durante el trimestre se dio el rebalanceo de algunos ETFs como el Hcolsel, los montos negociados fueron menores a los vistos en el 1S24 (COP 57,7 mm, *Gráfico 53*).

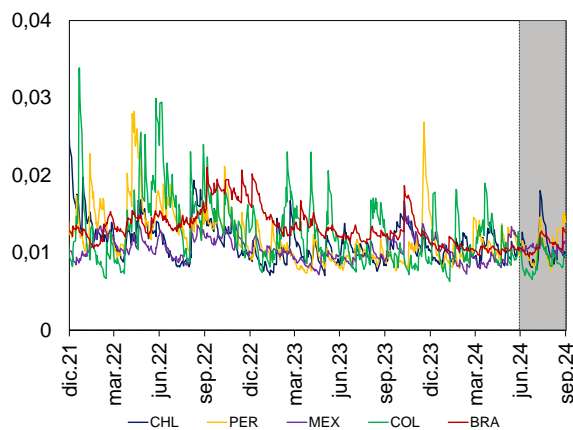
Finalmente, en el trimestre el comportamiento del mercado accionario local estuvo acompañado de compras netas por parte de los inversionistas extranjeros (COP 365 mm) y del sector real (COP 11 mm). Los inversionistas extranjeros continúan siendo los agentes con mayor participación en el volumen negociado⁷⁸ y mantienen cerca del 13% del saldo total del mercado⁷⁹ (ver *Recuadro 3: Participación de los inversionistas extranjeros en el mercado accionario colombiano* en el Reporte de Mercados Financieros del segundo trimestre de 2024). Esta posición estuvo contrarrestada por las ventas realizadas por los FPC (COP 318 mm), quienes se ubicaron como los mayores vendedores del mercado, al igual que las ventas realizadas por las compañías de seguros y las personas naturales (*Gráfico 54*).

Gráfico 51. Evolución de los índices accionarios de la región



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

Gráfico 52. Volatilidad condicional índices accionarios

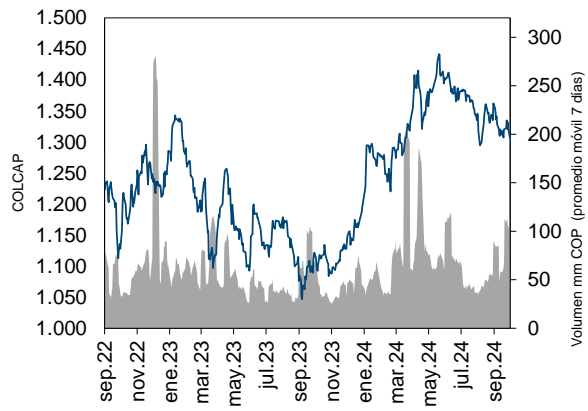


Fuente: Bloomberg. Cálculos: BanRep.

⁷⁸ Según la BVC, en lo corrido de 2024 los inversionistas extranjeros han participado en el 30,6% del volumen negociado en el mercado de renta variable colombiano.

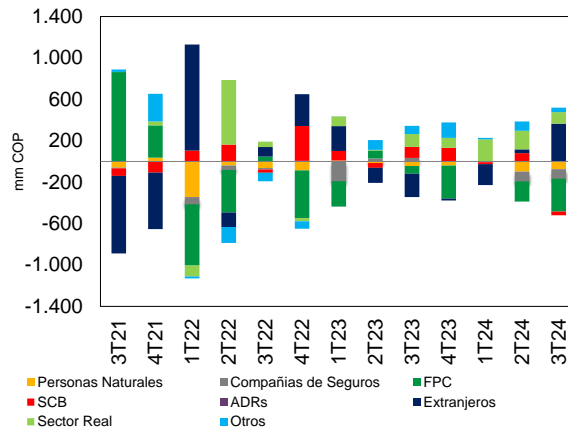
⁷⁹ Para el cálculo se tiene en cuenta el saldo total de acciones y la clasificación de inversionistas extranjeros que se encuentra en Deceval, excluyendo aquellos inversionistas que no pueden ser identificados (por ejemplo, los extranjeros residentes en el país).

Gráfico 53. MSCI Colcap y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 54. Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cálculos: BanRep.

8. Recuadros

Recuadro 1: Sensibilidad de las tasas OIS de Colombia a factores idiosincráticos, regionales e internacionales

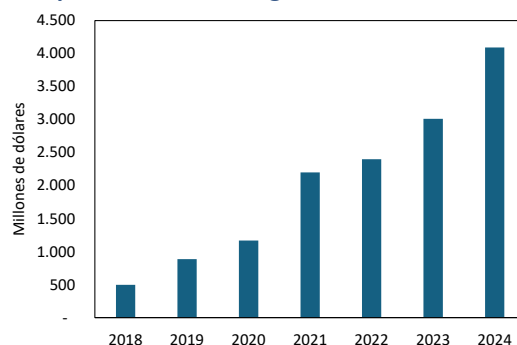
Cristhian Hernando Ruiz Cardozo⁸⁰

Introducción

Los contratos de *Overnight Index Swap* (OIS) de IBR consisten en el acuerdo entre dos partes de intercambiar una tasa de interés fija por una variable para un plazo específico, siendo esta última la media geométrica de las tasas *overnight* (O/N) formadas durante el período. En este contrato la parte compradora paga los flujos de la operación a una tasa de interés fija, y recibe una serie de flujos a una tasa de interés variable. Esta última es el resultado de la composición de la tasa IBR O/N durante el plazo del contrato, de tal forma que ambos flujos esperados descontados a las tasas correspondientes obtienen el mismo valor en el momento inicial.

Este es un mercado que ha crecido de manera importante en los últimos años, pasando de un monto promedio negociado de USD 496 m en 2018 a USD 4.092 m en 2024 (*Gráfico R1. 1*), y en donde participan mayoritariamente agentes externos y una parte pequeña son agentes locales⁸¹. Desde mayo de 2018, se observa un incremento en la negociación de estos derivados, luego de que el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) empezó a compensar estos *swaps* de tasas de interés y mejoró el acceso de los inversionistas extranjeros a estos instrumentos.

Gráfico R1. 1. Monto promedio diario negociado de contratos OIS-IBR en el CME



Fuente: CME.

A partir de las tasas de interés pactadas de estos contratos es posible extraer expectativas de la senda de tasa de política monetaria (TPM) del Banco de la República (BanRep) para un horizonte

⁸⁰ Las opiniones de este documento no comprometen ni representan la visión del Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva de los autores.

⁸¹ Un mayor detalle de las características de este instrumento puede encontrarse en [Recuadro 2: Relación entre el mercado de los Overnight Index Swap y el de los Títulos de Tesorería \(TES\)](#)

de tiempo determinado. Debido a que la tasa fija del swap esta indexada al IBR O/N y esta tasa está alineada con la TPM, de los contratos OIS se pueden extraer las expectativas de la senda de la TPM⁸².

Este recuadro presenta una aproximación empírica para cuantificar la incidencia de factores locales, regionales y globales en la formación de expectativas de TPM implícitas en las tasas OIS. Lo anterior tiene en consideración la alta participación de los inversionistas extranjeros en la negociación de estos contratos, lo cual lleva a que estas expectativas puedan reaccionar a factores externos. En la formación de las expectativas de TPM implícitas en las tasas OIS pueden incidir factores globales, como las expectativas sobre la postura de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), así como factores propios de cada economía. Además, según algunas conversaciones con diferentes participantes del mercado, en la medida que los agentes extranjeros puedan tener participación en otros mercados de la región, es posible que algunos factores regionales también puedan incidir en la formación de estas expectativas⁸³.

