

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

I trimestre de 2023





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer trimestre del 2023

Banco de la República

Abril de 2023

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas Herrera  
Gerente

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

Andrés Murcia Pabón  
Subgerente

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

Wilmar Alexander Cabrera Rodríguez  
Director

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

Philip Rory Symington Alzate  
Jefe

Sara Ariza Murillo

Ittza Alejandra Barreto Ramírez

Oscar David Botero Ramírez

Laura Viviana León Díaz

Julián Camilo Mateus Gamboa

Camilo Andrés Orozco Vanegas

Cristhian Hernando Ruiz Cardozo

Nicolás Fernando Torres Gongora

## **Estudiantes en práctica profesional**

Ana Maria Saavedra Cartagena

Yenny Paola Castrillón Bello

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>10</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de riesgo a nivel local</b>	<b>16</b>
<b>5</b>	<b>Mercado de renta fija y monetario</b>	<b>21</b>
5.1	Política monetaria e inflación en Latinoamérica . . . . .	21
5.2	Mercado monetario colombiano . . . . .	23
5.3	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	26
5.4	Mercado de deuda privada . . . . .	33
<b>6</b>	<b>Mercado cambiario</b>	<b>35</b>
6.1	Mercado cambiario global . . . . .	35
6.2	Mercado cambiario colombiano . . . . .	40
<b>7</b>	<b>Mercado accionario</b>	<b>43</b>
<b>8</b>	<b>Recuadro 1. Análisis del spread entre las tasas de los CDT y TES</b>	<b>48</b>

## Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante el 1T23 . . . . .	6
2	Expectativas de crecimiento para 2023 y 2024 . . . . .	10
3	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas . . . . .	11
4	Inflación en economías desarrolladas . . . . .	11
5	Tasa de desempleo en economías desarrolladas . . . . .	12
6	senda esperada de política monetaria en EE.UU. . . . .	12
7	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas . . . . .	13
8	Índice de condiciones financieras (Goldman Sachs) . . . . .	14
9	Pronósticos del precio <i>spot</i> promedio anual WTI y Brent . . . . .	15
10	Cambio en los precios de productos generadores de energía . . . . .	16
11	Cambio en los precios de productos básicos . . . . .	16
12	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica . . . . .	17
13	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI+) . . . . .	17
14	Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes . . . . .	18
15	Indicadores de confianza . . . . .	19
16	Expectativas de crecimiento (EOF) . . . . .	19
17	Expectativas de inflación (EOF) . . . . .	20
18	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	20
19	Factores más relevantes a la hora de tomar decisiones de inversión . . . . .	21
20	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos . . . . .	22
21	Inflación IPC en los países de la región . . . . .	23
22	Tasas OIS a un año en los países de la región . . . . .	24
23	Expectativas del mercado OIS con y sin prima a término . . . . .	24
24	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N . . . . .	25
25	Posición neta del BanRep en el mercado monetario . . . . .	25
26	Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 1 año . . . . .	26
27	Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años . . . . .	27
28	Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años . . . . .	27
29	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BanRep . . . . .	28
30	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia . . . . .	28
31	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia . . . . .	29
32	Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años . . . . .	29
33	Monto promedio negociado por plazos de TES . . . . .	30
34	Volatilidad condicional tasas cero cupón de los TES en pesos . . . . .	30
35	Flujos acumulados en 2023 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones) . . . . .	31
36	<i>Spread</i> Tesoros - Bonos Globales 10 años . . . . .	32
37	Composición por tipo de tasa y moneda de la deuda del Gobierno Nacional Central . . . . .	32
38	Perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno Nacional Central . . . . .	33

39	<i>Spread</i> entre las tasas de los CDT y los TES . . . . .	34
40	Montos colocados en CDT por tipo de tasa . . . . .	34
41	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC . . . . .	35
42	VIX y algunos índices de monedas . . . . .	36
43	Tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	37
44	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	38
45	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	40
46	Medidas de liquidez del mercado cambiario . . . . .	41
47	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC . . . . .	42
48	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*) . . . . .	43
49	Saldos netos de compra <i>forwards</i> y <i>swaps</i> peso-dólar . . . . .	43
50	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial . . . . .	44
51	Evolución de los índices accionarios de la región . . . . .	45
52	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (1T23) . . . . .	46
53	<i>MSCI COLCAP</i> y volumen transado diario . . . . .	46
54	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente . . . . .	47
55	Volatilidad condicional índices accionarios . . . . .	47
56	<i>Spread</i> entre las tasas de los CDT y los TES . . . . .	49
57	Diferencial de <i>spreads</i> . . . . .	49
58	Monto promedio diario negociado del mercado de contado de CDT . . . . .	50
59	Participación por plazo en las colocaciones de CDT . . . . .	51
60	A. Participación al cierre de 2022 . . . . .	51
61	Tenencias de las fiduciarias en CDT . . . . .	52
62	Tenencias de los fondos de pensiones en CDT . . . . .	52

## Índice de Tablas

1	Inflación año completo y meta de inflación 2023 . . . . .	22
2	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense . . . . .	36
3	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	39
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	39
5	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	40
6	Variables exógenas utilizadas . . . . .	56
7	Resultados de las regresiones de los <i>spreads</i> a distintos plazos . . . . .	57
8	Resultados de las regresiones del diferencial entre el <i>spread</i> entre 1 y 3 años, y el <i>spread</i> de tasas menores a un año mediante FMOLS . . . . .	58

## 1 Introducción

El Banco de la República (Banrep) genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* está enmarcado dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el servicio que presta el Banco de ofrecer información e investigación económica de calidad.

En línea con lo anterior, este *reporte* busca proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, señala los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados y sus interacciones, sí como una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

El entorno económico global en el que se desenvuelven los mercados que este *reporte* estudia, continúa inmerso en un escenario de bajas perspectivas de crecimiento, una inflación que sigue sorprendiendo por su alta persistencia, tensiones geopolíticas y la presencia de factores de riesgo en el frente financiero que pueden materializarse ante un escenario macroeconómico más complejo. Por su parte, los agentes del mercado han balanceado diferentes fuentes de información para discernir acerca de la posible senda de la política monetaria global, dados sus efectos en los distintos mercados. Sin embargo, al final del primer trimestre de 2023 primó la expectativa de una postura menos contractiva por parte de la Fed, teniendo en cuenta que aunque las autoridades han manifestado su valoración sobre la resiliencia del sector bancario tras la quiebra de algunos bancos regionales, se percibe una alta reactividad de los inversionistas ante las noticias sobre el desempeño de los sectores económicos, la inflación, el mercado laboral y la dinámica del crédito y, por tanto, en las condiciones financieras en EE.UU (Ver *Entorno internacional*).

Con respecto a la evolución de las variables macroeconómicas y las expectativas de la evolución de la política monetaria futura en el contexto local, los agentes del mercado descuentan para 2023 una senda de inflación decreciente y una desaceleración en la dinámica económica consistente con perspectivas de una postura de política monetaria contractiva por parte del Banrep. En este entorno, el mercado descuenta para el segundo trimestre del año el fin del ciclo de incrementos de la tasa de interés de referencia por parte del Banrep así como el inicio de reducciones en la tasa de interés hacia el segundo semestre del año (Ver *Mercado monetario colombiano*).

Con respecto al mercado de deuda pública local, este presentó un comportamiento favorable, superior a los pares de la región, que contrasta con su comportamiento durante 2022, en línea con la reducción en las perspectivas de tasa de política monetaria de la Fed y una mayor liquidez de este mercado. En todo caso, las tasas en este mercado sugieren un costo de financiamiento relativamente elevado (ver *Mercado de deuda pública interna y externa– Gráfico 1*). El mercado monetario exhibió amplios niveles de liquidez que se corrigieron durante el periodo. Al mismo tiempo, persiste una alta percepción de riesgo país, que coincide con la permanencia de fuentes de vulnerabilidad externa y fiscal, así como con la incertidumbre sobre el desenlace de la agenda de reformas del gobierno (Ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Como

consecuencia, los inversionistas extranjeros realizaron ventas de títulos de deuda pública en el trimestre, aunque se observó un comportamiento volátil y las ventas fueron realizadas por algunos agentes puntuales y estuvieron concentradas en algunas referencias específicas.

Por su parte, para la deuda privada, se identifica un fuerte dinamismo del mercado de CDTs en el periodo reciente, mientras que las colocaciones en otros títulos de deuda privada siguen perdiendo dinamismo (Ver *Mercado de deuda privada*). En este *reporte* se estudia los factores que pudieron guiar el fuerte aumento del diferencial entre los CDTs y los TES en el periodo reciente. Se encuentran indicios de una posible relación entre el spread con factores tales como la tasa de política monetaria y sus expectativas, unas mayores expectativas de inflación, un alto crecimiento de la cartera acompañado de la entrada en vigor del CFEN, una alta concentración en el mercado de tenedores de CDT y una mayor percepción de riesgo (Ver *Recuadro 1. Análisis del spread entre las tasas de los CDT y TES*).

En cuanto al mercado cambiario, el peso colombiano se apreció y volvió a niveles no vistos en cerca de seis meses, en línea con correcciones en la fortaleza del dólar a nivel internacional. No obstante, sus niveles se mantienen aún desviados de las monedas de los países pares de la región (Ver *Mercado cambiario– Gráfico 1*). Finalmente, el mercado accionario local, continúa exhibiendo un desempeño débil en comparación con los pares de la región, en un entorno de baja liquidez. Las acciones del sector bancario, que tienen un peso importante sobre índice local presentaron caídas importantes, en línea con las referencias globales, ante los eventos adversos en algunas entidades financieras de EE. UU. y Suiza (Ver *Mercado accionario– Gráfico 1*).

Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante el 1T23

Cambios entre el 31 de diciembre de 2022 y el 31 de marzo de 2023

	Tasa de política	Tasa moneda local 2 años	Tasa moneda local 10 años	Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI+	Commodity
Reino Unido	75	-3	-23	2,1%	2,4%			
Japón	0	-8	-9	-1,3%	7,5%			
Alemania	100	-4	-27	1,3%	13,7%	-1,5		
EE.UU.	50	-39	-39	-1,0%	7,0%	-3,0	14,3	
Colombia	100	-123	-128	3,4%	-10,0%	14	13	-7,1%
UVR		0	0					
Brasil	0	-73	29	4,1%	-7,2%	-26	-4	-0,9%
México	75	29	-26	7,5%	11,2%	-10	7	-5,7%
Chile	0	-30	-7	6,5%	1,2%	-4	13	7,5%
Perú	25	0	-55	1,1%	2,7%	-12	15	7,5%
Otros EM	0	0	-14	1,9%	3,5%	-9	32	-3,6%

Fuente: Bloomberg, Banrep.

Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma frente al dólar americano. En EE.UU, la tasa de cambio corresponde al DXY (un aumento corresponde a un fortalecimiento del dólar). Los indicadores de percepción de riesgo en EE.UU. corresponden al Vix y al Move, mientras que en Alemania corresponde al Vstoxx. Las variaciones de las tasas de política, tasas de interés de los bonos soberanos en moneda local y extranjera, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb). Los commodities corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

## 2 Resumen ejecutivo

### Entorno internacional

El entorno económico global continúa en un contexto de bajas expectativas de crecimiento y altas presiones inflacionarias que comienzan a disiparse durante 2023. En adición a lo anterior, persisten varios factores de riesgo que pueden incidir en la materialización de un escenario macroeconómico más desafiante.

En este contexto, gran parte de los bancos centrales han continuado con el ciclo de incrementos de las tasas de interés de referencia durante el primer trimestre de 2023. La inflación ha empezado a ceder a nivel global en respuesta a las menores presiones de demanda y oferta en un ambiente de alta incertidumbre. Por su parte, los eventos adversos presentados en algunas instituciones financieras en Estados Unidos y Europa impulsaron correcciones a la baja sobre las expectativas de política monetaria en las economías avanzadas.

En paralelo, se observan correcciones en los mercados de deuda y accionario, en contraposición al comportamiento exhibido durante 2022. No obstante, las condiciones financieras globales en este periodo permanecen apretadas en un ambiente de alta volatilidad y mayor aversión al riesgo.

Por su parte, los precios de las materias primas, que inciden en la dinámica de los países de acuerdo con su dependencia a estos recursos, presentaron comportamientos dispares. En particular, los relacionados con el sector energético se debilitaron debido a la perspectiva de una menor demanda global, mientras que la mayoría de los metales industriales se fortalecieron por cuenta de la política de fortalecimiento del sector inmobiliario chino.

### Percepción de riesgo a nivel local

En adición a las fuentes de vulnerabilidad que amenazan las dinámicas globales, persiste una mayor percepción de riesgo país de Colombia frente a algunos pares en la región. Durante el período Colombia presentó aumentos en indicadores como los CDS y EMBI sugiriendo una mayor percepción de riesgo mientras que los países pares de la región presentaron reducciones en estos indicadores. Esta dinámica coincide con la persistencia en la vulnerabilidad externa y fiscal del país, así como con un incremento en la incertidumbre sobre la agenda de reformas del gobierno.

### Mercado de renta fija y monetario

#### Política monetaria y mercado monetario local

La tasa de referencia para Colombia se ubicó en 13% tras el aumento en 100 punto básicos por parte de la Junta Directiva del Banco de la República en el primer trimestre de 2023. Los bancos centrales de la

región moderaron el ritmo de ajuste de la política monetaria en este periodo y los mercados descontaron expectativas de una tasa de política monetaria menos contractiva para 2023.

A nivel local el mercado monetario exhibió amplios niveles de liquidez que se reflejaron en algunas diferencias negativas entre el interés bancario de referencia overnight (IBR) y la tasa de política monetaria (TPM), las cuales se corrigieron durante el periodo.

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

La estructura a plazos de la deuda pública en moneda local para la mayoría de los países desarrollados continúa sugiriendo expectativas de menor crecimiento, en la medida que persisten invertidas. No obstante, mostraron valorizaciones durante el primer trimestre de 2023 y exhibieron un aplanamiento marginal.

En la región, las curvas de rendimientos en moneda local presentaron un comportamiento heterogéneo. No obstante, de forma generalizada se observa que estos países continúan afrontando un elevado costo de financiamiento que en ningún caso se ha reflejado en afectaciones en su capacidad de acceder al fondeo requerido.

A nivel local, los inversionistas extranjeros realizaron ventas significativas de títulos de deuda pública en moneda local y ahora se ubican como los segundos mayores tenedores de estos activos, justo detrás de los fondos de pensiones locales.

### **Mercado de deuda privada**

En el trimestre se evidenciaron mayores costos de fondeo a través de CDTs, lo cual se vio reflejado en un aumento del spread entre las tasas de estos títulos y los TES, que alcanzó niveles históricamente altos en febrero. Adicionalmente, el fondeo mediante la colocación de otros títulos de deuda ha venido perdiendo dinamismo y, en línea con esto, las colocaciones por medio de la BVC alcanzaron su nivel más bajo desde 2006.

### **Mercado cambiario**

El dólar estadounidense presentó correcciones durante el primer trimestre de 2023 desde niveles históricamente altos. Esta dinámica reciente se explica principalmente por la expectativa de una política monetaria menos contractiva por parte de la Reserva Federal. En línea con lo anterior, la mayoría de las monedas de emergentes y de la región se fortalecieron, soportadas además por algunos factores idiosincráticos.

El peso colombiano se apreció en línea con sus pares, volviendo a niveles previos a octubre de 2022, momento en el que presentó una fuerte depreciación. No obstante, persiste la debilidad de esta moneda al comparar su dinámica con la de sus pares de la región desde el inicio de la pandemia. Los niveles de

liquidez mejoraron durante el trimestre y no se evidencian distorsiones en el normal funcionamiento de los mercados de derivados cambiarios ni en el mercado de contado.

### **Mercado accionario**

En línea con las expectativas de una política monetaria menos contractiva, los mercados accionarios a nivel global presentaron un comportamiento positivo durante el primer trimestre del 2023, siguiendo el buen desempeño presentado el trimestre anterior, tras haber presentado fuertes desvalorizaciones durante la mayor parte de 2022. En todo caso, los indicadores de las acciones bancarias presentaron fuertes variaciones ante el nerviosismo que se generó en el período en relación con los eventos presentados en los bancos regionales de Estados Unidos y *Credit Suisse*.