Los resultados evidencian que desde la pandemia del Covid-19 los factores internacionales han explicado en mayor proporción la variabilidad de las expectativas de la TPM en Colombia. Además, en lo corrido de 2024 estas expectativas han reaccionado principalmente a eventos locales y a ciertos episodios que afectaron las expectativas de TPM en EE. UU. Estos resultados se obtienen usando una especificación simplificada de la formación de expectativas de TPM, pero no ofrece información sobre cuáles son los determinantes en los cambios del factor global o regional que afectan las expectativas locales. Particularmente, se asume que los cambios de las tasas OIS reaccionan a choques de oferta y demanda que afecten a las expectativas de inflación, de manera que los ajustes de las expectativas de TPM estarían alineados con el objetivo de alcanzar la meta de inflación del banco central. Futuros análisis pueden extender este estudio, de manera que se fortalezca el análisis incorporando información de las expectativas de inflación y PIB.

Aproximación metodológica

Se plantea un modelo de regresión lineal que pretende explicar los movimientos mensuales de las tasas OIS a un año en Colombia por factores locales, regionales y globales (Ecuación 1). En particular, se analiza la variación promedio mensual de las tasas OIS a un año en Colombia ($\Delta Tasas OIS_t^{col,1y}$) en función de: una variable *dummy* que toma el valor de 1 desde el inicio de la pandemia del Covid-19 (*Dummy*); la variación del promedio mensual de las tasas OIS a un año en EE. UU. ($\Delta Tasas OIS_t^{US,1y}$); las variaciones del promedio mensual del indicador *Move* ($\Delta MOVE_t$); y un factor regional común de las expectativas de TPM para Colombia, Chile, México y Brasil (FR_t).

⁸² Un mayor detalle de como extraer estas expectativas se encuentra en [Recuadro: Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros](#).

⁸³ Los volúmenes negociados en Colombia son menores a los volúmenes negociados en los mercados OIS de México y Brasil. Esta característica podría ocasionar que algunos inversionistas extranjeros ajusten sus expectativas de TPM en Colombia sujeto a algunos cambios de las expectativas de TPM en Brasil y México.

$$(1)\Delta Tasas\ OIS_t^{col,1y} = \beta_0 + Dummy + \beta_1\Delta Tasas\ OIS_t^{US,1y} + \beta_2\Delta MOVE_t + \beta_3FR_t + \epsilon_t^{col,1y}$$

Por simplicidad el factor global se aproxima por la variación promedio mensual en las tasas OIS en Estados Unidos y el *Move*⁸⁴. Dada la importante participación de EE. UU. en la economía global, las expectativas de la TPM en EE. UU. son un reflejo de las condiciones económicas globales. En este sentido, la variación de las tasas OIS en EE. UU. es un proxy adecuado para capturar choques de oferta y demanda a nivel global. Además, también es relevante considerar dentro de los factores globales un indicador que mida el nivel de incertidumbre y riesgo percibido por los inversores en relación con los movimientos futuros en las tasas de interés del Tesoro de EE. UU., este indicador es el *Move*.

Para el cálculo del factor regional (FR) se usa la técnica de Análisis de Componentes Principales (ACP), la cual busca identificar un factor no observable que puede explicar en gran medida la variación de las tasas OIS de la región. Además, este factor no debe ser influenciado por condiciones globales⁸⁵, por lo cual se emplea una metodología que aísla la incidencia de los efectos globales, de manera que el factor calculado reaccione más a la dinámica propia de la región y aporte más información al modelo. El cálculo de FR_t se realiza siguiendo el siguiente proceso:

1. Se estima la siguiente regresión lineal para cada país de la región:

$$(2)\Delta Tasas\ OIS_t^{i,1y} = \beta_0 + Dummy + \beta_1\Delta Tasas\ OIS_t^{US,1y} + \beta_2\Delta MOVE_t + \epsilon_t^{i,1y}$$

donde $\epsilon_t^{i,1y} \sim IID(0, \sigma_{i,1y}^2)$ e $i \in \{Bra, Mex, Ch, Col\}$

2. Con los resultados de los errores estimados de las anteriores regresiones ($\hat{\epsilon}_t^{\{Br, Mex, Ch, Col\}, 1y}$) se realiza el ACP, y el resultado de la componente 1 podría interpretarse como un factor común regional que es independiente de algunos factores globales (medidos a través de $\Delta Tasas\ OIS_t^{US,1y}$ y el $\Delta MOVE$ ⁸⁶).

Las estimaciones del factor regional y la regresión 1 se realizan utilizando información mensual desde febrero de 2011 hasta agosto de 2024 (*Gráfico R1. 2* y *Gráfico R1. 3*). En el *Gráfico R1.3* se observa que antes de la pandemia del Covid-19 las variaciones de las tasas OIS en EE. UU. eran menos volátiles que lo observado en el periodo post pandemia, esta dinámica es común en los países de la región y marca un posible cambio estructural. En los *Gráficos R1.2* y *R1.3* se aprecia los movimientos comunes que suelen presentar las expectativas de TPM entre los países analizados y resalta la importancia de entender la participación del componente idiosincrático, regional e internacional en los movimientos de las tasas OIS en Colombia.

⁸⁴ El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*.

⁸⁵ Los choques de las expectativas de TPM a nivel internacional se miden con $\Delta Tasas\ OIS_t^{US,1y}$ y $\Delta MOVE_t$

⁸⁶ La correlación lineal entre las variaciones de las tasas OIS en EEUU y las variaciones del *MOVE* es pequeña (-13,9%) y muestra que son linealmente independientes, por lo que se pueden utilizar ambas medidas en un modelo de regresión. El incluir el *Move* dentro de los modelos permite agregar mayor variabilidad al modelo toda vez que las variaciones de las tasas OIS permanecieron muy bajas antes de 2018

Gráfico R1. 2. Tasas OIS Latam y US y Move

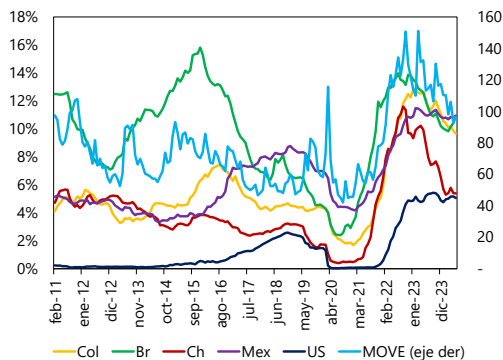
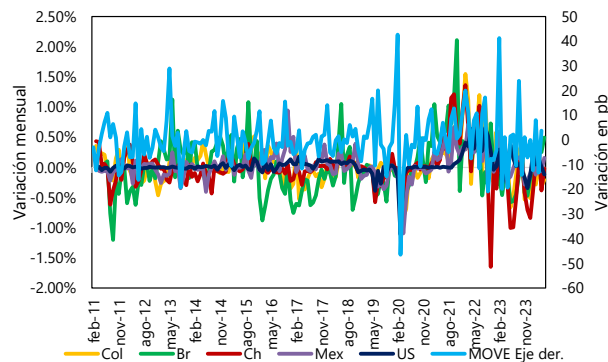


Gráfico R1. 3. Variación mensual de las tasas OIS en Latam y US y variaciones del Move



Fuente: Bloomberg. Notas: Las series Col, Br, Ch, Mex y US corresponden al promedio mensual de las tasas OIS con plazo a un año de Colombia (Col), Brasil (Br), Chile (Ch), México (Mex) y Estados Unidos (US) respectivamente.

Cálculo del Factor Común Regional

En la **Tabla R1. 1** se presenta el resultado de la estimación de las regresiones lineales definidas en la ecuación (2), los resultados muestran un efecto positivo y significativo del nivel (medido por las tasas OIS) y volatilidad (medido por el *Move*) de las expectativas de la TPM en EE.UU sobre las expectativas de TPM en los países de Latam. El entorno internacional explica buena parte los cambios de las expectativas de TPM en los países de la región, particularmente México parece que responde más a estas variaciones toda vez que su R^2 resulta ser el mayor frente a sus pares.

Tabla R1. 1. Resultado de la regresión lineal (2) para los países de la región

	Brasil	México	Chile	Colombia
Constante	0.002 (0.001)	0.0004 (0.0004)	0.002** (0.001)	-0.0002 (0.001)
Dummy	-0.00003* (0.00001)	-0.00000 (0.00001)	-0.00003* (0.00001)	0.00001*** (0.00001)
$\Delta Tasas\ OIS_t^{US,1y}$	0.440** (0.208)	0.831*** (0.056)	0.779*** (0.265)	0.858*** (0.140)
$\Delta MOVE_t$	0.0001** (0.00003)	0.0001*** (0.00001)	0.0001*** (0.00003)	0.0001*** (0.00002)
Observaciones	162	162	162	162
R^2	0.07	0.442	0.175	0.246

* $p < 0.1$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

Notas: La tabla corresponde a los resultados de la regresión lineal 2. La estimación se realiza para los países de la región y se usa información mensual desde febrero de 2011 hasta agosto de 2024. La variable dependiente es variación de las tasas OIS a un año para cada país de la región. Las regresiones se estimaron con la metodología de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) y los errores estándar son calculados con el estimador de Newey-West (con 3 rezagos). Los resultados en negrilla muestran los coeficientes significativos al 10% (*), 5% (**) y 1% (***).

Controlando por el cambio en las expectativas de TPM de EE. UU., el ACP sobre los errores estimados de las regresiones anteriores ($\hat{\varepsilon}_t^{\{Br,Mex,Ch,Col\},1y}$ - **Gráfico R1. 4**) muestra que existe un factor común en los cambios de las expectativas de TPM de los países de la región y es capturado por la primera componente principal (**Gráfico R1. 5**). Los resultados arrojan que la primera, segunda, tercera y cuarta componente explican el 36%, 24%, 22% y 18% de la variabilidad de los errores estimados del modelo de regresión (2), en su orden. Además, la primera componente se correlaciona de manera positiva con todos los residuales y se puede interpretar como un factor regional común que afecta a las expectativas de TPM en los países de la región (**Gráfico R1. 5**). El componente 2 y 3 están mayormente correlacionadas con la evolución de las expectativas de TPM en México y Brasil, respectivamente.

Gráfico R1. 4. Residuales de los modelos de regresión (2)

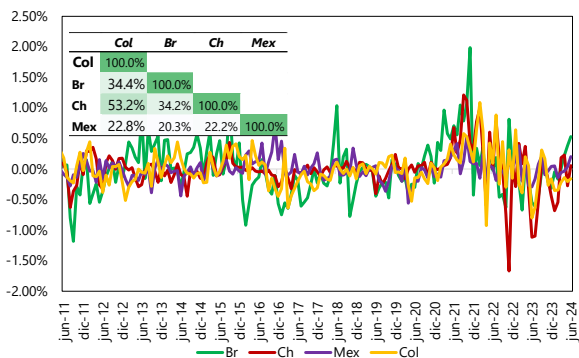
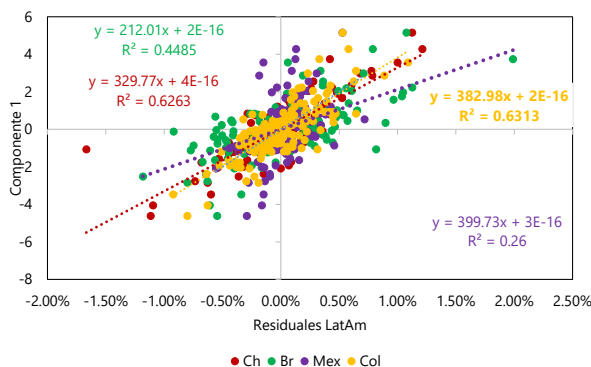


Gráfico R1. 5. Componente 1 y residuos modelos de regresión



Fuente: Banrep. **Notas:** En el Gráfico R1. 4 se presentan los resultados de los residuales estimados de la regresión 2, en color verde se presentan los datos de Brasil, en amarillo de Colombia, en rojo de Chile y en Morado de México. Estos residuales muestran correlaciones superiores en promedio al 20% entre los diferentes países. Los anteriores residuales y la primera componente principal del ejercicio propuesto se presentan en el Gráfico R1. 5, en este se evidencia una relación positiva y significativa entre la componente principal y los residuales estimados. Estas fuertes relaciones se corroboran con valores altos de R².

Influencia de los factores idiosincráticos, regionales e internacionales en las tasas OIS de Colombia

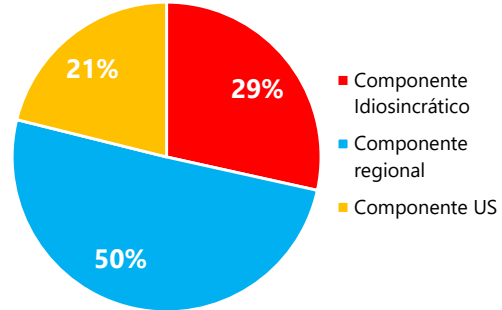
En la **Tabla R1. 2** se presenta el resultado de la estimación de la regresión (1), se observa que cambios positivos en el factor regional e internacional genera expectativas de un mayor nivel de la TPM en Colombia (**Tabla R1. 2**). Además, estos componentes explican en promedio el 71,4% de la varianza total de las tasas OIS en Colombia y el componente idiosincrático el 21% (**Gráfico R1. 6**). Según el modelo, la variable que más explica en promedio la variabilidad de las expectativas de TPM es el componente común regional (50%), seguido por el componente idiosincrático (29%) y en ultimo los factores asociados a las expectativas de EE. UU. (21%).

Tabla R1. 2. Resultado de la regresión lineal para Colombia

Constante	-0.001** (0.001)
$\Delta T_{asas\ OIS_t^{US,1y}}$	0.824*** (0.118)
$\Delta MOVE_t$	0.0001*** (0.00001)
FR_t	0.002*** (0.0002)
Dummy	0.00002*** (0.00001)
Observaciones	162
R2	0.7142

*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Gráfico R1. 6. Varianza explicada por cada componente



Fuente: Bloomberg. **Notas:** La regresión se calcula con errores estándar calculados con el estimador de Newey-West (con 3 rezagos). Los valores de la varianza explicada se calculan con la suma total de cuadrados de cada componente dividido en la suma total de cuadrados de $\Delta T_{asas\ OIS_t^{col,1y}}$.

El modelo también sugiere que los cambios de las expectativas de TPM en Colombia durante 2024 han reaccionado principalmente al componente idiosincrático y a cambios en las expectativas de TPM en EE. UU. El componente idiosincrático negativo señala expectativas de recortes de la TPM, lo cual está en línea con la reducción de la inflación y sus expectativas durante el año. Por otra parte, la consolidación de expectativas de recortes de la TPM por parte de la reserva federal también ha generado expectativas de menores tasas de interés en Colombia (Gráfico R1. 7 y Gráfico R1. 8).

Gráfico R1. 7. Componentes estimados

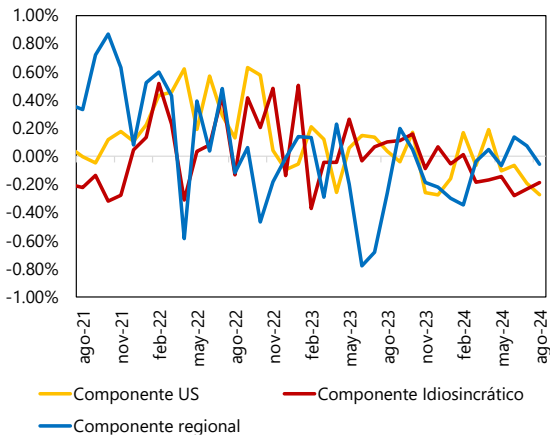
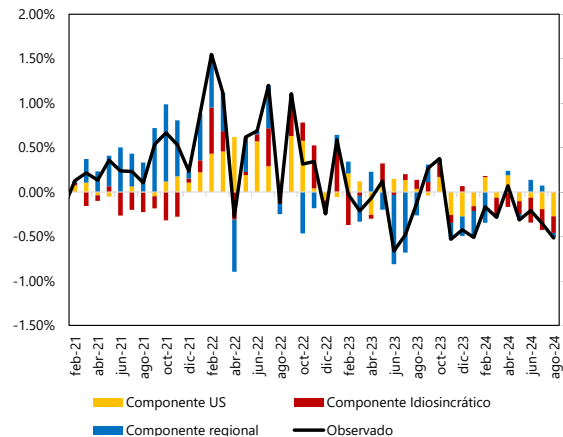


Gráfico R1. 8. Aporte de los componentes estimados en las variaciones de las tasas OIS a 1 año



Fuente: Banrep. **Notas:** El componente US se obtiene de la expresión $\hat{\beta}_1 \Delta T_{asas\ OIS_t^{US,1y}} + \hat{\beta}_2 \Delta MOVE_t$, el regional se calcula como $\hat{\beta}_3 \widehat{FR}_t$ y el factor idiosincrático es $\widehat{constante} + \widehat{dummy} + \hat{\epsilon}_t^{col,1y}$.