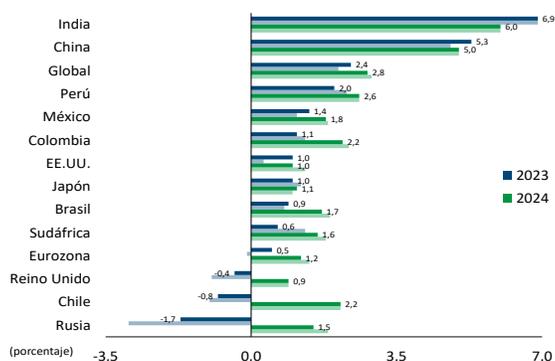
A nivel local, el índice MSCI Colcap presentó un desempeño desfavorable frente a los pares de la región, influenciado por una mayor percepción de riesgo local y la caída del precio de las acciones del sector financiero, en un entorno de baja liquidez.

### 3 Entorno internacional

El entorno económico global continúa en un contexto de bajas expectativas de crecimiento y altas presiones inflacionarias que han empezado a ceder a nivel global en respuesta a las menores presiones de demanda y oferta en un ambiente de alta incertidumbre. En adición a lo anterior, persisten varios factores de riesgo que pueden incidir en la materialización de un escenario macroeconómico más desafiante.

Las altas presiones inflacionarias observadas desde 2021, tras la reapertura global pospandemia, y la postura contractiva adoptada por la mayoría de los bancos centrales para contenerlas, han contribuido a una desaceleración económica global. En esta línea, las expectativas de crecimiento más recientes provistas por los analistas económicos reflejan ritmos de crecimiento inferiores al 2% para este y el próximo año en la mayoría de economías avanzadas y emergentes (*Gráfico 2*). Asimismo, de acuerdo con el más reciente *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (FMI), las perspectivas de mediano plazo de la economía global son las más bajas desde 1990. Por otro lado, el más reciente *Global Financial Stability Report* de la misma institución menciona que la probabilidad de que el crecimiento global se ubique por debajo de su escenario base es de 62%. En el caso de China, se destaca que pese a contribuir junto con India con la mitad del crecimiento global en el corto plazo, su economía crecería por debajo de los niveles promedio (superiores al 6%) que venía registrando durante los años previos al comienzo del COVID-19. En línea con la desaceleración económica prevista, pese a que los indicadores de confianza del consumidor en las principales economías desarrolladas han presentado un repunte, permanecen en niveles históricamente bajos (*Gráfico 3*).

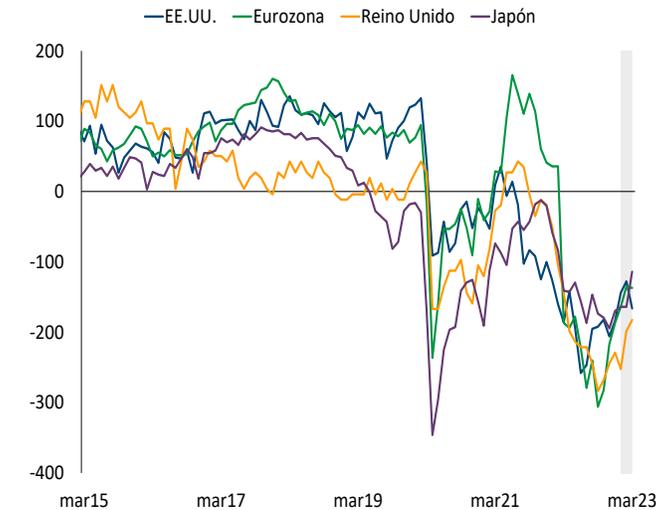
*Gráfico 2:* Expectativas de crecimiento para 2023 y 2024



**Fuente:** Bloomberg, Datalicence. Las barras más claras corresponden a las proyecciones de marzo, y las más oscuras a las proyecciones de diciembre de 2022.

En cuanto a las altas presiones inflacionarias, estas han comenzado a disiparse en las principales economías desarrolladas (*Gráfico 4*) ante los menores precios de los *commodities* energéticos, la moderación de la demanda, y la normalización de las cadenas globales de suministro tras la reapertura de la economía china. No obstante, tanto los niveles de inflación total como núcleo, continúan ubicándose

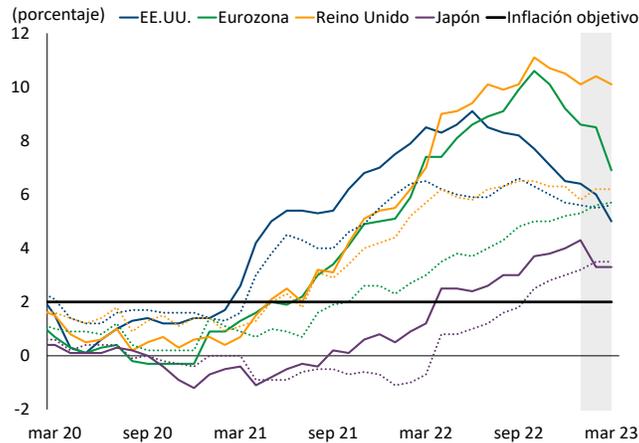
Gráfico 3: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

por encima de la meta de 2% establecida en estas economías. En el caso de EE.UU, el último reporte de inflación evidenció que la inflación núcleo se ubica por encima de la total, lo que continúa reflejando una alta persistencia de las presiones sobre el nivel de precios e incertidumbre sobre el momento en el que la senda de inflación va a tomar una tendencia decreciente de manera consistente.

Gráfico 4: Inflación en economías desarrolladas

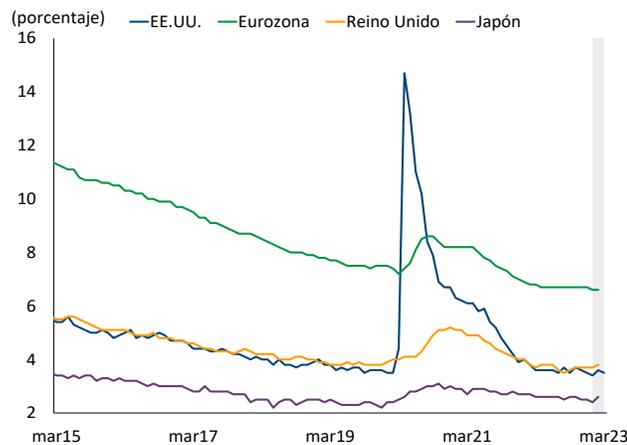


Fuente: Bloomberg, Datalicense. Las líneas punteadas corresponden a la inflación núcleo.

En este contexto, gran parte de los Bancos Centrales en economías desarrolladas ha continuado con el ciclo de incrementos de las tasas de interés de referencia durante el primer trimestre de 2023. Asimismo, el grueso de las autoridades monetarias de estos países ha señalado la relevancia de continuar este proceso y advierten sobre los costos de interrumpirlo de manera prematura. En particular, para el caso de

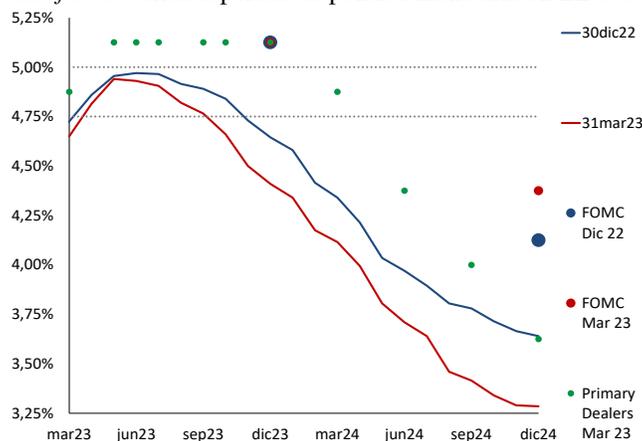
EE.UU, la Reserva Federal ha hecho énfasis en la fortaleza del mercado laboral como un posible canal de presiones inflacionarias adicionales (*Gráfico 5*). En este contexto, la postura de los miembros de la Reserva Federal contrasta con las expectativas del mercado, el cual espera recortes de la tasa de interés a partir del segundo semestre de 2023 ante la tendencia a la baja de las expectativas de inflación, los temores de una recesión económica global, y recientemente los eventos adversos en algunas instituciones financieras en EE.UU. y Europa (*Gráfico 6*).

*Gráfico 5: Tasa de desempleo en economías desarrolladas*



**Fuente:** Bloomberg, Datalicence. Los datos se encuentran a febrero, excepto en EE.UU. donde se encuentra a marzo.

*Gráfico 6: senda esperada de política monetaria en EE.UU.*

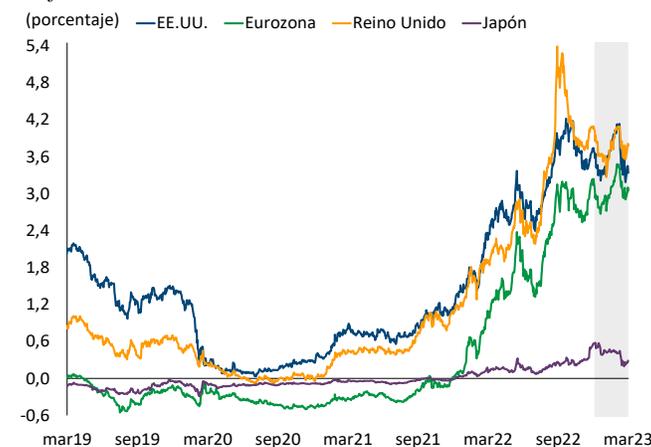


**Fuente:** Bloomberg, Datalicence, Reserva Federal.

La incertidumbre sobre la resiliencia del sector bancario en Estados Unidos y Europa, que podría sugerir debilidad en estas economías, impulsó correcciones a la baja sobre las expectativas de política monetaria en las economías avanzadas. En particular, tras la quiebra de Silicon Valley Bank (SVB) y Signature

Bank en EE.UU<sup>1</sup>, y la crisis de Credit Suisse<sup>2</sup>, los mercados revirtieron las expectativas que habían incorporado durante el trimestre de una política monetaria más contractiva<sup>3</sup> (Gráfico 7).

Gráfico 7: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Como respuesta a la turbulencia bancaria, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá y el Banco Nacional Suizo reforzaron la provisión internacional de liquidez en dólares estadounidenses<sup>4</sup>. Por otro lado, con el fin de brindar liquidez al sistema bancario, la Reserva Federal creó el *Bank Term Funding Program* (BTFFP)<sup>5</sup>. Además, las autoridades estadounidenses decidieron expandir el seguro de depósitos a todos los clientes de SVB y Signature Bank. Por su parte, el Banco Nacional Suizo otorgó inicialmente una línea de crédito por CHR 50 mm a Credit Suisse, y posteriormente facilitó la compra de este banco por parte de UBS<sup>6</sup> con el fin de acotar posibles efectos de contagio al resto del sistema financiero en ese país.

En contraposición al comportamiento exhibido durante 2022, ante las menores expectativas de tasas de

<sup>1</sup> Silicon Valley Bank, quien era reconocido por estar enfocado en clientes corporativos del sector tecnológico estadounidense, sufrió una fuga masiva de depósitos el 10 de marzo (USD 42 mm) luego que hubiera comunicado su intención de liquidar a pérdida una parte de su portafolio (compuesto principalmente por Tesoros y *Mortgage-Backed Securities*) con el fin de cubrir los retiros que habían venido haciendo sus clientes durante los últimos meses. Dos días después, Signature Bank, otro banco también enfocado en el sector corporativo (en este caso inmobiliario) y con importantes inversiones en criptoactivos, también anunció su quiebra.

<sup>2</sup> Credit Suisse había sufrido durante los últimos años varias crisis reputacionales y financieras, lo que había llevado a su acción a caer más de 80% entre 2018 y 2022. A raíz de la turbulencia bancaria en EE.UU., y de la decisión de su principal accionista (Saudi National Bank) de no continuar invirtiendo en el banco suizo, la acción se desplomó fuertemente.

<sup>3</sup> Esto como consecuencia de la fortaleza exhibida por la demanda agregada

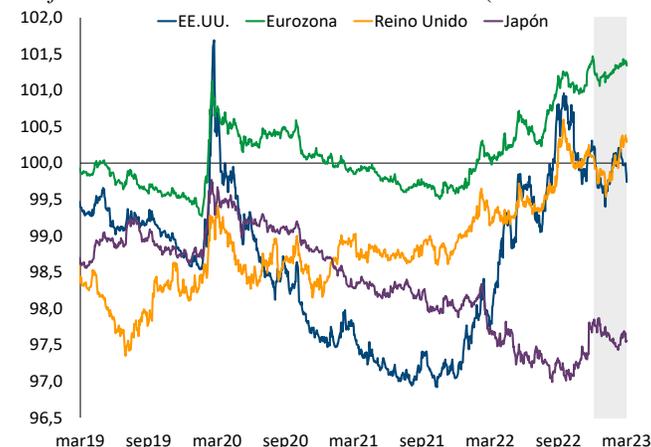
<sup>4</sup> A raíz de la crisis financiera de 2008, estos Bancos Centrales decidieron crear varias líneas swap que les permiten acceder a liquidez en moneda extranjera. Tras los eventos recientes, estos Bancos decidieron aumentar la frecuencia con la cual hacen estas operaciones de semanal a diaria.

<sup>5</sup> Este programa fue creado con el fin de otorgar liquidez mediante operaciones repo a los bancos comerciales para que pudieran cubrir los retiros de sus clientes sin necesidad de liquidar a pérdida sus activos. El plazo de estas operaciones es de hasta un año y los títulos recibidos como colateral se valoran de acuerdo con su valor facial y no con su valor de mercado.

<sup>6</sup> Al otorgarle a UBS una garantía superior a los CHF 9 mm y facilidades de liquidez.

interés, la mayoría de los títulos de deuda pública presentaron valorizaciones, al igual que la mayoría de los índices bursátiles, mientras que el dólar estadounidense se debilitó a nivel global (*Gráfico 1*). En este contexto, las condiciones financieras<sup>7</sup> continuaron apretándose en la eurozona y Reino Unido, mientras que se aliviaron ligeramente en EE.UU. y Japón (*Gráfico 8*).

*Gráfico 8: Índice de condiciones financieras (Goldman Sachs)*



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Por su parte, durante el 1T23, los precios de los *commodities* mantuvieron un comportamiento similar al observado durante los últimos meses del 2022. El petróleo se desvalorizó en línea con la expectativa de una menor demanda mundial como consecuencia de mayores tasas de interés por parte de los distintos bancos centrales (*Gráfico 10*). De igual forma, las otras materias primas generadoras de energía como el gas natural licuado (GNL) y el carbón presentaron desvalorizaciones justificadas por el aumento de inventarios y la menor demanda ante un clima más cálido en norteamérica y Europa. Por su parte, los metales preciosos y los bienes industriales presentaron valorizaciones<sup>8</sup> como respuesta al incremento de la percepción de riesgo global y las expectativas de una mayor demanda china con el levantamiento de las restricciones a la movilidad, respectivamente.

Con respecto a los precios del petróleo para las referencias WTI y Brent, estos se desvalorizaron con respecto al cierre del trimestre anterior llegando a alcanzar mínimos de 15 meses. La primera referencia presentó una desvalorización de 5,7%, mientras que la segunda una de 7,1%<sup>9</sup>. Adicional a los factores que vienen afectando la perspectiva de demanda, se suman: *i*) el anuncio por parte del gobierno estadounidense de liberar 26 millones (m) de barriles de sus reservas de petróleo, y *ii*) el pronóstico de

<sup>7</sup>Las condiciones financieras se pueden interpretar como el mecanismo a través del cual la postura de política monetaria de los bancos centrales se transmite a los mercados financieros. En el caso particular del indicador estimado por Goldman Sachs, este corresponde a un promedio ponderado de tasas libres de riesgo, tasa de cambio, valoraciones del mercado bursátil y *spreads* crediticios. Las ponderaciones corresponden al impacto que tiene cada variable sobre el PIB.