Finalmente, un análisis de ventanas móviles permite identificar que el componente internacional tomo mayor relevancia para explicar las variaciones de las tasas OIS en Colombia luego del inicio de la pandemia del Covid-19. Este resultado sugiere, que las expectativas de TPM en Colombia reaccionaron por los efectos en la actividad económica global por el choque del Covid-19 y el aumento de la inflación por las disrupciones en las cadenas globales de suministros. En el *Gráfico R1. 9* y *Gráfico R1. 10* se presentan los resultados de la varianza explicada de cada componente y el resultado de los coeficientes estimados β_1, β_2 y β_3 de la regresión (1) usando ventanas de 36 meses. En el *Grafico R1.9* se aprecia que el componente de EE. UU. ganó una importante relevancia después de la pandemia, pasando de una varianza explicada de 7,8% al 30,8% luego del choque de la pandemia. Por su parte, el factor que perdió más relevancia fue el idiosincrático al pasar de 52,3% a 22,3%.

Gráfico R1. 9. Componentes estimados

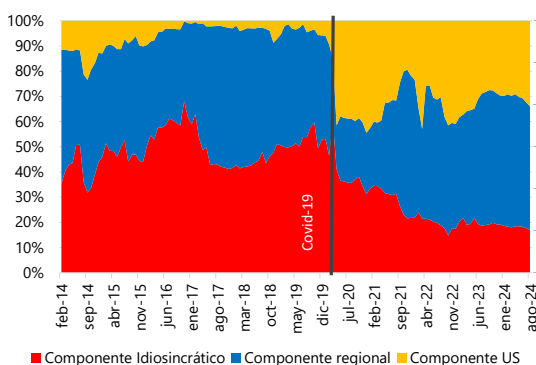
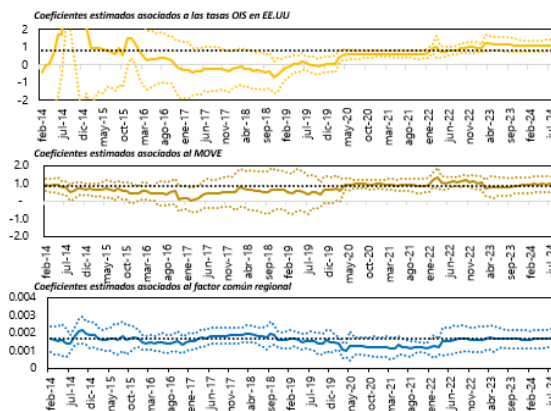


Gráfico R1. 10. Coeficientes Rolling



Fuente: Banrep. **Notas:** Usando ventanas móviles de 36 meses se realiza el siguiente proceso iterativo: 1) Se estiman las siguientes regresiones, $\Delta Tasas OIS_t^{Br,Mex,Ch,Col,1y} = \beta_0 + Dummy + \beta_1 \Delta Tasas OIS_t^{US,1y} + \beta_2 MOVE_t + \epsilon_t^{Br,Mex,Ch,Col,1y}$; 2) Con los resultados de $\hat{\epsilon}_t^{Br,Mex,Ch,Col,1y}$ se realiza un ACP y se extrae la componente 1 (FR_t); 3) se estima el siguiente modelo $\Delta Tasas OIS_t^{col,1y} = \beta_0 + Dummy + \beta_1 \Delta Tasas OIS_t^{US,1y} + \beta_2 MOVE_t + \beta_3 FR_t + \epsilon_t^{col}$; 4) Se extraen los coeficientes estimados para cada regresión y se calcula la varianza explicada de cada componente sobre la suma total de cuadrados. Los pasos del 1 al 4 se repiten para toda la venta de tiempo analizada, la cual comprende datos desde 2011 hasta agosto de 2024.

Conclusiones

Las tasas OIS en Colombia parecen responder a los cambios en las expectativas de TPM a nivel global y regional, y desde la pandemia del Covid-19 estos factores internacionales han explicado en mayor proporción la variabilidad de las expectativas de la TPM en Colombia. La mayor incertidumbre que ha experimentado la economía a nivel global tras el inicio de la pandemia del Covid-19 explica la mayor variabilidad que han presentado las expectativas de TPM a nivel global ante el proceso de recuperación económica por la crisis provocada por la pandemia y luego por las presiones inflacionarias a nivel mundial ocasionadas por la disrupción en la cadena mundial de suministros y la guerra entre Rusia y Ucrania.

Durante 2024, la aproximación metodológica empleada parece indicar que las expectativas de TPM del mercado OIS en Colombia pudieron reaccionar en mayor proporción a factores idiosincráticos y a ciertos episodios puntuales que afectaron las expectativas de TPM en EE. UU.

La tendencia en la reducción de la inflación y sus expectativas han soportado la tendencia bajista en las tasas de política monetaria. Por otra parte, episodios puntuales en los cambios en las expectativas de TPM en EE.UU. han afectado la dinámica de las tasas OIS en Colombia: *i)* durante el primer trimestre de 2024 los datos de inflación sorprendieron al alza e hicieron que las expectativas de política monetaria corrigieran al alza, sugiriendo un mayor nivel de TPM por más tiempo; y *ii)* durante el último trimestre se presentaron cifras del mercado laboral⁸⁷, actividad económica⁸⁸ e inflación⁸⁹ que sorprendieron a la baja al mercado y generaron expectativas de que la TPM en EE. UU. empezará a caer en septiembre de este año.

⁸⁷ De acuerdo con el reporte del mercado laboral de julio: *i)* la tasa de desempleo aumentó a 4,3% (esp: 4,1%; ant: 4,1%); *ii)* las nóminas no agrícolas (114 mil) se ubicaron por debajo de lo registrado en junio (179 mil) y de lo esperado por el mercado (175 mil); y *iii)* los salarios crecieron (3,6% a/a) por debajo de lo registrado el mes anterior (3,8%) y de lo esperado por el mercado (3,7%). Posteriormente, la Oficina de Estadísticas Laborales de EE.UU. revisó a la baja en 818 mil el crecimiento de las nóminas no agrícolas reportado durante los doce meses hasta marzo de 2024. Esta revisión implicó que el crecimiento del empleo fue 30% inferior a lo originalmente reportado, y que el nivel de las nóminas no agrícolas cayera 0,5%, siendo la revisión más grande desde 2009.

⁸⁸ El ISM manufacturero de julio se ubicó en 46,8 (esp: 48,8; ant: 48,5), mientras que el PMI manufacturero preliminar de agosto se ubicó en 48,0 (esp: 49,5; ant: 49,6).

⁸⁹ La inflación total se ubicó en 2,9% a/a en julio (esp: 3,0%; ant: 3,0%), mientras que la inflación núcleo se ubicó en 3,2% a/a (esp: 3,2%; ant: 3,3%).

Recuadro 2: Cambios recientes al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez
Valeria Roberto Vargas
Cristhian Hernando Ruiz Cardozo⁹⁰

Introducción

El Comité Rector (CR) del Indicador Bancario de Referencia⁹¹ (IBR) aprobó tres modificaciones que propenden por el robustecimiento del esquema de formación del IBR, en la medida que se alinean con el cumplimiento de las características deseables que se han identificado para indicadores de referencia por instituciones como el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés).

Las modificaciones mejoran la representatividad de las operaciones al aumentar los montos operados. En adición a esto, se modificó el horario de cotización lo cual contribuye a que los agentes cuenten con más información para el establecimiento de sus posturas. Específicamente, a partir del 1 de agosto de 2024, el CR solicitó la modificación de los montos operados en el esquema de formación del IBR para los distintos plazos (*overnight* y 1,3,6, y 12 meses)⁹². Además, a partir del 1 de octubre de 2024, el CR aprobó la modificación del horario de la sesión de cotización del esquema de formación del IBR para todos los plazos desde 10:00 a.m. - 10:15 a.m. hacia 10:45 a.m. - 11:00 a.m.

Antecedentes

El esquema de formación del IBR se estableció en 2008 con el plazo *overnight* y 1 mes, con el fin de crear un indicador que reflejara el costo del dinero en la economía a diferentes plazos. En agosto de 2012, mayo de 2016 y en junio de 2022 se incorporaron los nodos a 3, 6 y 12 meses, respectivamente. El esquema se estableció por medio de una iniciativa privada, con el respaldo del Banco de la República y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (*Gráfico R2. 1*).

Los IBR se construyen a partir de un proceso diario de cotización entre ocho bancos participantes. Las posturas reflejan la tasa a la cual cada entidad está dispuesta a prestar o recibir recursos y los IBR son las medianas de esas posturas para cada plazo. Para el IBR *overnight*, se otorgan o reciben los montos operables bajo un crédito interbancario no colateralizado. Por su parte, los IBR

⁹⁰ Las opiniones de este documento no comprometen ni representan la visión del Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva de los autores.

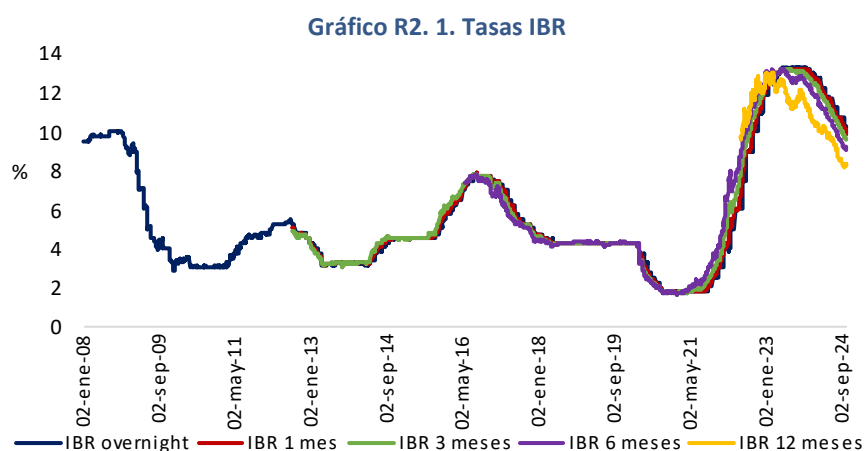
⁹¹ “El IBR es una tasa de interés de corto plazo para el peso colombiano, la cual refleja el precio al que los agentes participantes en su esquema de formación están dispuestos a ofrecer o a captar recursos en el mercado monetario.” (Asobancaria, 2024).

⁹² A partir del primer día hábil de 2025, se espera la solicitud de una modificación adicional al monto del IBR *overnight* y el establecimiento de un cronograma para posteriores ajustes a los montos de los demás nodos.

a 1, 3, 6 y 12 meses se construyen a través de un mecanismo de *swaps* de tasas de interés considerando las expectativas de los bancos sobre el costo del dinero en esos plazos. En estos instrumentos financieros, los bancos participantes intercambian flujos de una tasa fija (el IBR a cada plazo) por una tasa variable (la composición del IBR *overnight* durante el periodo de vigencia del *swap*), con operaciones “*non delivery*”⁹³.

En el diseño del esquema de formación del IBR se tuvieron en consideración algunas características deseables para indicadores de referencia (BIS, 2013) (Cardozo & Murcia, 2014):

- **Confiability:** Gestión y gobernanza adecuadas que minimicen el impacto de posibles intentos de manipulación y errores en el proceso de cotización.
- **Robustez:** Los indicadores robustos se caracterizan por contar con reglas claras en la elaboración de tipos de referencia, lo que incluye procesos transparentes y bien establecidos, especialmente en períodos de tensión en los mercados.
- **Alta periodicidad:** Indicadores calculados diariamente que facilitan el correcto funcionamiento de los mercados.
- **Disponibilidad:** Publicación en plataformas específicas que garantizan un acceso inmediato y sencillo a las referencias.
- **Representatividad:** Calculado a partir de una muestra que refleja adecuadamente las condiciones del mercado correspondiente.



Fuente: Banco de la República.

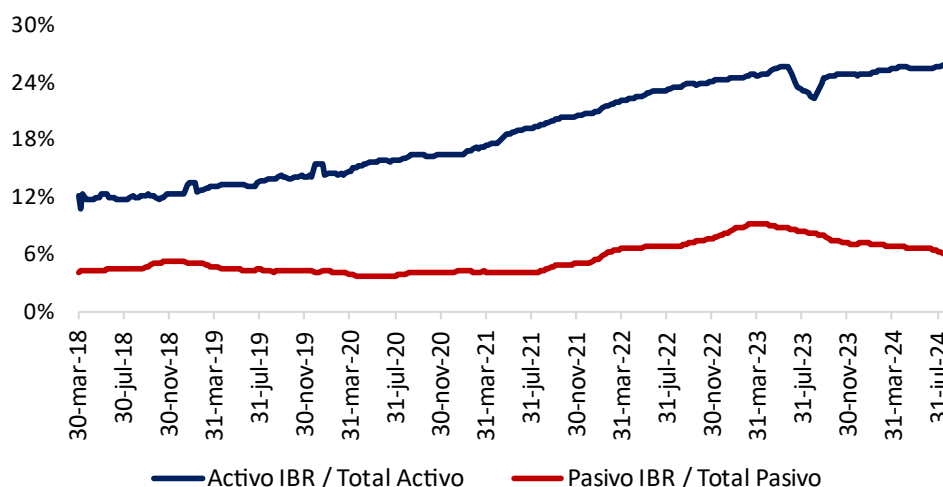
Nota: Pese a que el IBR a 1 mes se implementó en 2008, su metodología era diferente a la actual. Este indicador se cotizaba semanalmente y el monto de recursos que cada participante debía aportar dependía de la diferencia entre la cotización presentada y el IBR mensual, calculado a partir de la mediana de las cotizaciones. Desde el 2012, el IBR a 1 mes se calcula a partir de cotizaciones de contratos *swaps*, igual que los indicadores a 3, 6 y 12 meses. Por esta razón, se graficó la serie del IBR a 1 mes desde el 2012.

⁹³ No hay flujos de principal al comienzo ni al final de la operación. Al vencimiento, el pago se realiza por la diferencia entre la tasa fija y la tasa variable multiplicada por el monto de cada contrato *swap* IBR.

Estas consideraciones también se encuentran presentes en los lineamientos emitidos por IOSCO⁹⁴ y el FSB⁹⁵ sobre índices de referencia. Estos principios se exponen en IOSCO (2013, 2018) y en el FSB (2014, 2015). Otros de los criterios a los que se hace mención corresponden a la gobernanza, la representatividad del índice y la calidad de la metodología.

Las tasas del IBR han sido adoptadas por la industria como referencia para diversas operaciones, lo que refleja la confianza de los actores del mercado en que el IBR incorpora los principios deseables de un indicador de referencia. De esta manera, diversos actores⁹⁶ han fomentado su uso para impulsar el desarrollo del mercado monetario y de derivados⁹⁷ (Gráfico R2. 2). En particular, en el Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026 se establecen disposiciones que facilitan la transición de las operaciones indexadas a la DTF⁹⁸ hacia el IBR. En adición a esto, se menciona que el Banco de la República continuará calculando y publicando la DTF en la forma que disponga su Junta Directiva hasta el 31 de diciembre de 2026⁹⁹.

Gráfico R2. 2. Activos y pasivos indexados al IBR de los establecimientos de crédito



Corresponde al total de las posiciones activas y pasivas pactadas a tasa IBR que hacen parte del libro bancario de los establecimientos de crédito. Información proveniente del formato 743 de la Superintendencia Financiera de Colombia del 30 de marzo de 2018 al 30 de agosto de 2024.