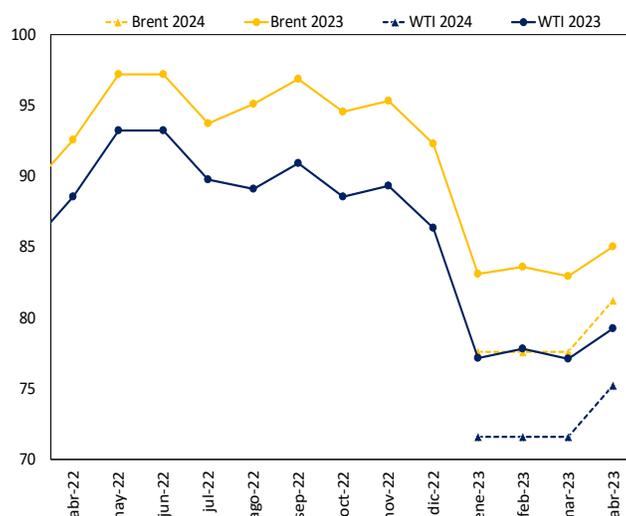
<sup>8</sup>Los precios del acero presentaron fuertes valorizaciones durante el trimestre. Los anuncios de políticas por parte de Beijing en noviembre del 2022 para fortalecer al sector de construcción impulsaron las expectativas de una mayor demanda de este bien. Esto en un contexto de inventarios ajustados en las costas chinas.

<sup>9</sup>El WTI tuvo un precio promedio de USD 76,1 dólares por barril (d/b), mientras que el Brent promedió los USD 82,1 d/b

exceso de oferta de crudo de la Agencia Internacional de la Energía (AIE). Sin embargo, estas presiones a la baja estuvieron contenidas por impulsos alcistas como: *i*) las perspectivas de una mayor demanda tras el levantamiento de las restricciones a la movilidad por parte del gobierno Chino; y *ii*) los temores de una oferta de crudo limitada luego del recorte realizado durante el mes de marzo por parte de Rusia<sup>10</sup>, además de los planes de reducir sus exportaciones de crudo desde puertos occidentales hacia Europa<sup>11</sup>.

No obstante, durante los primeros días de abril, la OPEP+ anunció el recorte de la producción de crudo, lo cual generó que los precios se incrementaran por temores de oferta<sup>12</sup>. Lo anterior, sumado a la expectativa de una recuperación productiva china durante el segundo semestre del año, conllevó a que la AIE incrementara sus perspectivas de precios promedio de petróleo para 2023 y 2024 en su último reporte (*Gráfico 9*).

*Gráfico 9: Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent*



**Fuente:** Short-Term Energy Outlook (STEO) de la AIE. A partir del enero de 2022 la AIE incorporó pronósticos para 2023. Los últimos valores corresponden al STEO de abril de 2023.

Por otra parte, la debilidad del dólar en periodos del trimestre soportó los precios de los metales preciosos (*Gráfico 11*). Aunque durante el mes de febrero estos corrigieron a la baja ante las expectativas de mayores tasas de interés, la demanda de bienes refugio se incrementó fuertemente en marzo luego de los incidentes en el sistema financiero, lo que llevó a que las variaciones de los precios frente al cierre del trimestre anterior entraran en terreno positivo<sup>13</sup>. Finalmente, los productos agrícolas como el trigo

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

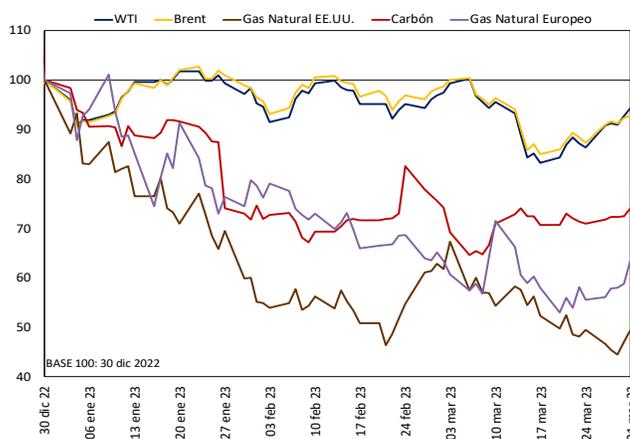
<sup>11</sup>El 23 de febrero, Rusia mencionó considerar reducir el nivel de exportación desde puertos occidentales en un 25% durante marzo, lo cual superaba el anuncio previo de reducir su producción en 500.000 b/d.

<sup>12</sup>El 3 de abril de 2023 la OPEP+ anunció que reducirá su objetivo de producción diaria en 1,16 millones de barriles por día desde mayo hasta finales de 2023, significando una reducción de alrededor del 2% de la demanda mundial de petróleo.

<sup>13</sup>El oro y la plata cerraron con valorizaciones de 8,0% y 0,6%, respectivamente

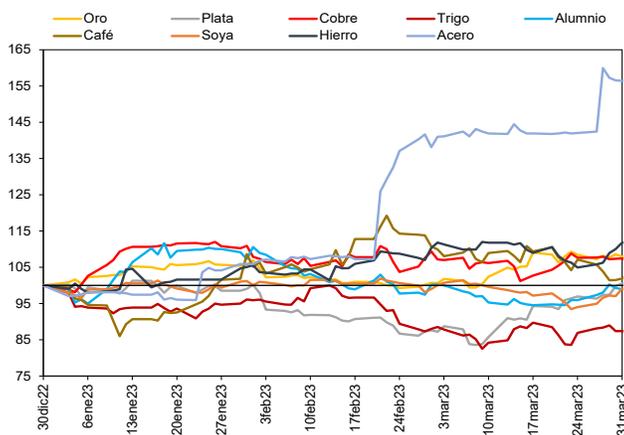
y la soya presentaron desvalorizaciones (12,6% y 1,0%, respectivamente) mientras que el café presentó valorizaciones de alrededor del 2,0%.

Gráfico 10: Cambio en los precios de productos generadores de energía



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 11: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

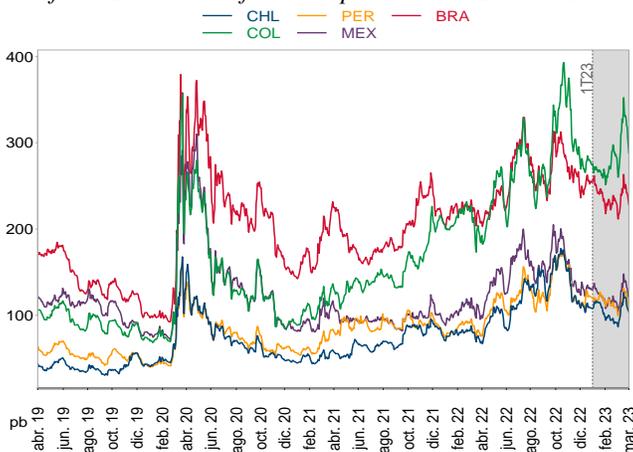
## 4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 1T23, el CDS a 5 años del país aumentó 14 pb, a diferencia del promedio de su pares de la región y otros países emergentes, los cuales cayeron 13 pb y 9 pb<sup>14</sup>, respectivamente. Lo anterior pudo estar influenciado posiblemente por la persistencia de factores de incertidumbre local (Gráfico 12). Por

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

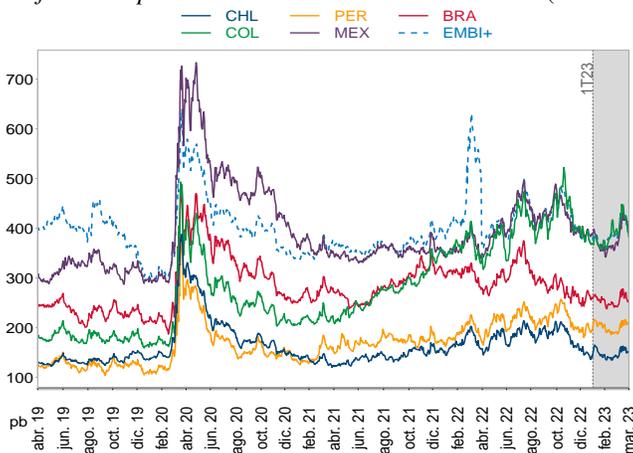
otro lado, el EMBI+<sup>15</sup> aumentó en promedio 8 pb en los países de la región, 32 pb en una muestra de países emergentes y 13 pb en el caso de Colombia (Gráfico 13).

Gráfico 12: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 13: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI+)



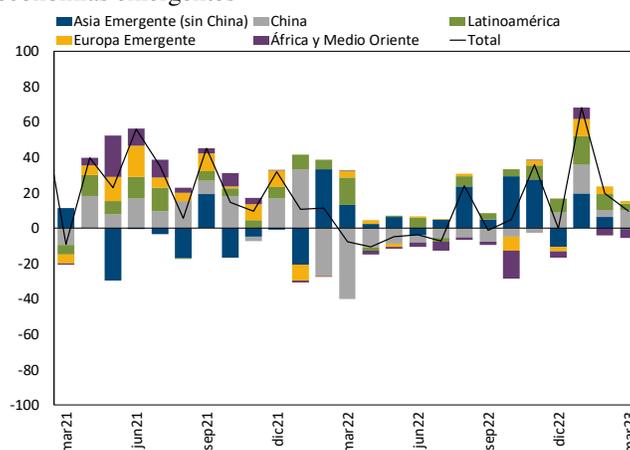
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

En línea con la mejoría de la percepción de riesgo hacia economías emergentes, en el trimestre los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia estas economías fueron positivos, en particular hacia China y Latinoamérica. De acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), en el 1T23 se observaron entradas netas de USD 96,9 miles de millones

<sup>15</sup>El EMBI+ (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en puntos básicos -pb-) entre la tasa de interés que pagan los títulos de renta fija en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Tesoros de Estados Unidos, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Un incremento de este indicador refleja mayor riesgo de crédito del país emisor.

(mm)<sup>16</sup>, de las cuales Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas netas (después de China) por un total de USD 28,9 mm (Gráfico 14).

Gráfico 14: Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Sin embargo, la mayor percepción de riesgo local pudo haber influido en la dinámica de Colombia, dado que con información de la balanza cambiaria del Banco de la República, en el país en el trimestre se presentaron salidas de inversión extranjera de portafolio por USD 0,66 mm<sup>17</sup>.

En línea con la mayor percepción de riesgo local, durante el trimestre se observó un mayor deterioro de la confianza<sup>18</sup> del consumidor, estimada por Fedesarrollo, la cual continuó adentrándose en terreno negativo. Este deterioro se explica por unas expectativas más pesimistas por parte de los consumidores, así como por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas. Asimismo, la confianza comercial cayó de manera importante hasta niveles no observados desde mediados de 2020 como consecuencia de un deterioro tanto de la percepción de la situación actual de la empresa, así como de las expectativas de la situación económica para el próximo semestre, y por un aumento de los inventarios. Por el contrario, la confianza industrial salió del terreno negativo ante una mejora de las expectativas de producción para el próximo trimestre (Gráfico 15).

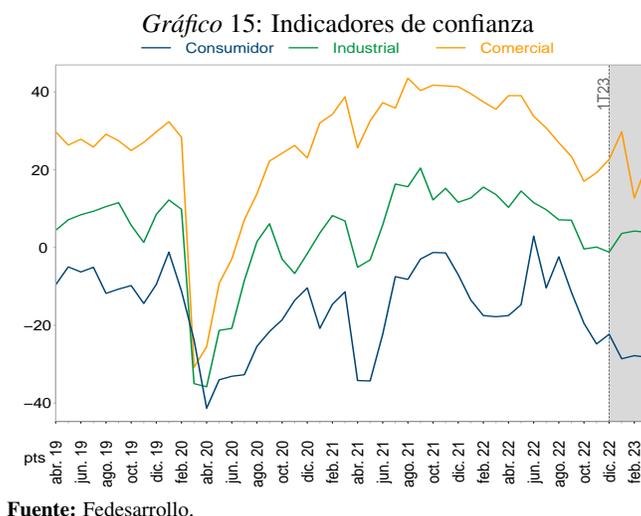
Por otro lado, en la Encuesta de Opinión Financiera<sup>19</sup> (EOF) se observó que entre diciembre y marzo, las expectativas de crecimiento de la economía colombiana disminuyeron para 2023 de 1,3% a 1,0%, y

<sup>16</sup>De las cuales USD 64,3 mm y USD 32,6 mm se dieron a los mercados de renta fija y renta variable, respectivamente. Un 70% de los flujos totales del trimestre se observaron en enero (USD 68,1 mm) y fueron las entradas más altas desde enero de 2021.

<sup>17</sup>Lo cual corresponde a un 0,19% del PIB del país en 2022

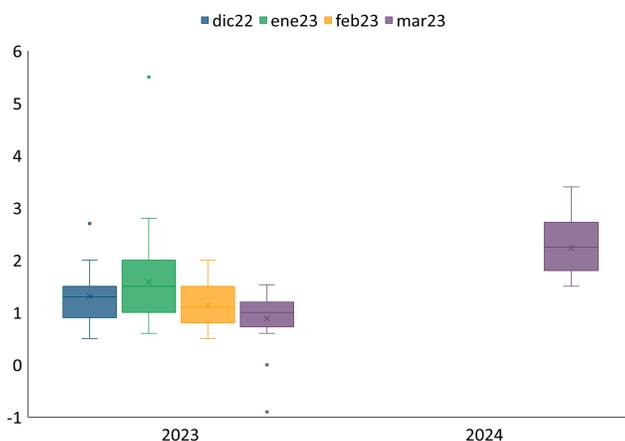
<sup>18</sup>Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

<sup>19</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.



se espera que el ritmo de crecimiento aumente en 2024 a 2,25% (*Gráfico 16*). Asimismo, el FMI recortó sus proyecciones de crecimiento para 2023 y 2024 de 1,1% y 2,1% (estimadas en enero) a 1,0% 1,9%, respectivamente. Frente a las expectativas de inflación, estas continuaron aumentando para el cierre de 2023 al pasar de 7,6% a 9,0%, mientras que para 2024 se mantuvieron alrededor de 5,2% (*Gráfico 17*). Estas expectativas difieren de las que se extraen del mercado de deuda pública, las cuales reflejan una corrección a la baja durante el trimestre (ver *Mercado de deuda pública interna y externa*).

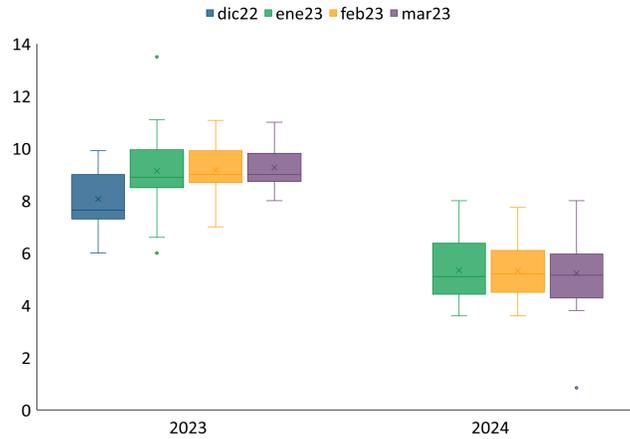
**Gráfico 16: Expectativas de crecimiento (EOF)**



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** DOAM.  
La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

En adición a las menores expectativas de crecimiento, la mayor percepción de riesgo a nivel local (*Gráfico 18*) también pudo estar asociada con la vulnerabilidad de la economía colombiana ante los altos déficits fiscal y de cuenta corriente, y la incertidumbre del mercado frente a la agenda de reformas del Gobierno. Al respecto, durante el 1T23 cerca de la mitad de los agentes encuestados en la EOF,

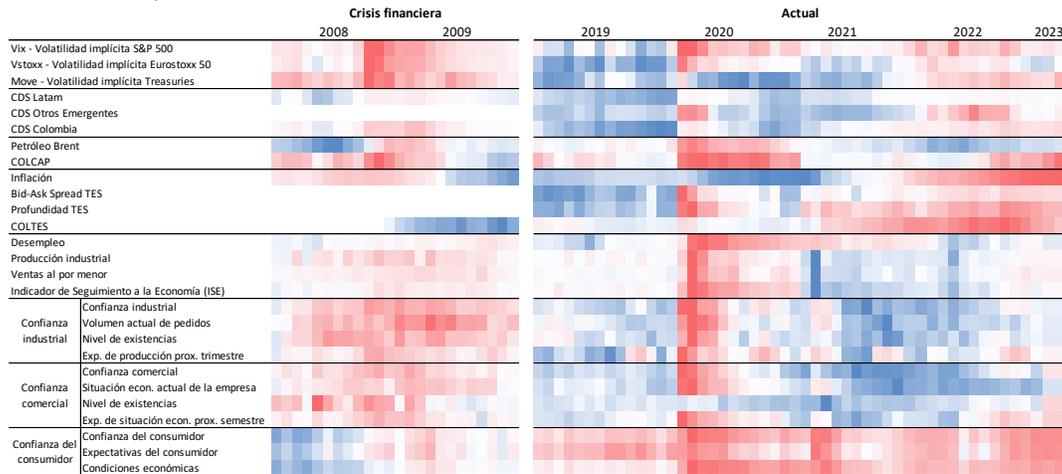
Gráfico 17: Expectativas de inflación (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM.  
 La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

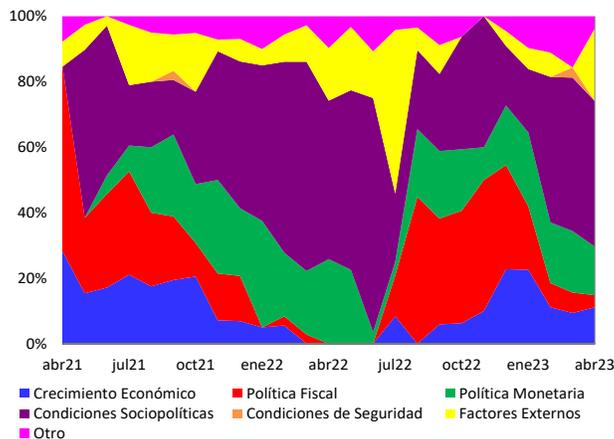
señalaron las condiciones sociopolíticas como el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión (Gráfico 19).

Gráfico 18: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banrep. Cálculos: Banrep.  
 Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

## 5 Mercado de renta fija y monetario

### 5.1 Política monetaria e inflación en Latinoamérica

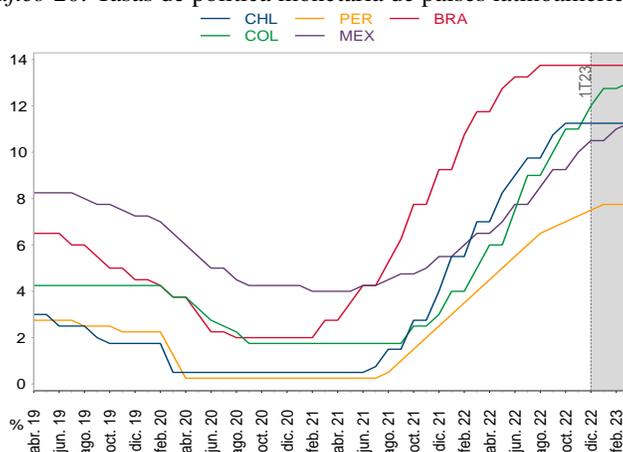
En el primer trimestre de 2023 la mayoría de los bancos centrales de la región moderaron el ritmo de ajuste de la política monetaria. En particular, Colombia, México y Perú redujeron la magnitud de sus incrementos de la tasa de referencia frente al 4T22, mientras que Brasil y Chile mantuvieron su tasa inalterada<sup>20</sup>. El menor ritmo de aumentos de la TPM se da en un contexto de una desaceleración en el crecimiento de la inflación y ante expectativas de una moderación en los aumentos de la tasa de política monetaria (TPM) en EE.UU. y la Eurozona (Gráfico 20).

A nivel local, la Junta Directiva del Banrep (JDBR) aumentó en enero y marzo la tasa de referencia en 75 pb y 25 pb, respectivamente. Estas decisiones tuvieron en consideración los siguientes elementos:

- Entre diciembre y enero la inflación total, como la inflación básica (sin alimentos ni regulados) se mantuvo en niveles no observados de hace más de 20 años. Aunque se empezó a observar una desaceleración en el crecimiento de la inflación.
- La inflación en los Estados Unidos y Europa ha mostrado un descenso más rápido de lo previsto como resultado del proceso de ajuste de la política monetaria y de la mitigación de perturbaciones de oferta, lo que posiblemente permitirá una trayectoria menos restrictiva de la política monetaria en esas regiones.

<sup>20</sup>En Colombia, México y Perú los bancos centrales aumentaron la tasa de política monetaria (TPM) en 100 pb, 75 pb y 25 pb, ubicándola en 13,00%, 11,25% y 7,75%, respectivamente; el trimestre anterior estos bancos centrales aumentaron la TPM en 200 pb, 125 pb y 75 pb, en su orden. Por otra parte, el banco de Brasil y Chile no modificaron la TPM y las mantuvieron en 13,75% y 11,25%, respectivamente.

Gráfico 20: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

- En línea con la transmisión de los incrementos de las tasas de interés de política monetaria a las tasas del mercado, el crecimiento del crédito total y, en forma particularmente pronunciada, del crédito de consumo, a partir del cuarto trimestre del año pasado, se han venido desacelerando. Lo anterior favorece una moderación de la demanda interna, y con ello se moderan parte de las presiones inflacionarias en 2023.

Frente al comportamiento de la inflación, esta presentó correcciones para la mayoría de los países de la región, pero aún se ubican en niveles superiores a la meta de los bancos centrales<sup>21</sup>. En el caso de Colombia, la inflación aumentó en 22 pb, pero se observó una desaceleración en el crecimiento de los precios frente al trimestre anterior (168 pb). La caída de la inflación en la mayoría de los países se da en un entorno donde las tasas de política monetaria alcanzaron niveles máximos de más de 20 años (Gráfico 21 y Cuadro 1).

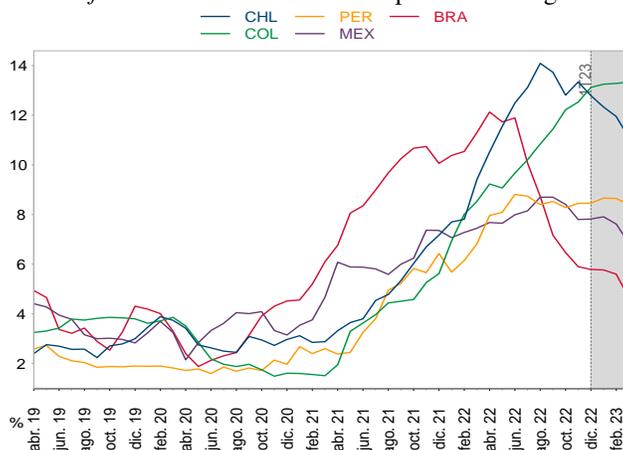
Cuadro 1: Inflación año completo y meta de inflación 2023

País	Dic 2022	Mar 2023	Rango meta*
COL	13,12%	13,34%	2,00 % - 4,00%
BRA	5,79%	4,65%	2,25% - 5,25%
CHL	12,79%	11,09%	2,00% - 4,00%
MEX	7,82%	6,85%	2,00% - 4,00%
PER	8,46%	8,4%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg, Datalicense y bancos centrales de la región.  
 \* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

<sup>21</sup>Entre diciembre de 2022 y enero de 2023, la variación anual de la inflación en Brasil, México, Chile y Perú cayó 114 pb, 97 pb, 170 pb y 6 pb, y alcanzó niveles de 4,65%, 13,12%, 13,12% y 13,12%, en su orden.

Gráfico 21: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

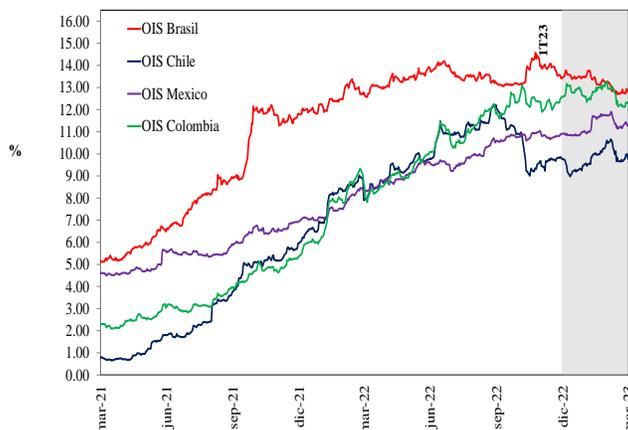
Por otra parte, las tasas OIS<sup>22</sup> a un año cayeron en Brasil, Chile y Colombia reflejando expectativas de una tasa de política monetaria menos contractiva para 2023. En México la tasa OIS a un año aumentó en el periodo, lo cual se explica por la aceleración de la inflación en enero, que se corrigió parcialmente en el mes de marzo acorde con el comportamiento de los países de la región (*Gráfico 22*). Los comportamientos de las tasas OIS están en línea con perspectivas de una política monetaria menos restrictiva en EE.UU. y ante posibilidades de que la inflación ceda en lo que queda de 2023. En particular, el mercado OIS en Colombia descontó expectativas de una senda menos contractiva por parte del Banrep alcanzando una TPM al cierre de 2023 de 11,00% (ant: 11,75% - *Gráfico 23*).

## 5.2 Mercado monetario colombiano

Por su parte, a nivel local el mercado monetario exhibió amplios niveles de liquidez que se reflejaron en algunas diferencias negativas entre el interés bancario de referencia overnight (IBR) y la TPM, las cuales se corrigieron durante el periodo. En particular, este evento se comenzó a observar a inicios de marzo, lo cual ocasionó que la tasa IBR overnight se ubicara por debajo de la tasa de política monetaria 13 pb en promedio desde esa fecha hasta finalizar el trimestre (*Gráfico 24*). En respuesta a esta diferencia el Banrep modificó los plazos y cupos de sus operaciones repo de expansión respaldados con títulos de deuda pública, ofreció Depósitos Remunerados No Constitutivos de Encaje (DRNCE) y efectuó en marzo de 2023 ventas definitivas de TES B en el mercado por COP1.453,5 miles de millones (mm - valor a precios de mercado). En este periodo la posición del Banrep con el sistema financiero ha sido en

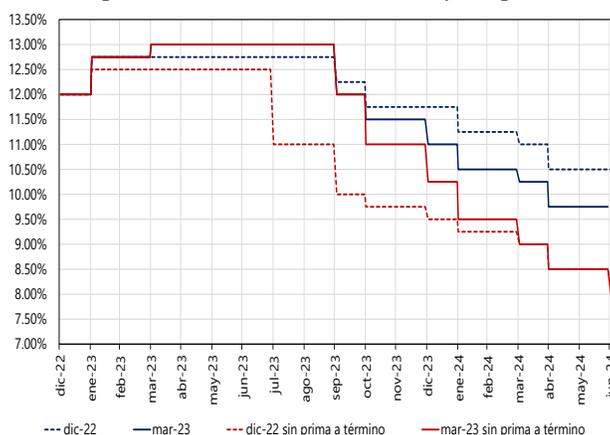
<sup>22</sup>Usando los contratos swap a diferentes plazos indexados a la tasas de referencia conocidos como overnight interest swap (OIS), es posible encontrar un estimador de las expectativas sobre la evolución de la tasa de política de los bancos centrales. Las tasas fijas de los contratos OIS a diferentes plazos deben ser equivalentes a la expectativa de la tasa que se obtiene al invertir cada día a la tasa de referencia de un día durante el plazo del contrato. El volumen promedio diario transado de los contratos OIS de IBR en el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) se ubicó en USD 2.666 m en el 1T23, cifra superior al volumen promedio diario transado durante el 4T22 (USD 1.831 m). De manera similar, el volumen promedio diario transado localmente entre IMC y contrapartes del exterior subió durante el trimestre y se ubicó en USD 499 m (ant. USD 462 m).

Gráfico 22: Tasas OIS a un año en los países de la región



Fuente: Banrep y Bloomberg, Datalicence. Cálculos: DOAM.

Gráfico 23: Expectativas del mercado OIS con y sin prima a término

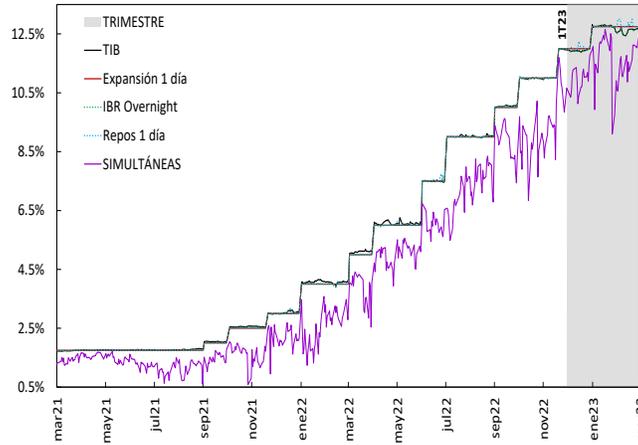


Fuente: Banrep y Bloomberg, Datalicence. Cálculos: DOAM. Nota: ) La prima a término se interpreta como la incertidumbre que tienen los agentes sobre el comportamiento de un instrumento financiero a diferentes plazos, analizar el comportamiento de las tasas OIS sin prima a término brinda señales de las perspectivas de los agentes si no hubiese factores de riesgo que afectaran sus expectativas.

promedio acreedora (Gráfico 25)<sup>23</sup>.

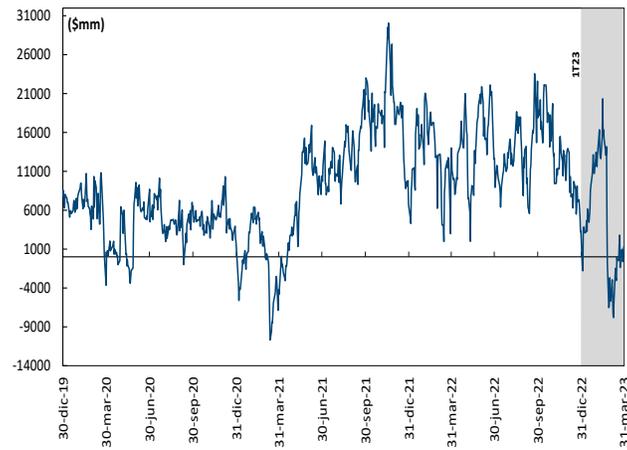
<sup>23</sup> Generalmente el Banrep es acreedor neto con el sistema financiero, es decir, los saldos de expansión (esto es, cuando el banco central presta) son superiores a los de contracción (cuando pide prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, en ocasiones se observa que las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al Banco en lugar de darle crédito a otras entidades con necesidades de liquidez. Estas últimas terminan, entonces, acudiendo a la subasta del banco central o a la ventanilla de expansión. En este periodo, el promedio diario de la posición neta del Banrep se ubicó en COP 4.962 mm cifra inferior al promedio diario observado durante el 1T22 (COP 12.970 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 14 de febrero de 2023, momento en el cual se registró un nivel de COP 22.892 mm. Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 10.787 mm

Gráfico 24: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



Fuente: Banrep. Cálculos: DOAM.

Gráfico 25: Posición neta del BanRep en el mercado monetario



Fuente: Banrep. Cálculos: DOAM.

### 5.3 Mercado de deuda pública interna y externa

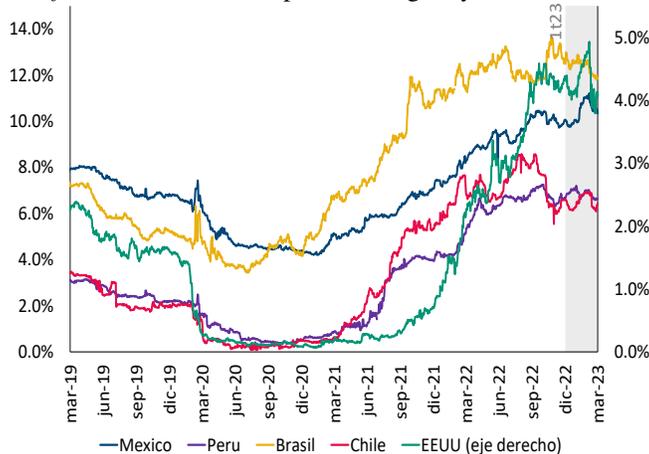
La estructura a plazos de la deuda pública en moneda local de EE. UU. y la mayoría de los países de la región continúa sugiriendo expectativas de menor crecimiento, en la medida que permanecen invertidas. No obstante, mostraron valorizaciones durante el 1T23. Las tasas del tramo largo se valorizaron más que las del tramo corto ante las expectativas de una posible recesión, que llevaría a los bancos centrales a recortar tasas a finales de 2023.