⁹⁴ International Organization of Securities Commissions.

⁹⁵ Financial Stability Board.

⁹⁶ La misión del mercado de capitales del 2019 (Ministerio de Hacienda, Banco Muncial, SECO, 2019) planteó que “las autoridades económicas deben adoptar medidas para impulsar la utilización generalizada del IBR como precio del dinero por parte de todos los agentes del mercado de capitales como elemento esencial para el desarrollo de los derivados”. Adicionalmente, destacó que el IBR tiene la función de ser una tasa de referencia para el costo de fondeo de instituciones financieras con alta calidad crediticia. Por ello, sugirió que el Gobierno, la Junta Directiva del Banco de la República y la Superintendencia Financiera fomentaran la eliminación de otras referencias como la DTF.

⁹⁷ El Gobierno sustituyó la tasa de referencia de los Títulos de desarrollo agropecuario de la DTF por el IBR. Otro ejemplo es la modificación en el cálculo de la rentabilidad mínima para el portafolio de corto plazo de los fondos de cesantías, que ahora utiliza el IBR en lugar de la rentabilidad de un portafolio sintético de TES a 90 días. Además, esta tasa también se utiliza para la negociación de contratos *Overnight Index Swap* (OIS), los cuales son ampliamente negociados por inversionistas extranjeros, los cuales pueden crear contratos con plazos hasta de 20 años.

⁹⁸ Promedio ponderado de las tasas efectivas de captación de los CDT a 90 días que reconoce el sistema financiero a sus clientes.

⁹⁹ Para mayor detalle ver el artículo 314 de la Ley 2294 de 2023.

Incorporación de las características deseables de los indicadores de referencia en el esquema del IBR

El IBR incorpora una serie de características que lo convierten en un indicador de referencia sólido y confiable. Su transparencia está reforzada por varios factores: *i)* los bancos comprometen sus recursos propios en función de la formación de los IBR; *ii)* las entidades están obligadas a aplicar mejores prácticas internas al generar sus cotizaciones, bajo la supervisión de auditoría interna; y *iii)* el proceso de cálculo y los resultados se publican de manera regular y accesible (Asobancaria, 2022).

La buena gobernanza del IBR está garantizada por la existencia del CR, un órgano independiente compuesto por expertos y representantes de diversas instituciones. Su principal función es asegurar que el IBR sea un indicador confiable y representativo del mercado monetario colombiano. Para ello, realiza una selección cuidadosa de los participantes especializados, que cuentan con condiciones homogéneas de acceso a información de mercado y perfiles de riesgo adecuados¹⁰⁰. Esta gobernanza se refuerza con un reglamento del CR y del IBR, así como por políticas de manejo de información que son de cumplimiento obligatorio.

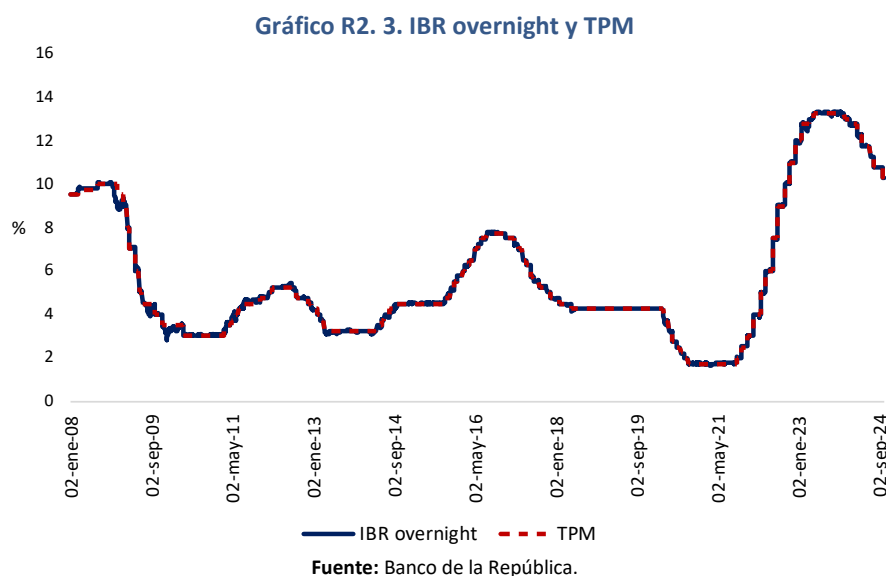
Además, el indicador está diseñado para evitar manipulaciones, dado que los IBR se calculan a partir de medianas, lo que reduce la incidencia de datos atípicos en la formación de las tasas. Asimismo, las entidades se comprometen a no revelar las tasas de cotización que envían al Banco de la República antes de su publicación oficial (Asobancaria, 2024).

En cuanto a su periodicidad, el IBR se calcula diariamente, proporcionando información actualizada sobre las condiciones financieras del mercado de manera oportuna.

Importancia del IBR

El IBR se ha consolidado en los mercados financieros de Colombia como un referente de la liquidez en pesos colombianos. Como resultado, el Banco de la República ha expresado que, en la implementación operativa de la política monetaria, toma decisiones orientadas a prevenir desviaciones significativas y persistentes del IBR *overnight* frente a la Tasa de Política Monetaria (TPM) (Gráfico R2. 3). Así, cuando las tasas de interés de corto plazo se alinean con la TPM, las entidades financieras logran gestionar mejor su liquidez y sus esquemas de tasas de captación y colocación, lo que les brinda confianza en que los cambios en la TPM se reflejarán en las tasas del mercado (Banco de la República, 2024).

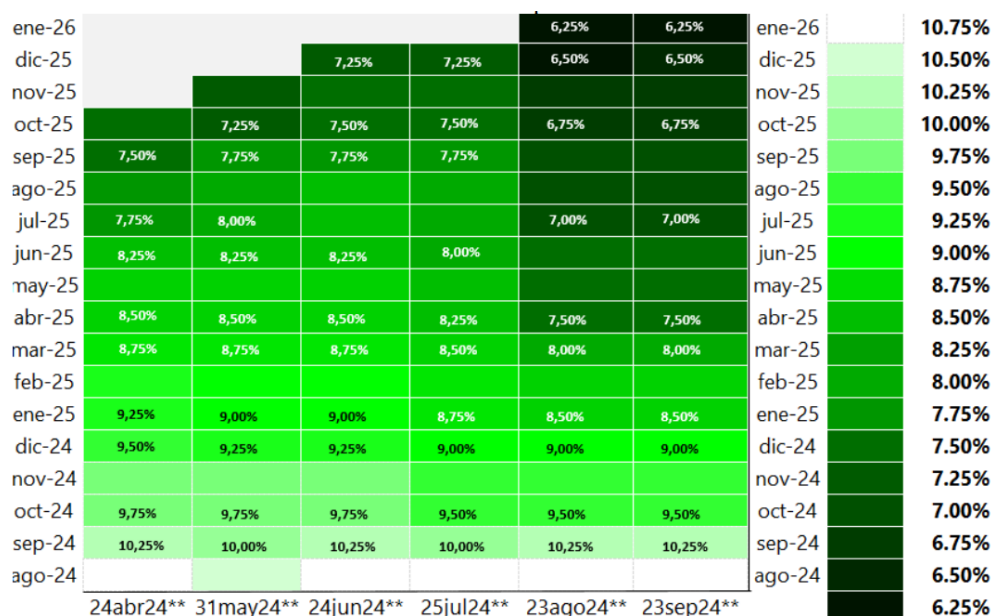
¹⁰⁰ Las entidades que participan en el esquema del IBR son seleccionadas anualmente según la Metodología CAMEL, que evalúa su solidez financiera en términos de capital, calidad del activo, capacidad de gestión, rentabilidad y liquidez. También se considera la calificación crediticia a largo plazo y las posiciones indexadas al IBR (Asobancaria, 2022). Para evitar manipulaciones, el Reglamento del IBR establece que no pueden ser elegidas más de dos entidades de un mismo grupo financiero (Asobancaria, 2024).