En el caso de EE. UU, los títulos del tramo corto se han valorizado ante las expectativas de que la Fed finalice su ciclo de incrementos de tasa, lo que podría sugerir debilidad de esta economía. Por su parte, las tasas del tramo largo se han visto presionadas por las mayores expectativas de recesión.

En la región, la mayoría de los países presentaron mayores valorizaciones en el tramo largo que en el tramo corto de la curva, impulsadas por el entorno favorable para la renta fija a nivel global y una menor percepción de riesgo hacia economías emergentes. Como consecuencia de algunos factores idiosincráticos *i)* En México, se reavivaron los temores sobre la necesidad de mantener tasas altas por más tiempo para controlar la inflación, provocando desvalorizaciones en el tramo corto, *ii)* En Chile, las valorizaciones pudieron haber sido contenidas por la postura hawkish adoptada por su banco central, *iii)* En Brasil, los títulos del tramo largo presentaron desvalorizaciones ante la incertidumbre fiscal, y *iv)* En Perú, las valorizaciones pudieron haber sido contenidas por la revisión a negativa de la perspectiva de su calificación crediticia. (Gráfico 26, Gráfico 27 y Gráfico 28).

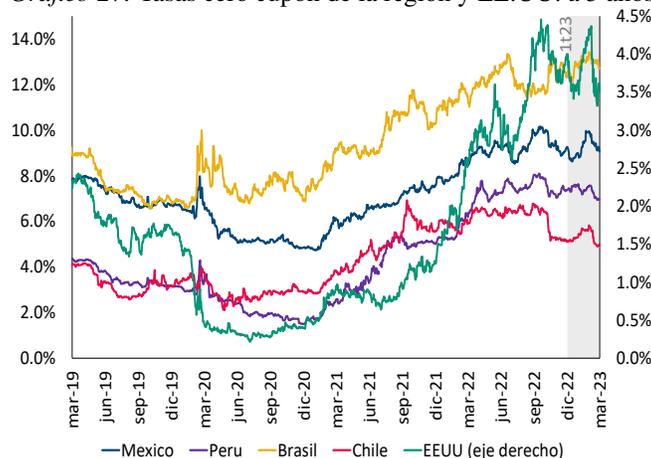
La deuda pública local ha revertido su tendencia de desvalorizaciones observada en 2022 tanto en las tasas cero cupón en los TES pesos como en aquellos denominados en UVR (Gráfico 29, Gráfico 30 y Gráfico 31). Los títulos de Colombia presentaron valorizaciones superiores a las de sus pares de la región en todos los tramos.

Gráfico 26: Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 1 año



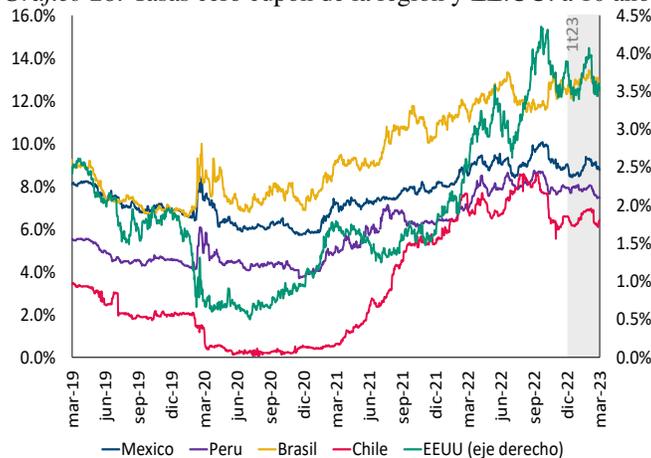
Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

Gráfico 27: Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 5 años



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

Gráfico 28: Tasas cero cupón de la región y EE.UU. a 10 años



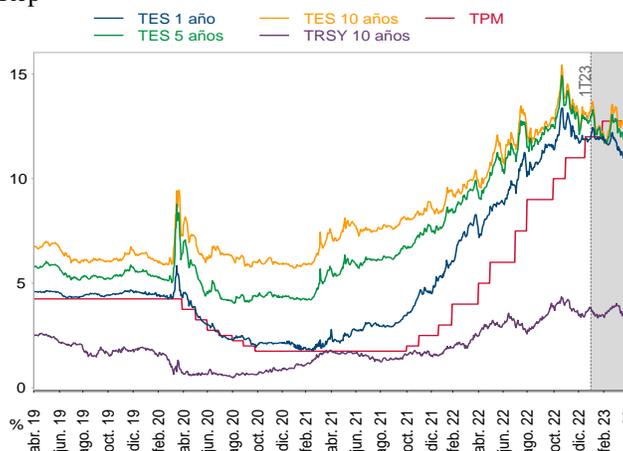
Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

En el tramo corto, estas valorizaciones estuvieron asociadas con las expectativas de que la inflación esté cerca a su pico y, por lo tanto, el BanRep tome una senda de política monetaria menos contractiva. Por su parte, el tramo medio y largo de la curva se vieron favorecidos por el entorno externo favorable, un mayor apetito por activos de riesgo a nivel internacional y una liquidez elevada en el mercado local que incrementó la demanda de agentes internos por TES<sup>24</sup>. Los TES denominados en UVR presentaron menores valorizaciones que los TES en pesos debido a las expectativas de inflación a la baja.

En línea con lo anterior, durante el 1T23 la inflación implícita (*Break-Even Inflation* - BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó para los plazos de 2, 5 y 10 años (Gráfico 32). De esta manera, al 31 de marzo de 2023 el BEI se ubicó en 7,56%, 6,78% y 6,95% para estos mismos plazos.

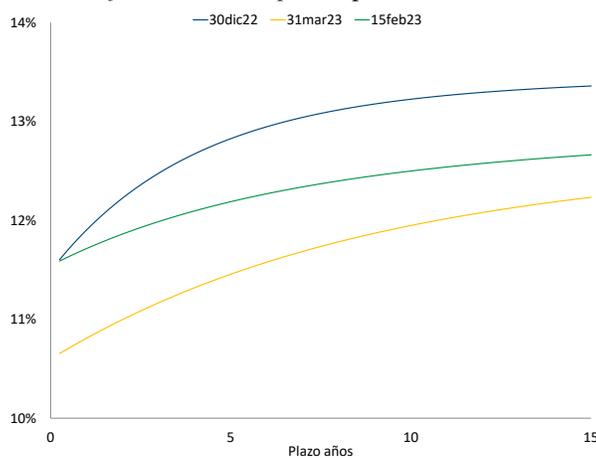
<sup>24</sup>En el 1T23 se presentaron vencimientos de TES por cerca de COP 17,0 b y pago de cupones de TES por COP 1,2 b.

Gráfico 29: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BanRep



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Nota: TRSY corresponde a los Tesoros a 10 años

Gráfico 30: Curva spot en pesos, Colombia

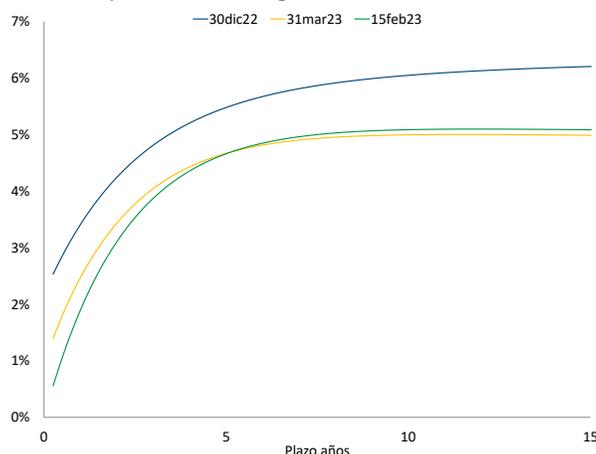


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Durante el 1T23 el mercado *spot* de TES presentó un mejor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T22. El promedio diario de negociación fue COP 4,0 b<sup>25</sup>, superior a lo observado en el trimestre anterior (COP 2,5 b), y mayor a lo observado en el mismo período del año 2022 (COP 3,5 b) (Gráfico 33). Los títulos más transados fueron los denominados en pesos que vencen en febrero del 2033, cuya participación alcanzó el 11% en el 1T23, seguidos de los denominados en pesos que vencen en mayo de 2042, cuya participación pasó de 7,5% a 10,7%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado.

<sup>25</sup>Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banco de la República) y Master Trader (Mercado Electrónico Colombiano, para títulos de renta fija en general, acciones, derivados y divisas, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia).

Gráfico 31: Curva spot en UVR, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 32: Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años



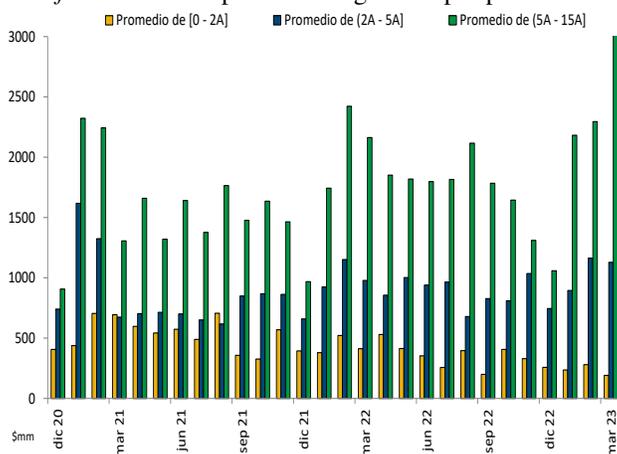
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

A pesar del comportamiento favorable de los TES, y en un ambiente de alta volatilidad en el mercado (Gráfico 34)<sup>26</sup>, los inversionistas extranjeros realizaron ventas significativas de títulos de deuda pública en moneda local. Estos agentes vendieron COP 1.530 mm en TES pesos y UVR en el mercado de contado en el 1T23<sup>27</sup>. Estas salidas estuvieron concentradas en días, referencias y agentes puntuales, y

<sup>26</sup>En el 1T23, la volatilidad condicional promedio, medida a través de modelos  $GARCH(1,1)$ , de las tasas cero cupón de los TES en pesos a 1, 5 y 10 años disminuyó con respecto al promedio del 4T22.

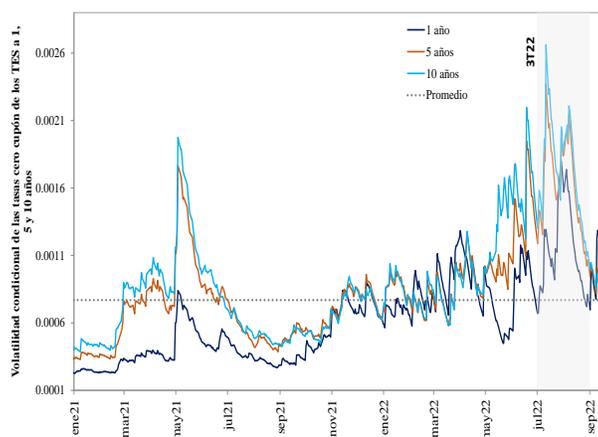
<sup>27</sup>Los extranjeros registraron compras netas por COP 540 mm de TES en pesos y ventas netas por COP 2.073 mm de TES UVR. En enero del 2023, estos inversionistas compraron TES pesos por COP 2.524 mm y vendieron TES UVR por COP 780 mm. En febrero, registraron ventas de TES pesos por COP 3.095 mm y de TES UVR por COP 662 mm. Finalmente, en marzo compraron TES pesos por COP 1.112 mm y vendieron TES UVR por COP 631 mm. En este periodo, incrementaron su posición compradora en contratos *Non-Delivery Forward (NDF)*. En Tes pesos, aumentaron su posición compradora en COP 1.885 mm, mientras que para TES UVR la disminuyeron en 485 mm. Un contrato *forward* es un instrumento financiero

Gráfico 33: Monto promedio negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Billones de pesos.

Gráfico 34: Volatilidad condicional tasas cero cupón de los TES en pesos



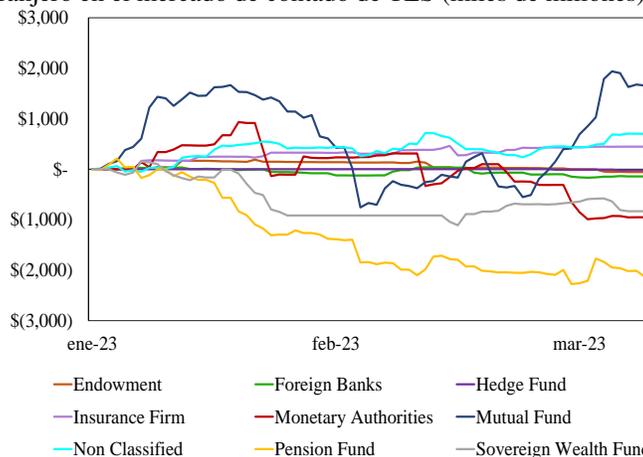
Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

se encuentran asociadas con los factores de riesgo local mencionados previamente (Ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Por tipo de agente extranjero, los fondos de pensiones internacionales han sido los principales vendedores durante 2023, seguidos de las autoridades monetarias, con ventas netas por COP 1.770 mm y COP 974 mm respectivamente <sup>28</sup> (Gráfico 35).

derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los *forward* con liquidación *Non Delivery (NDF)*, la liquidación se realiza por compensación, es decir, que a su vencimiento se compara el precio (o tasa) del mercado contra el precio (o tasa) pactado. En caso de que el primero sea más grande, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el nominal o viceversa. Este instrumento les permite a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo de TES pesos y UVR por COP 1.400 mm

<sup>28</sup>Con información al 31 de marzo, los fondos soberanos registraron ventas por COP 584 mm y los bancos extranjeros por COP 160 mm. Las compañías de seguros presentan compras por COP 446 mm, los no clasificados por COP 488 mm y los

Gráfico 35: Flujos acumulados en 2023 por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES (miles de millones)



Fuente: Banrep.

Como resultado de lo anterior, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 36,8% a 35,0%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 6,1% a 5,4% durante el 1T23. Sobre el saldo total de TES, su participación cayó de 26,2% a 25,2%. Así, pasaron a ubicarse como los segundos mayores tenedores de TES, por detrás de los fondos de pensiones locales.

En línea con las valorizaciones de los TES y el comportamiento de los Tesoros, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares se valorizaron a lo largo de la curva durante el 1T23. A su vez, en el Gráfico 36 se muestra la diferencia en el rendimiento de los Bonos Globales de Colombia y el de los Tesoros a 10 años. Allí se observa que en el 1T23 este *spread* aumentó 13 pb y se ha mantenido alrededor de 400 pb desde el 4T22<sup>29</sup>, indicando un costo de financiamiento alto para el Gobierno. De forma generalizada, se observa que los países de la región continúan afrontando un elevado costo de financiamiento.

Por su parte, el IMF en el primer capítulo del *World Economic Outlook* (WEO) señala como uno de los factores de riesgo para las economías emergentes y en desarrollo sus altos niveles de endeudamiento. Esto, sumado a una alta indexación a tasas variables, a moneda externa y a plazo de madurez corto, son factores que podrían restringir la capacidad de servicio de la deuda de estas economías. Como se observa

fondos mutuos por COP 1.030 mm. En cuanto a TES en pesos, las ventas se han concentrado en los fondos de pensiones (COP 1.682 mm). Las autoridades monetarias, los fondos soberanos, las compañías de seguros, los no clasificados y los fondos mutuos han presentado flujos netos en TES en pesos por COP -317 mm, COP 202 mm, COP 377 mm, COP 526 mm y COP 1.458 mm, en su orden. Las ventas en TES UVR se concentran en los fondos soberanos (COP 786 mm). Las autoridades monetarias, fondos mutuos, bancos extranjeros, fondos de pensiones y compañías de seguros presentaron flujos por COP -657 mm, COP -428 mm, COP -167 mm, COP -88 mm y COP 70 mm, respectivamente.