El esquema del IBR también proporciona información sobre las expectativas de política monetaria, elemento crucial en el análisis de los mercados financieros. Bajo la premisa de no arbitraje en los contratos *swap* de tasas de interés de los IBR con plazos superiores al *overnight*, el intercambio de una tasa fija por una tasa variable permite obtener las expectativas de la TPM sin incorporar primas por riesgo u otros factores (Banco de la República, 2021). En el *Gráfico R2. 4* se ilustra la información de expectativas de la TPM extraída a partir de contratos *swaps* de tasas interés sobre el IBR antes de la reunión de septiembre de 2024 de la Junta Directiva del Banco de la República, cuando la TPM era de 10,75%. Con información al 23 de septiembre, se estimaba un recorte de 50 puntos básicos (pb) en la próxima reunión y una tasa de 9% a fin de año¹⁰¹ (Banco de la República, 2024).

¹⁰¹ La información de las expectativas de TPM se extraen de los contratos OIS. Dentro del total de montos negociados de estos contratos se incluyen los *swaps* de tasas de interés que se originan del esquema de formación del IBR para los plazos de 1, 3, 6 y 12 meses.

Gráfico R2. 4. Evolución de las expectativas de la TPM provenientes de la información de los contratos Swaps IBR entre abril y septiembre de 2024



Fuente: Bloomberg. **Cálculos:** Banco de la República. **Nota:** Cada cifra de color blanco y negro indica un cambio de tasa de política. Los resultados del modelo para las fechas marcadas con ** permiten aumentos o reducciones de hasta 200 pb de la TPM. Para los cuadros grises no se calcula la expectativa, solo se estima el modelo con tasas hasta 18 meses, para valores superiores a estas maduraciones las tasas *Overnight Index Swap* presentan cupón.

Cambios al esquema del IBR aprobados por el CR

1. Aumento del monto operado en el IBR *overnight*

A partir del 1 de agosto de 2024, el CR del IBR consideró pertinente aumentar el monto operable de las operaciones del IBR *overnight* de COP 80 mil millones (mm) a COP 120 mm para aumentar su representatividad. En particular, es posible apreciar que este monto había perdido relevancia frente a otros indicadores económicos desde su establecimiento en 2016¹⁰². Desde la modificación del monto del IBR *overnight* en 2016, la razón del monto operado mensualmente respecto a los activos de los establecimientos de crédito disminuyó de 1,2% a 0,57% (Gráfico R2. 5). De manera similar, el monto anual operado en el IBR *overnight* respecto al PIB nominal cayó desde su máximo de 8,38% en 2017 a 4,90% en 2023 (Tabla R2. 1).

¹⁰² El monto operable de las operaciones que componen el IBR *overnight* había sido modificado en dos ocasiones desde su creación. El primer ajuste se realizó en noviembre de 2014, cuando el monto pasó de COP 22 mm a COP 40 mm. El segundo cambio ocurrió en junio de 2016, cuando el monto subió a COP 80 mm y representó un promedio de 46,7% de las operaciones en el mercado interbancario hasta el 31 de julio de 2024.

Gráfico R2. 5. Montos mensuales operados en el programa IBR overnight y relación con los activos de los establecimientos de crédito

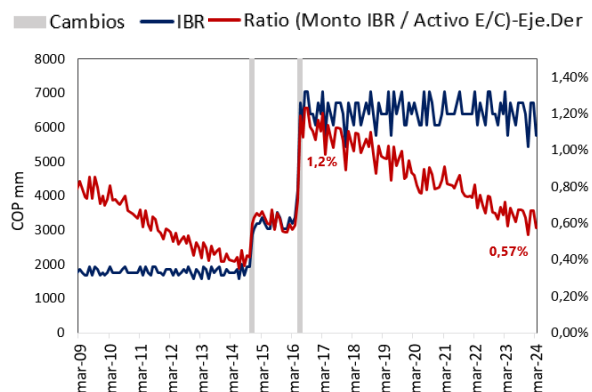


Tabla R2. 1. Montos anuales negociados en el mercado monetario, PIB, activos de los establecimientos de crédito y montos operables del IBR overnight

Año	Interbancario	PIB (Precios Corrientes)	Activos Establecimientos de Crédito (EC)	IBR O/N**	IBR / Interbancario	IBR / PIB	IBR / Activos EC
2008	\$ 144.492	\$ 476.554	\$ 215.989	\$ 21.472	14,86%	4,51%	9,94%
2009	\$ 165.316	\$ 501.574	\$ 235.076	\$ 21.296	12,88%	4,25%	9,06%
2010	\$ 136.372	\$ 544.060	\$ 270.533	\$ 21.472	15,75%	3,95%	7,94%
2011	\$ 102.386	\$ 619.023	\$ 325.743	\$ 21.560	21,06%	3,48%	6,62%
2012	\$ 118.438	\$ 666.507	\$ 372.794	\$ 21.384	18,06%	3,21%	5,74%
2013	\$ 130.834	\$ 714.093	\$ 427.778	\$ 21.384	16,34%	2,99%	5,00%
2014	\$ 128.419	\$ 762.903	\$ 480.861	\$ 24.048	18,73%	3,15%	5,00%
2015	\$ 134.418	\$ 804.692	\$ 550.377	\$ 38.560	28,69%	4,79%	7,01%
2016	\$ 190.073	\$ 863.782	\$ 574.636	\$ 62.880	33,08%	7,28%	10,94%
2017	\$ 195.507	\$ 920.471	\$ 608.551	\$ 77.120	39,45%	8,38%	12,67%
2018	\$ 197.425	\$ 987.791	\$ 659.310	\$ 77.440	39,22%	7,84%	11,75%
2019	\$ 173.371	\$ 1.060.068	\$ 710.347	\$ 78.080	45,04%	7,37%	10,99%
2020	\$ 149.733	\$ 998.471	\$ 768.724	\$ 77.440	51,72%	7,76%	10,07%
2021	\$ 170.945	\$ 1.192.634	\$ 861.022	\$ 78.080	45,68%	6,55%	9,07%
2022	\$ 182.116	\$ 1.469.791	\$ 973.035	\$ 78.080	42,87%	5,31%	8,02%
2023	\$ 165.238	\$ 1.572.458	\$ 1.012.267	\$ 77.120	46,67%	4,90%	7,62%

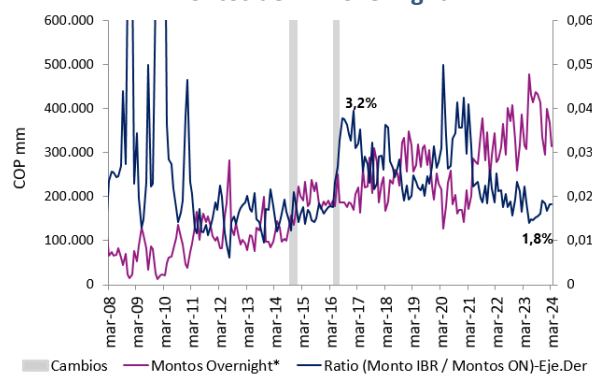
O/N: *overnight*. Los montos se reportan en COP mm.

** La información para el IBR O/N se calculó como el monto operable del IBR *overnight* diario por el número de días hábiles.

Fuente: Banco de la República.

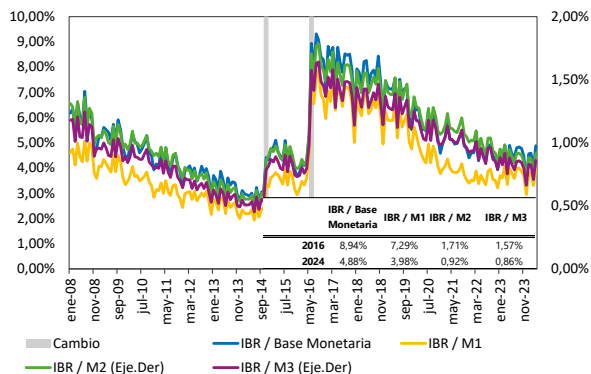
Asimismo, la relación entre el monto mensual operado en el programa IBR *overnight* y los montos de las operaciones al mismo plazo (repos, simultáneas y TTV), así como con los agregados monetarios M1, M2 y M3, y la base monetaria, también ha disminuido. Desde la modificación del monto en 2016, estas relaciones han caído casi un 50% (Gráfico R2. 6. Montos mensuales operados en repos, simultáneas y TTV *overnight* y relación con los montos del IBR *overnight* Gráfico R2. 7. Participación del programa de IBR *overnight* en el mercado interbancario).