<sup>29</sup>Después de haber presentado una tendencia al alza entre 2021 y 2022, como resultado del aumento de la percepción de riesgo a Colombia y las presiones inflacionarias.

en el *Gráfico 37* y el *Gráfico 38*, estas variables para Colombia, si bien tienen una tendencia al alza<sup>30</sup>, están por debajo de los niveles del agregado de países emergentes y en desarrollo.

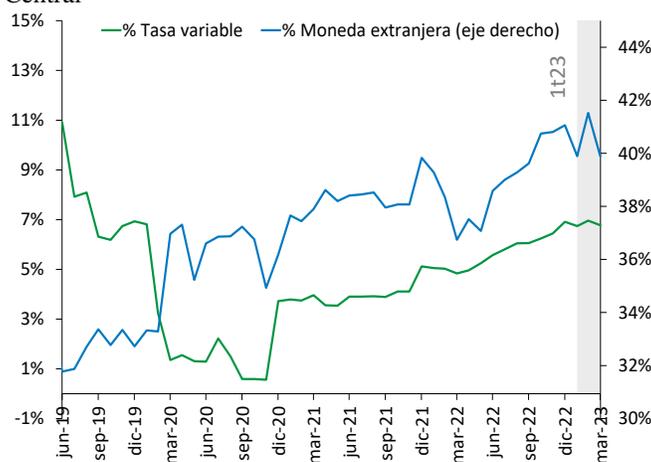
Pese a estas dinámicas, el Gobierno no ha visto afectada su capacidad de acceder al fondeo requerido<sup>31</sup>. No obstante, la exposición creciente de la deuda a fluctuaciones de mercado puede ocasionar incrementos adicionales en el costo de financiamiento del Gobierno vía mayores *spreads*. Este riesgo es mayor en los próximos 5 años, donde se observa una mayor concentración de vencimientos de deuda, debido a la necesidad de realizar operaciones para ampliar su plazo (*Gráfico 38*).

*Gráfico 36: Spread Tesoros - Bonos Globales 10 años*



**Fuente:** Bloomberg, Datalicence. **Nota:** la línea punteada corresponde a uno de los tres umbrales empleados por el IMF para caracterizar el nivel de estrés en el costo de fondeo de la deuda. Estos corresponden a 300 pb (moderadamente estresado), 700 pb (estresado) y 1000 pb (muy estresado)

*Gráfico 37: Composición por tipo de tasa y moneda de la deuda del Gobierno Nacional Central*

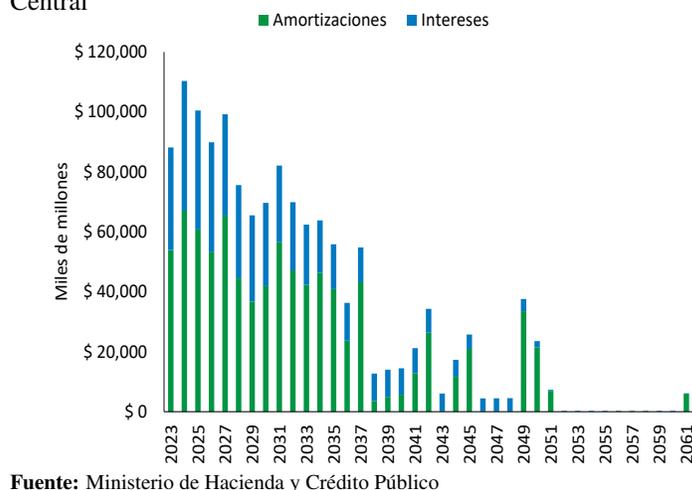


**Fuente:** Ministerio de Hacienda y Crédito Público

<sup>30</sup>Se encuentran en niveles de 41,5% y 7,0%, respectivamente.

<sup>31</sup>El Bid-to-Cover promedio de las subastas primarias de TES durante 2022 fue de 2,4 veces el monto originalmente subastado. En el 1T23 este indicador se ubicó en 2,2 veces

Gráfico 38: Perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno Nacional Central



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

### 5.4 Mercado de deuda privada

En el trimestre se evidenciaron mayores costos de fondeo a través de CDTs, lo cual se vio reflejado en un aumento del spread entre las tasas de estos títulos y los TES, que alcanzó niveles históricamente altos durante el trimestre<sup>32</sup>. No obstante, a finales del periodo el *spread* corrigió parcialmente a la baja. En el *Recuadro 1. Análisis del spread entre las tasas de los CDT y TES* se realiza un análisis que busca identificar los determinantes que explicaron la ampliación de este *spread* (Gráfico 39). En particular, se encuentran indicios de una posible relación entre el *spread* con factores tales como la tasa de política monetaria, las mayores expectativas de inflación, un alto crecimiento de la cartera acompañado de la entrada en vigencia del CFEN, y una mayor percepción de riesgo.

Adicionalmente, en el periodo se evidenció un aumento importante en los montos colocados en CDTs, los cuales alcanzaron un máximo desde que se cuenta con información (primer trimestre de 2015)<sup>33</sup>. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por mayores colocaciones de títulos de tasa fija y aquellos indexados a IBR, que tuvieron una participación de 56% y 36% sobre el total de colocaciones del trimestre, respectivamente. Por su parte, los títulos indexados a IPC perdieron relevancia con respecto a lo exhibido en los dos trimestres anteriores, aunque permanecen por encima del promedio histórico <sup>34</sup> (Gráfico 40).

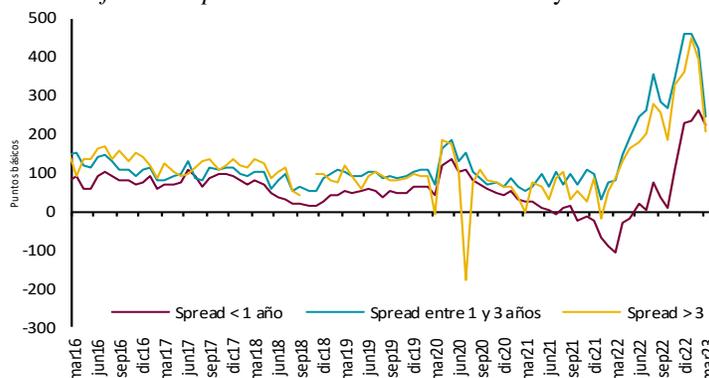
En contraste, el fondeo mediante la colocación de otros títulos de deuda ha venido perdiendo dinamismo

<sup>32</sup>Para este análisis se tienen en cuenta únicamente las tasas de emisión de CDTs tasa fija en COP depositados en Deceval y se tiene información desde 2015.

<sup>33</sup>Se tiene en cuenta únicamente los CDTs desmaterializados que se encuentran depositados en Deceval y cuentan con información de valoración en Precia.

<sup>34</sup>Para este análisis se tienen en cuenta únicamente los CDTs tasa fija en COP depositados en Deceval y se tiene información desde 2015

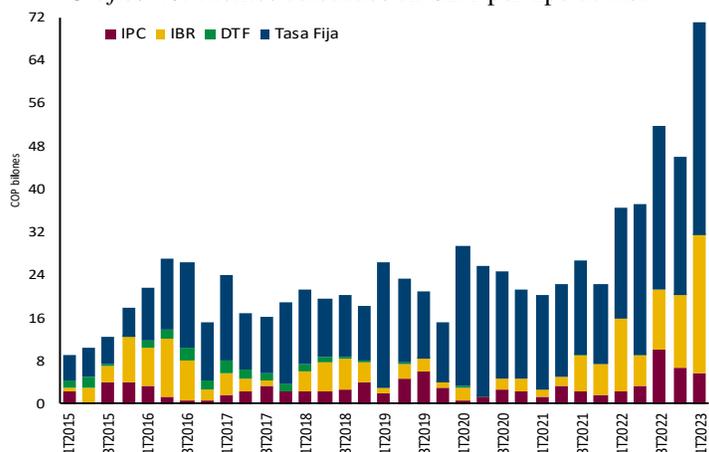
Gráfico 39: Spread entre las tasas de los CDT y los TES



Fuente: Deceval, Precia y Banrep. Cálculos: Banrep

Nota: Incluye solo títulos CDT de tasa fija. El spread se hace con respecto a las tasas cero cupon de la curva de TES de la siguiente manera: i) CDT TF menor a 1 años - TES COP cero cupón 0,5 años, ii) CDT 1 a 3 años - TES COP 1 año y iii) CDT TF mayor a 3 años - TES COP 3 años.

Gráfico 40: Montos colocados en CDT por tipo de tasa

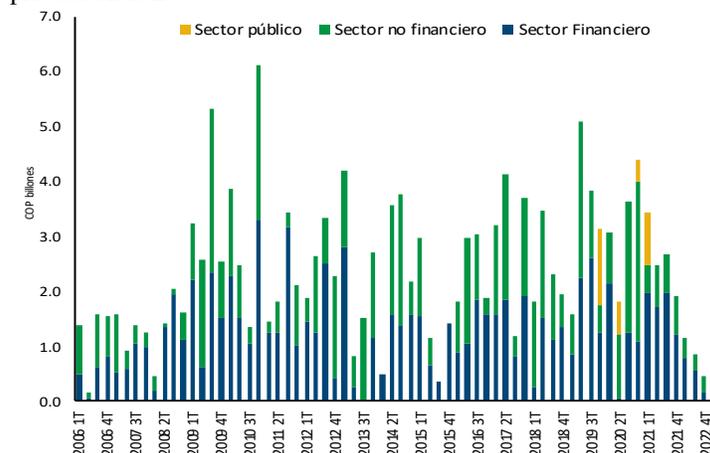


Fuente: Deceval y Precia.

y, en línea con esto, las colocaciones por medio de la BVC alcanzaron su nivel más bajo desde 2006 (1T23: COP 0,29 b)<sup>35</sup>. En el periodo las emisiones fueron realizadas principalmente por entidades del sector no financiero (79%) y en menor medida por entidades del sector financiero (21%) (Gráfico 41). Además, las emisiones indexadas a IPC fueron las más representativas (79%) y el resto se realizaron a tasa fija (21%). Finalmente, el apetito por estos títulos, medido a partir de la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) se ubicó en niveles similares al observado en 2022, ubicándose en 1,2 en el 1T23.

<sup>35</sup>Se tienen en cuenta Bonos corporativos, Papeles comerciales y titularizaciones

Gráfico 41: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada en la BVC



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 6 Mercado cambiario

### 6.1 Mercado cambiario global

El dólar estadounidense presentó correcciones durante el primer trimestre de 2023 desde niveles históricamente altos, y se debilitó frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados (de acuerdo con el DXY<sup>36</sup>, el dólar se debilitó 1,0%) y algunas monedas de emergentes. Esta dinámica reciente se explica principalmente por la expectativa de una política monetaria menos contractiva por parte de la Reserva Federal, la cual se acrecentó en marzo ante la aversión al riesgo causada por la turbulencia en el sector bancario estadounidense y europeo, lo que podría sugerir debilidad de estas economías (ver *Entorno internacional*) (Cuadro 2 y Gráfico 42).

La mayoría de las monedas de economías desarrolladas se apreciaron ante la debilidad del dólar. El euro y la libra esterlina se apreciaron 1,3% y 2,1%, respectivamente. Sin embargo, en marzo el euro presentó una alta volatilidad ante las preocupaciones por el posible impacto del deterioro financiero de *Credit Suisse* sobre la estabilidad del sector bancario europeo y las fuertes caídas en los precios de las acciones de otros bancos como *Deutsche Bank* y *Commerzbank*. Por su parte, la apreciación de la libra esterlina se vio soportada además por la publicación del dato de inflación de febrero del Reino Unido que sorprendió al alza.

<sup>36</sup>Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

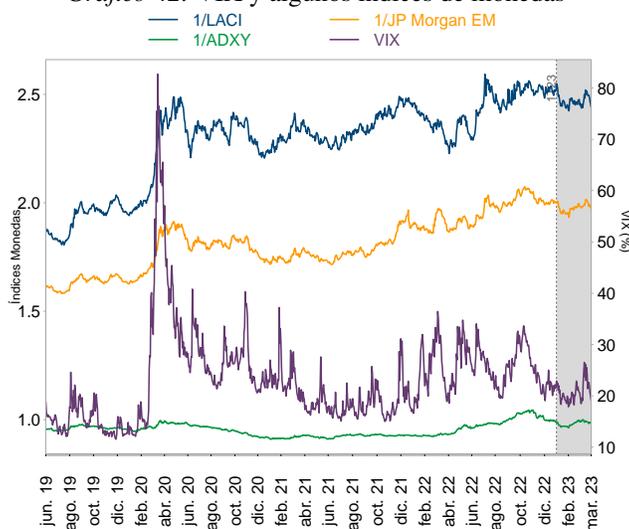
Cuadro 2: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	4T 2022	1T 2023	País	4T 2022	1T 2023
<b>Principales economías</b>			<b>Asia</b>		
Eurozona	-8,4%	-1,3%	Corea del Sur	-12,0%	3,3%
Gran Bretaña	-7,6%	-2,1%	India	1,7%	-0,7%
Australia	-6,1%	1,9%	Hong Kong	-0,6%	0,6%
Nueva Zelanda	-11,8%	1,5%	China	-3,1%	-0,4%
Canadá	-2,0%	-0,3%	Malasia	-5,0%	0,2%
Suecia	-6,0%	-0,2%	Tailandia	-8,6%	-1,3%
Suiza	-6,3%	-1,0%	Indonesia	2,3%	-3,7%
Japón	-9,4%	1,3%			
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros países</b>		
Colombia	4,8%	-3,4%	Islandia	-1,8%	-3,0%
Brasil	-2,4%	-4,1%	Rusia	23,4%	4,8%
México	-3,2%	-7,5%	Polonia	-11,7%	-1,3%
Argentina	20,2%	18,0%	Turquía	1,0%	2,5%
Perú	-4,4%	-1,1%	Israel	-1,4%	2,3%
Chile	-12,2%	-6,5%	Sudáfrica	-5,8%	4,5%

Fuente: Bloomberg, Datalicence.

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

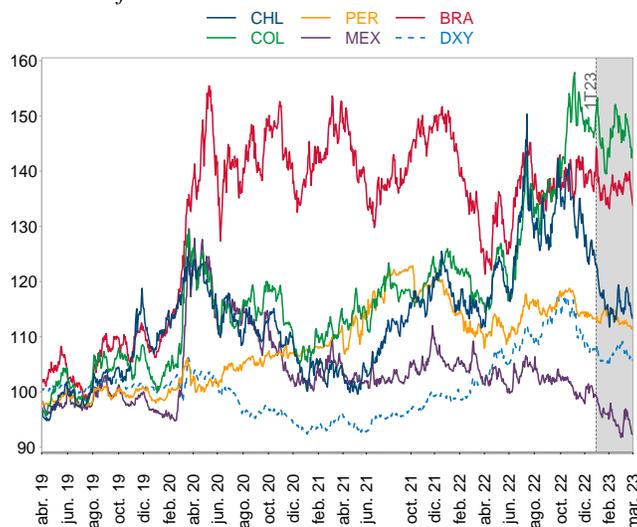
Gráfico 42: VIX y algunos índices de monedas



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Nota: Los índices ADXY, LACI y JP Morgan EM se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un incremento de las series 1/índice indica una depreciación de sus canastas de monedas.

Gráfico 43: Tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Base 100: 2 de enero de 2019.

En línea con lo anterior, la mayoría de las monedas de emergentes se fortalecieron, soportadas además por algunos factores idiosincráticos. En Latinoamérica se apreciaron la mayoría de monedas de análisis a excepción del peso argentino (*Gráfico 43*). A continuación, se presentan los principales factores idiosincráticos que pudieron incidir en el desempeño de las monedas de la región:

El peso mexicano presentó la mayor apreciación comparado con sus pares de la región. La moneda se fortaleció principalmente durante los dos primeros meses del año, y se ubicó cerca de su nivel más fuerte frente al dólar desde febrero de 2020. El peso estuvo impulsado por un repunte de la inflación local de diciembre y enero que reforzó las expectativas de que el Banco de México (Banxico) continuaría con su ciclo de incremento de tasas, lo cual se evidenció en la decisión del Banxico de febrero, el cual sorprendió al mercado al elevar su TPM en 50 pb (25 pb más de lo esperado).

El fortalecimiento del peso chileno estuvo soportado por el incremento del precio del cobre (su principal producto de exportación), la publicación del dato de actividad económica de enero que se ubicó por encima de lo esperado<sup>37</sup> y las ventas de dólares por parte del Ministerio de Hacienda<sup>38</sup>.