Gráfico R2. 6. Montos mensuales operados en repos, simultáneas y TTV *overnight* y relación con los montos del IBR *overnight*



* Incluye repos, simultáneas y TTV a un día hábil.
O/N u ON: *overnight*.

Gráfico R2. 7. Participación del programa de IBR *overnight* en el mercado interbancario



Base Monetaria = Efectivo + Reserva Bancaria.

M1 = Efectivo + Depósitos en cuenta corriente.

M2 = M1 + Cuasidineros. No incluye los CDTs en poder del BanRep ni los CDT emitidos por Findeter en el marco de la resolución 1318 de 2020.

M3 = Efectivo + Total Depósitos en poder del público. Incluye los depósitos restringidos y no incluye los CDTs y bonos en poder del BanRep ni los CDT emitidos por Findeter en el marco de la resolución 1318 de 2020.

Fuente: Banco de la República.

2. Aumento del monto operado en las operaciones IBR a 1, 3, 6 y 12 meses

A partir del 1 de agosto de 2024, el CR aprobó el aumento de los montos operados del IBR a 1 mes de COP 10 mm a COP 30,5 mm, del IBR a 6 meses de COP 3 mm a COP 5 mm y del IBR a 12 meses de COP 1,5 mm a COP 2,5 mm, mientras que el monto del IBR a 3 meses lo dejó inalterado en

COP 10 mm. Estas modificaciones se realizaron con el objetivo de homologar la sensibilidad de cada contrato *swap* IBR a variaciones en las tasas de interés y acercarlos a un nivel de sensibilidad acorde a estándares de mercado. La sensibilidad se determinó a través del DV01¹⁰³, una medida estándar a nivel internacionales que indica en cuánto cambia el valor del contrato en términos monetarios ante un cambio en 1 pb en las tasas de interés y que es relevante para la definición de las coberturas de las posiciones en los balances de las entidades. El objetivo de este incremento en los montos fue acercar el DV01 a COP 250.000 (Tabla R2. 2).

Tabla R2. 2

Nodo	Monto swaps de tasas de interés antes del 1 de agosto de 2024	Monto swaps de tasas de interés a partir del 1 de agosto de 2024 - aproximación a COP 250.000 DV01 en los contratos
1 mes	COP 10.000 millones	COP 30.500 millones
3 meses	COP 10.000 millones	COP 10.000 millones
6 meses	COP 3.000 millones	COP 5.000 millones
12 meses	COP 1.500 millones	COP 2.500 millones

Fuente: Asobancaria.

3. Modificación del horario de cotización del esquema del IBR

A partir del 1 de octubre de 2024, el CR modificó el horario de cotización en el esquema del IBR para todos los nodos de 10:00 a.m. – 10:15 a.m. a 10:45 a.m. a 11:00 a.m. Esta modificación tiene como objetivo permitir que las entidades incorporen más información del día en curso al establecer sus posturas, lo que se espera que contribuya a la generación de un indicador más robusto.

Conclusiones

El CR aprobó tres modificaciones al esquema de cotización del IBR para aumentar la representatividad y robustez de los indicadores, lo que acerca a los IBR a los criterios deseables de indicadores de referencia enunciados por instituciones como el BIS, IOSCO y el FBS. Las

¹⁰³ El DV01 es una métrica utilizada por los agentes del mercado para evaluar cómo cambia el valor de un activo ante variaciones en la tasa de interés. En este caso, la variación de la tasa se establece en 1 pb.

$$DV01 = \frac{\left(\frac{[Valor\ del\ contrato * (1 + tasa)^{\frac{plazo}{360}}]}{(1 + tasa - 1pb)^{\frac{plazo}{360}}} \right) - \left(\frac{[Valor\ del\ contrato * (1 + tasa)^{\frac{plazo}{360}}]}{(1 + tasa + 1pb)^{\frac{plazo}{360}}} \right)}{2}$$

modificaciones de los montos operados buscan mejorar la representatividad del indicador de las condiciones de mercado, mientras que el cambio en el horario proporciona a las entidades más tiempo para consolidar información del mercado, lo que les permite establecer sus posturas con mayor fundamentación y, en consecuencia, generar un IBR más robusto.

Referencias

- Alfonso Corredor, V. A. (2018). *El uso de forwards peso dólar en las empresas colombianas del sector real*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1058.
- Ariza Murillo, S., Barreto Ramírez, I. A., Martínez Cruz, D. A., & Ruiz Cardozo, C. H. (2022). *CARACTERIZACIÓN DEL MERCADO DE CONTADO Y FORWARD PESO-DÓLAR EN COLOMBIA: UN ANÁLISIS DE LA MICROESTRUCTURA DEL MERCADO DURANTE EL PERIODO 2013 A 2020*. Bogotá: Banco de la República- Borradores de Economía Núm 1203.
- Ariza Murillo, S., León Díaz, L. V., & Orozco Vanegas, C. A. (2022). Mercado de derivados peso-dólar en Colombia. En *Reporte de Mercados Financieros III trimestre de 2022* (págs. 68-75). Banco de la República.
- Asobancaria. (Agosto de 2022). *Presentación ABC sobre el IBR*. Obtenido de <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2023/06/ABC-del-IBR-v01062023.pdf>
- Asobancaria. (2024). *Indicador Bancario de Referencia*. Obtenido de <https://www.asobancaria.com/ibr/>
- Asobancaria. (Septiembre de 2024). *Reglamento del IBR*. Obtenido de <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2024/09/Reglamento-IBR.pdf>
- Banco de la República. (15 de Enero de 2021). *Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales*. Obtenido de Expectativas y señales de mercado provenientes de instrumentos financieros: https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/amjdtes_diciembre_2020.pdf
- Banco de la República. (Septiembre de 2024). *Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales*. Obtenido de <https://d1b4gd4m8561gs.cloudfront.net/sites/default/files/paginas/determinante-dinamicas-mercados-capitales-septiembre-2024.pdf>
- Banco de la República. (Julio de 2024). *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*. Obtenido de Suministro de liquidez por parte del Banco de la República, 2023-2024 : <https://repositorio.banrep.gov.co/server/api/core/bitstreams/dca284b1-ab9e-4338-ab63-9fa9c5604f2d/content>
- BIS. (Marzo de 2013). *Towards better reference rate practices: a central bank perspective*. Obtenido de <https://www.bis.org/publ/othp19.pdf>

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

Cardozo, P., & Murcia, A. (Diciembre de 2014). *Reportes del Emisor*. Obtenido de El IBR y la DTF como indicadores de referencia: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones/reportes-emisor/ibr-dtf-indicadores-referencia#:~:text=Pamela%20Cardozo.%20Andr%C3%A9s%20Murcia.%20Los%20indicadores%20de%20referencia>

FSB. (30 de Septiembre de 2014). *Foreign Exchange Benchmarks*. Obtenido de https://www.fsb.org/uploads/r_140930.pdf

FSB. (1 de Octubre de 2015). *Foreign Exchange Benchmarks*. Obtenido de Report on progress in implementing the September 2014 recommendation: <https://www.fsb.org/uploads/FX-Benchmarks-progress-report.pdf>

<https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/>. (s.f.).

IOSCO. (Julio de 2013). *Principles for Financial Benchmarks*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

IOSCO. (5 de Enero de 2018). *Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks*. Obtenido de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD589.pdf>

Ministerio de Hacienda, Banco Muncial, SECO. (2019). *Misión del Mercado de Capitales*. Obtenido de https://www.urf.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWC_CLUSTER-119774%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

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