Por su parte, el real brasileño estuvo favorecido por mensajes favorables de algunos miembros del Gobierno en el frente fiscal, pero se vio contenido por las críticas del presidente Lula a los elevados tipos de interés que mantiene el Banco Central de Brasil (BCB).

<sup>37</sup>El 1 de marzo se publicó el Índice Mensual de Actividad Económica (Imacec), el cual creció en enero en términos anuales 0,4%, por encima de la expectativa del mercado (-0,1%).

<sup>38</sup>El 31 de enero de 2023, el Ministerio de Hacienda anunció que durante febrero de 2023 vendería dólares por hasta USD 2.000 millones (m), con un máximo diario de USD 150 m para cubrir necesidades presupuestarias. El 6 de marzo este ministerio informó que para el periodo de marzo a junio de 2023 estiman ventas de dólares por hasta USD 1.000 m mensuales con un máximo diario de hasta USD 100 m. Al 31 de marzo vendió un total de USD 3.486 m.

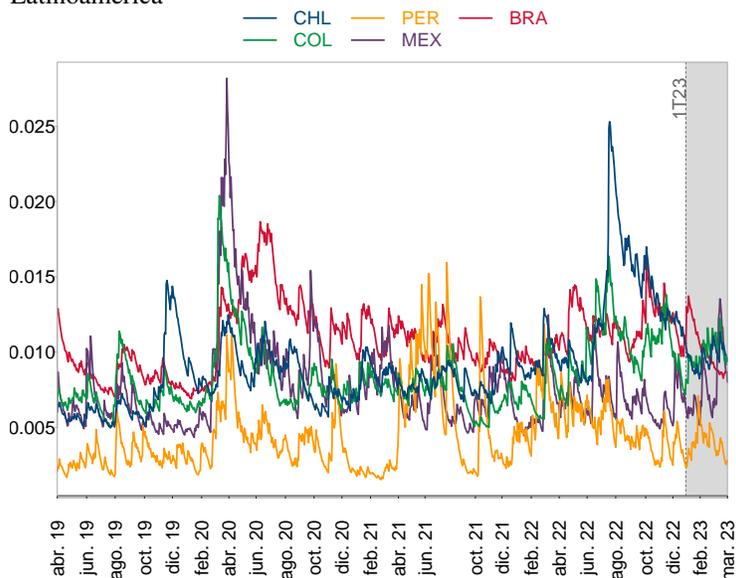
Finalmente, el sol peruano también se vio soportado marginalmente por el incremento del precio del cobre y ante la menor incertidumbre política en marzo, dada la disolución de las protestas en el país y la reanudación del transporte de cobre.

Con respecto al promedio registrado en el 4T22, en el 1T23 la volatilidad condicional promedio disminuyó para la mayoría de las monedas de la región, a excepción del peso mexicano y el sol peruano. Durante el trimestre, el peso colombiano presentó en promedio la mayor volatilidad, seguido por el peso chileno, el real brasileño, el peso mexicano y el sol peruano (*Gráfico 44*).

Si bien los bancos centrales de las principales economías de Latinoamérica analizadas cuentan con un esquema de inflación objetivo y de política cambiaria flexible, estos realizan ocasionalmente operaciones de intervención en el mercado cambiario con el fin de cumplir con sus objetivos de política. De acuerdo con esto, en el trimestre los Bancos Centrales de Chile, Perú, Brasil y México realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos, continuando con el comportamiento que venían presentando en los últimos trimestres de 2022. En Brasil, el BCB tuvo una posición compradora a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 796 m y recogió liquidez en dólares a través de *FX-Repós* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por USD 8.500 m (*Cuadro 3*).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 1 m y a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 32 m (*Cuadro 4*).

*Gráfico 44:* Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: DOAM

Cuadro 3: Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras netas de contado (A)*</i>	<i>FX-Repos y CCS (B)*</i>	<i>Repos con títulos denominados en dólares (C)**</i>	<i>Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+D)*****</i>
2022	-571	-11.500	0	-18.545	-19.116
Enero	0	500	0	236	236
Febrero	0	2.500	0	-715	-715
Marzo	0	5.500	0	1.275	1.275
<b>1T23</b>	<b>0</b>	<b>8.500</b>	<b>0</b>	<b>796</b>	<b>796</b>

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

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

\* Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tienen un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.

\*\*Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales.

\*\*\*Denominados por el BCB como FX-interest rate swaps o FX swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

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

Por su parte, el Banco Central de Chile (BCCh) continuó con la renovación de los vencimientos de *Non Delivery Forward* (NDF)<sup>39</sup> (Cuadro 5). Asimismo, el Banxico continuó con las renovaciones del saldo vigente de su programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*)<sup>40</sup>, mientras que el Banco de la República no realizó operaciones de intervención en el mercado cambiario.

Cuadro 4: Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras netas de contado (A)</i>	<i>Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*</i>	<i>CDR's (C)</i>	<i>CDL's (D)**</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)</i>
2022	-1.236	-239	341	0	-1.134
Enero	-1	-199	0	0	-200
Febrero	0	15	0	0	15
Marzo	0	152	0	0	152
<b>1T23</b>	<b>-1</b>	<b>-32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-33</b>

**Fuente:** Páginas web del BCRP. Cifras en USD m. Se tienen en cuenta los vencimientos y las renovaciones.

\*Denominados por el BCRP como Swaps Cambiario de Venta (o de Compra). No afecta el nivel de reservas internacionales.

\*\*Tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

<sup>39</sup>El saldo de operaciones NDF al 31 de marzo de 2023 es de USD 9.110 m

<sup>40</sup>Cuando inició el programa en 2017, el Banxico anunció que renovarían la totalidad de los vencimientos de estas operaciones hasta que la Comisión de Cambios lo considere pertinente. Desde este momento el Banxico ha adjudicado un total de USD 7.491 m en las subastas de inicio de coberturas cambiarias.

Cuadro 5: Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)

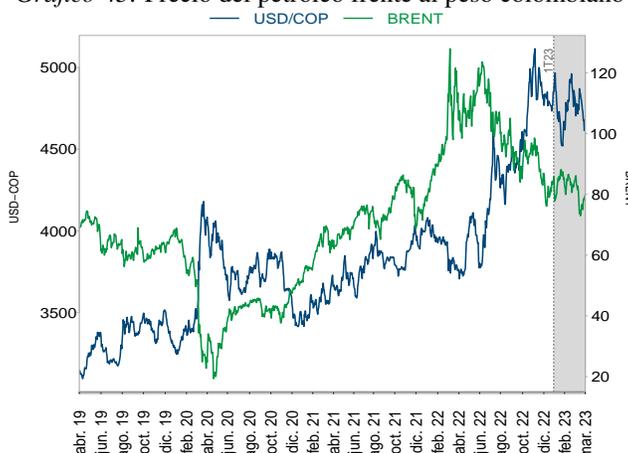
	<i>Compras netas de contado (A)</i>	<i>FX (B)*</i>	<i>Repos</i>	<i>Venta Forward NDF (C)</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+C)</i>
2022	-6.150		0	-9.110	-15.260
Enero	0		0	0	0
Febrero	0		0	0	0
Marzo	0		0	-70	-70
<b>1T23</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

**Fuente:** Páginas web del BCCh. Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.  
 \*El BCCh se refiere a este instrumento como compras swap de divisas. Altera temporalmente el nivel de reservas.

## 6.2 Mercado cambiario colombiano

El peso colombiano se apreció en línea con sus pares, volviendo a niveles observados a inicios de octubre de 2022, mes en el que presentó una fuerte depreciación. No obstante, persiste la debilidad de esta moneda al comparar su dinámica con la de sus pares de la región desde el inicio de la pandemia. Durante el trimestre, el peso se apreció 3,4%<sup>41</sup> soportado por el contexto externo y algunos factores locales como la oferta de dólares de agentes extranjeros durante enero y la mayor oferta de divisas en marzo por el pago de la segunda cuota del impuesto de renta de grandes contribuyentes. No obstante, la moneda presentó una alta volatilidad ante la persistencia de algunos factores de incertidumbre a nivel local dadas las posibles implicaciones sobre los mercados financieros de las reformas de salud, pensiones y laboral presentadas al Congreso por parte del Gobierno (*Gráfico 45*).

Gráfico 45: Precio del petróleo frente al peso colombiano



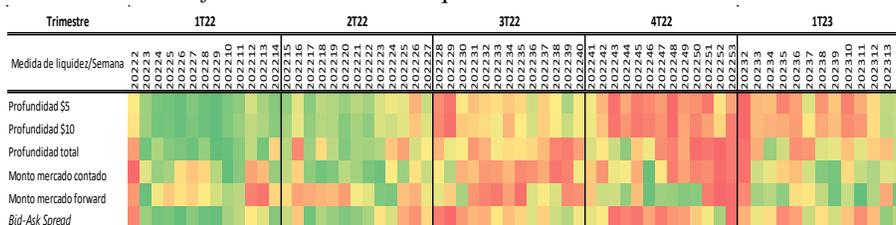
**Fuente:** Bloomberg, Datalicense y Set-FX. El precio del petróleo esta en el eje derecho invertido.

El comportamiento de la tasa de cambio en el trimestre de se dio en un entorno de mejor liquidez en

<sup>41</sup>Esta variación se calcula teniendo en cuenta la tasa promedio de SET-FX. Si se tiene en cuenta la tasa de cierre en dicho sistema, el peso colombiano presenta una apreciación de 4,0%.

el mercado cambiario local frente a los niveles observados en los últimos trimestres de 2022. Dicha mejora fue más pronunciada en la segunda mitad de marzo, en un contexto de menor volatilidad del peso colombiano. En línea con lo anterior, la medida de liquidez *Bid Ask Spread* (BAS)<sup>42</sup> disminuyó en el periodo, mientras que los indicadores de profundidad a \$5, \$10 y total<sup>43</sup> aumentaron<sup>44</sup>. Asimismo, el monto promedio diario negociado en los mercados de contado (USD 1.635 m)<sup>45</sup> y *forward* (USD 3.561 m) peso-dólar aumentó con respecto al evidenciado en el segundo semestre de 2022 (2S22)<sup>46</sup> y este último alcanzó un máximo histórico (*Gráfico 46*).

**Gráfico 46:** Medidas de liquidez del mercado cambiario



**Fuente:** Bloomberg, Banrep. Cálculos: Banrep.

Nota: Cada cuadro corresponde al percentil del promedio semanal de la medida de liquidez, teniendo en cuenta la ventana de tiempo desde enero de 2022 a marzo de 2023. Una celda roja (verde) indica un menor (mayor) nivel de liquidez. Además, el monto negociado en el mercado de contado que se toma tiene en cuenta negociaciones entre IMC y entre IMC y sus clientes.

Por su parte, en el periodo las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) (USD 46,1 mm) aumentaron y alcanzaron un máximo histórico. Además, se observó un aumento en el volumen de negociación de la mayoría derivados estandarizados sobre tasa de cambio frente a lo observado en el 2S22<sup>47</sup> (*Gráfico 47*).

Adicionalmente, no se evidenciaron distorsiones en el normal funcionamiento del mercado de coberturas cambiarias, en tanto, la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a

<sup>42</sup>El BAS se calcula como el promedio de la diferencia entre la mejor punta de compra y la mejor punta de venta en la sesión spot de Set-FX para cada segundo entre las 8:30 am y la 1:00 pm, de cada día, dividido por la tasa promedio de Set-FX del día.

<sup>43</sup>Las medidas de profundidad corresponden al promedio de la sumatoria de los montos de las cotizaciones de compra y la sumatoria del monto de las cotizaciones de venta del peso-dólar, que se ubican en un rango de -/+ \$5, -/+ \$10 y el total de la mejor punta de compra/mejor punta de venta, según corresponda. La información se extrae de la sesión spot de Set-FX cada 5 minutos entre las 8:30 a. m. y la 1:00 p.m.

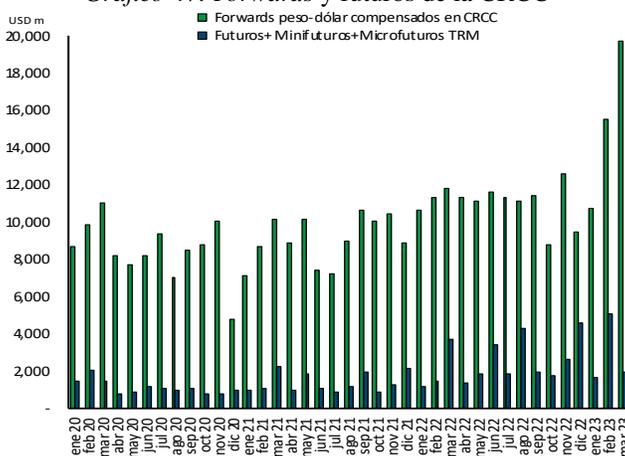
<sup>44</sup>En el 1T23 el BAS se ubicó en promedio en 0,063%, mientras que las medidas de profundidad a \$5, \$10 y total se ubicaron en USD 5,1 m, USD 9,9 m y USD 43,2 m, respectivamente. En el tercer trimestre de 2022 el BAS se ubicó en promedio en 0,066%, mientras que las medidas de profundidad a \$5, \$10 y total se ubicaron en promedio en USD 5,7 m, USD 10,9 m y USD 42,4 m, respectivamente. En el cuarto trimestre de 2022 el BAS se ubicó en promedio en 0,071%, mientras que las medidas de profundidad a \$5, \$10 y total se ubicaron en USD 5,7 m, USD 10,9 m y USD 42,4 m, respectivamente.

<sup>45</sup>Incluye las operaciones entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes.

<sup>46</sup>El monto promedio del mercado de contado en el 2S22 fue de USD 1.424 m, mientras que el monto promedio del mercado *forward* fue de USD 2.996 m

<sup>47</sup>En total se negociaron 170.371 contratos de futuros de TRM por un monto total de USD 8.519 m (USD 8.300 m en el 2S22), se negociaron 11.489 contratos de mini futuros de TRM, por un monto total de USD 57,4 m (USD 142,9 m en el 2S22) y se negociaron 57 contratos de opciones de TRM (35 contratos en el 2S22). Adicionalmente, del micro contrato de futuro sobre tasa de cambio (TRX) se negociaron 53.200 unidades, que equivale a USD 53,2 m

Gráfico 47: *Forwards y futuros de la CRCC*



Fuente: CRCC. Cálculos: Banrep.

un mes y la devaluación teórica<sup>48</sup> no presentó cambios significativos durante el trimestre y continuó en niveles cercanos a cero (promedio 1T23: -0,01%) (Gráfico 48).

Finalmente, durante la mayor parte del 1T23 los inversionistas extranjeros presentaron una posición compradora neta en el mercado *forward* peso-dólar contra los IMC, lo cual resultó en un aumento de su saldo<sup>49</sup>, presionando la tasa de cambio al alza. Sin embargo, en las últimas jornadas del periodo este comportamiento se revirtió y a su vez, la tasa de cambio se apreció. Adicionalmente, en el trimestre los fondos de pensiones y cesantías presentaron una posición compradora, por lo cual su saldo de venta<sup>50</sup> disminuyó (Gráfico 49).

<sup>48</sup>Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días. El *spread* corresponde a la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* y la devaluación teórica. La devaluación teórica se calcula utilizando las tasas SOFR ( $i^*$ ) e IBR ( $i$ ) a un mes efectiva anual

$$\left[ \frac{1+i}{1+i^*} \right] - 1 \tag{1}$$

El cálculo de la devaluación implícita se realiza como:

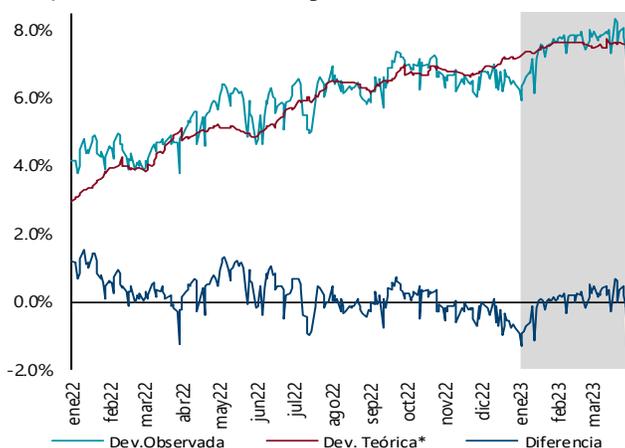
$$\left[ \frac{\text{tasa pactada}}{\text{tasa contado}} \right]^{\frac{365}{\text{plazo}}} - 1 \tag{2}$$

de las operaciones *forward* peso-dólar a un mes reportadas por los intermediarios del mercado cambiario a los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas y recibidas por el Banco de la República.

<sup>49</sup>El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* realizadas entre extranjeros con IMC y con Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC).

<sup>50</sup>El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones y *swap* peso-dólar realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

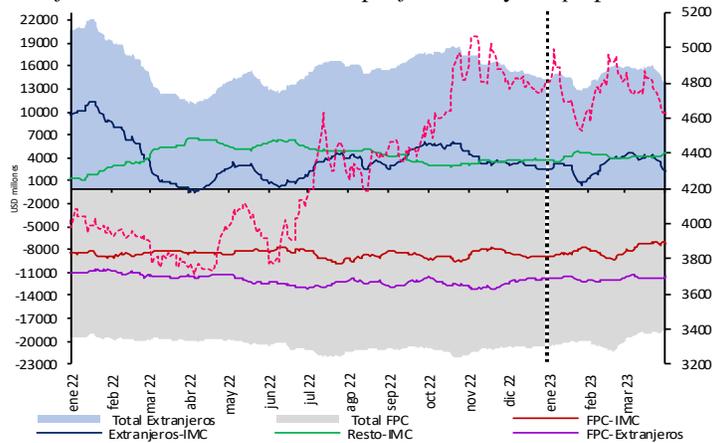
Gráfico 48: Devaluación Implícita (Observada – Teórica\*)



Fuente: Bloomberg, Datalicense y Banrep, cálculos DOAM.

\*Devaluación teórica se calcula utilizando la SOFR y el IBR a 1 mes.

Gráfico 49: Saldos netos de compra forwards y swaps peso-dólar



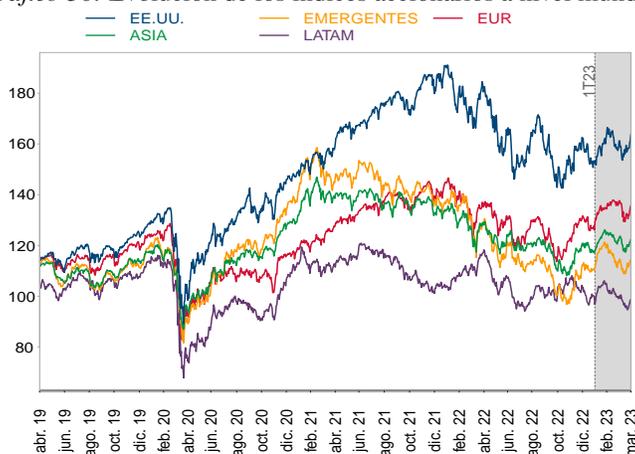
Fuente: Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas. Cálculos: DOAM.

## 7 Mercado accionario

En línea con las expectativas de una política monetaria menos contractiva, los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría un comportamiento positivo durante el primer trimestre del 2023, siguiendo el buen desempeño presentado el trimestre anterior y tras haber presentado fuertes desvalorizaciones durante la mayor parte de 2022. Así, durante el trimestre, el mercado estadounidense presentó las mayores valorizaciones (8,1%), seguido por los mercados europeos y asiáticos que tuvieron valorizaciones de 7,8% y 4,6%, respectivamente, mientras que Latinoamérica tuvo una desvalorización

de 2,1% frente al trimestre anterior (*Gráfico 50*)<sup>51</sup>.

*Gráfico 50: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial*



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Base 100: 2 de enero de 2019

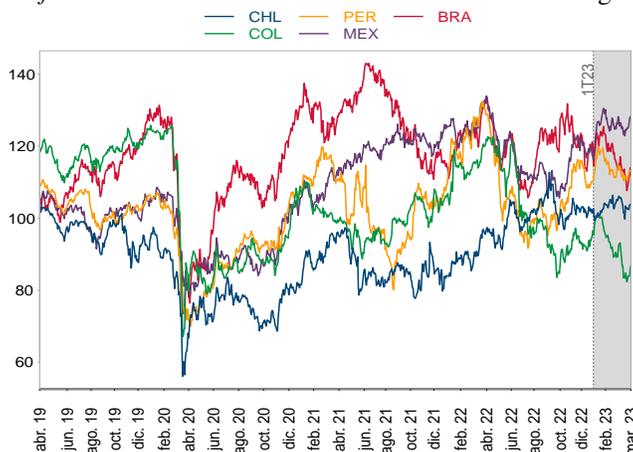
Durante el trimestre las valorizaciones de los índices bursátiles de EE.UU y de Europa estuvieron soportadas principalmente por expectativas de una política monetaria menos contractiva por parte de los bancos centrales (ver *Entorno internacional*). Adicional a esto, en enero los mercados estuvieron soportados por la publicación de resultados corporativos favorables en EE. UU. de los sectores tecnológico y financiero<sup>52</sup> y del sector automovilístico en Europa. En la primera mitad de marzo las acciones del sector financiero presentaron caídas importantes ante el nerviosismo que se generó tras la quiebra del *Silicon Valley Bank*, el *Signature Bank* y las preocupaciones subsecuentes sobre *Credit Suisse*. Sin embargo, las medidas adoptadas por los distintos bancos centrales para dar apoyo y liquidez al sistema financiero (ver *Entorno internacional*), y la adquisición de *Credit Suisse* por parte de *UBS* reactivaron la confianza de los inversionistas y llevaron a los mercados a cerrar el trimestre con valorizaciones (*Gráfico 50*).

En Latinoamérica los principales índices accionarios presentaron comportamientos dispares. Los mercados bursátiles de México, Perú y Chile presentaron valorizaciones de 11%, 2,7% y 1,2%, respectivamente, mientras que los mercados de Brasil y Colombia presentaron una caída de 7,2% y 10%, respectivamente (*Gráfico 51*).

<sup>51</sup> Al 30 de diciembre de 2022, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio de los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *Nasdaq Composite* que registraron variaciones de 7,0%, 0,4% y 16,8%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 30 de septiembre de 2022, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

<sup>52</sup> Se destaca la publicación de resultados corporativos positivos por parte de entidades financieras como *JP Morgan* y *Bank of America*, y por parte de empresas tecnológicas como *Alphabet*, *Netflix* y *Tesla*.

Gráfico 51: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Base 100: 2 de enero de 2019

La valorización del índice de México se dio principalmente en enero<sup>53</sup>, ante el mayor apetito hacia activos riesgosos, el aumento del precio de metales industriales y preciosos y la publicación de resultados corporativos positivos por parte de algunas empresas mexicanas (ver *Entorno internacional*). Lo anterior soportó en particular la valorización de las acciones de empresas pertenecientes al sector de consumo básico, materiales e industrial, las cuales impulsaron el índice y tienen una participación de más del 60% dentro del mismo (Gráfico 52).

El índice de Perú se vio favorecido por el aumento de las acciones pertenecientes al sector de servicios públicos. No obstante, las valorizaciones estuvieron contenidas por algunos factores idiosincráticos, como la interrupción del transporte de cobre desde algunas minas principales, además de la revisión de calificación de estable a negativa por parte de *Moody's*. Por su parte, la valorización del índice *S&P/CLX IPSA* de Chile estuvo contenida por el desempeño de las acciones de empresas pertenecientes al sector de materiales que tienen una participación cercana al 23% del índice, en particular, la acción de *SQM* tuvo un bajo desempeño ante la caída de los precios del Litio (Gráfico 52).

El comportamiento negativo del índice de Brasil se dio en medio de preocupaciones en el frente fiscal y ante la caída de las acciones de los sectores de financiero, energía y de salud, los cuales en conjunto ponderan cerca del 44% dentro índice (Gráfico 52).

Finalmente, a nivel local, el mercado presentó un desempeño desfavorable frente a los pares de la región, influenciado por una mayor percepción de riesgo local (ver *Percepción de riesgo a nivel local*) y la caída de las acciones del sector financiero que representan cerca del 40% del índice. Lo anterior se dio en un entorno de baja liquidez, que se deterioró en el periodo (COP 65 mm) con respecto a la observada el trimestre anterior (COP 84 mm) (Gráfico 53).

<sup>53</sup>En enero el índice alcanzó su nivel más alto desde abril de 2022, momento en el que el índice había marcado un máximo histórico.

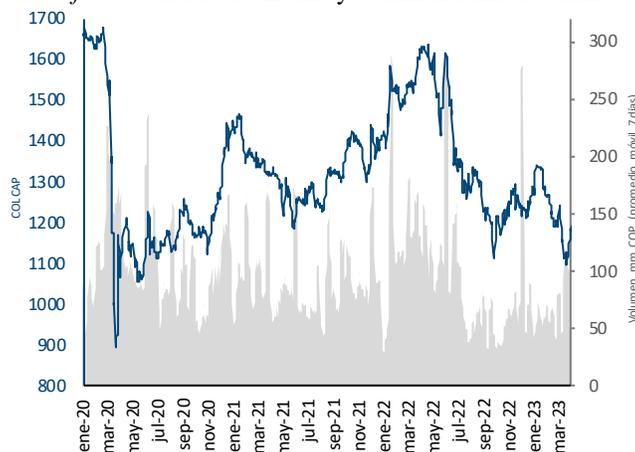
Gráfico 52: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (1T23)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-4.0	1.1	7.0		5.6
Consumo discrecional	-14.6	7.8	16.3		-4.7
Consumo básico	-9.9	8.6	7.4	5.0	12.4
Energía	-10.4		-11.4		3.7
Financiero	-8.0	6.4	1.2	-0.8	-6.9
Salud	-27.3	-14.5			
Industrial	10.9	18.8	10.1	-12.0	
Tecnología de la información	-14.9		29.6		
Materiales	-6.0	16.9	-6.0	-0.8	-5.1
Industria inmobiliaria	6.8	21.8	-0.4		
Servicios públicos	-5.9		11.9	34.5	-10.1

Fuente: Bloomberg.

Los sectores corresponden a la casificación GICS y el comportamiento de cada uno está calculado como la variación promedio de las acciones que constituyen cada sector, los valores están en porcentaje.

Gráfico 53: MSCI COLCAP y volumen transado diario



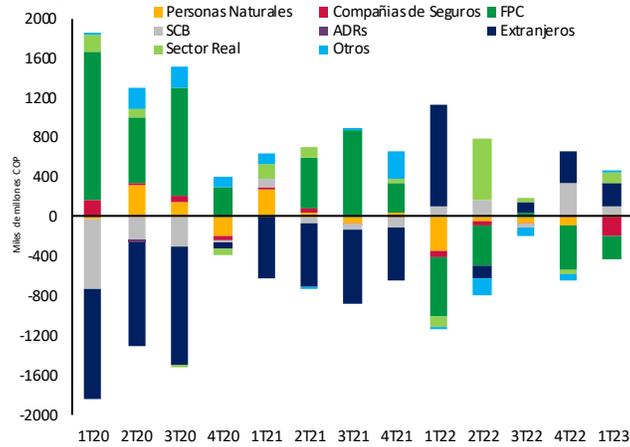
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

En adición a lo anterior, al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el trimestre los mayores vendedores netos fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías (COP 246 mm), continuando con la posición que presentaron el trimestre anterior; seguidos de las compañías de seguros (COP 190 mm), que presentaron las mayores salidas desde que se tienen información (octubre de 2010). En contraste, los inversionistas extranjeros fueron los mayores compradores netos en el mercado (COP 240 mm), manteniendo la posición que han venido presentando desde el tercer trimestre de 2022 (Gráfico 54).

Por otra parte, la volatilidad condicional<sup>54</sup> promedio de los índices bursátiles de los países de la región analizados disminuyó durante el 1T23, con respecto a la observada en el 4T22. Sin embargo, tras el colapso del *Silicon Valley Bank* la volatilidad del mercado colombiano presentó un aumento temporal

<sup>54</sup>Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

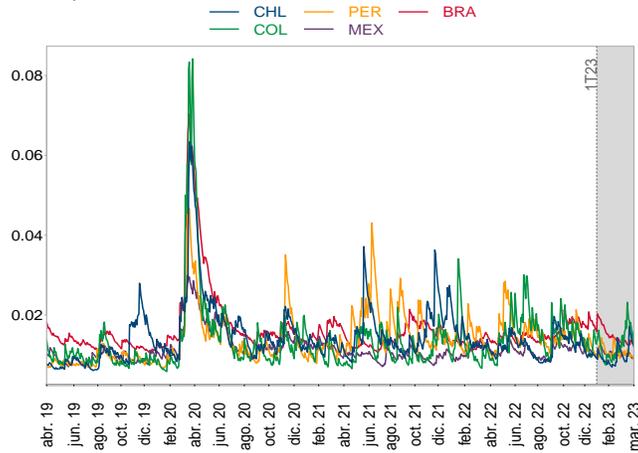
Gráfico 54: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en COP mm. No incluye los flujos provenientes de Ofertas Públicas de adquisición

importante, dada la alta relevancia del sector financiero dentro del índice *MSCI COLCAP* (Gráfico 55).

Gráfico 55: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

## 8 Recuadro 1. Análisis del spread entre las tasas de los CDT y TES

Laura Viviana León Díaz  
Julián Camilo Mateus Gamboa  
Camilo Andrés Orozco Vanegas<sup>55</sup>

### Introducción

Las tasas de los certificados de depósito a término (CDT) tienden a presentar un comportamiento similar al de las tasas de los TES, las cuales, dependiendo del plazo, pueden estar explicadas por factores como las expectativas de política monetaria, inflación y crecimiento económico, así como la percepción de riesgo por parte de los inversionistas a nivel local y global, entre otras. Sin embargo, las tasas de los CDT suelen ser superiores a las de los TES, lo que se puede atribuir a un mayor riesgo de emisor por parte de las entidades financieras frente al del Gobierno, un mayor riesgo de liquidez dada la menor liquidez relativa del mercado secundario de CDT frente al de TES, el poder de mercado que pueden tener ciertas instituciones financieras como las fiduciarias y los fondos de pensiones, y ante necesidades puntuales de liquidez por parte de las entidades financieras emisoras de CDT<sup>56</sup>.

No obstante, en ciertos periodos se ha evidenciado un mayor spread entre ambas tasas<sup>57</sup> (Gráfico 56). Por ejemplo, desde el comienzo de la pandemia y hasta finales de 2021 se observó una fuerte disminución de este spread, el cual se tornó negativo, ante la mayor reducción de las tasas de los CDT frente a las de los TES. Esto se presentó en un contexto de amplia liquidez en el mercado ante las medidas implementadas por el Banco de la República y el Gobierno Nacional para enfrentar la crisis del COVID-19, y de reducción del crecimiento de la cartera. Desde entonces, se ha evidenciado una reversión de esta tendencia, donde las tasas de los CDT han crecido más rápidamente que las tasas de los TES, efecto que se incrementa con el plazo de los activos. El Gráfico 57 muestra: i) el diferencial entre el spread para plazos superiores a 360 días y el spread para plazos inferiores a 180 días; y ii) el diferencial entre el spread para plazos entre 180 y 360 días, y el spread para plazos inferiores a 180 días. Ambos diferenciales han alcanzado recientemente niveles históricamente altos.

El presente documento busca identificar los determinantes detrás del comportamiento de este diferencial y, particularmente, identificar factores que se relacionen con el incremento que se vio durante el 2022 y está dividido en cinco secciones incluyendo esta introducción. En la segunda se

<sup>55</sup>Los autores son profesionales del Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no representan las del Banco de la República ni las de los miembros de su Junta Directiva.

<sup>56</sup>Para los plazos superiores a 360 días, el spread se ha ubicado en terreno negativo durante la mayor parte de la última década. Esto puede deberse en parte al descalce entre el plazo promedio de los CDT al momento de su emisión, y el plazo del TES con el que se estima este spread (cinco años). Aunque las emisiones de CDT pueden ser hasta de 30 años, hay una mayor probabilidad de que esto suceda cuando el plazo promedio de emisión sea inferior a cinco años.

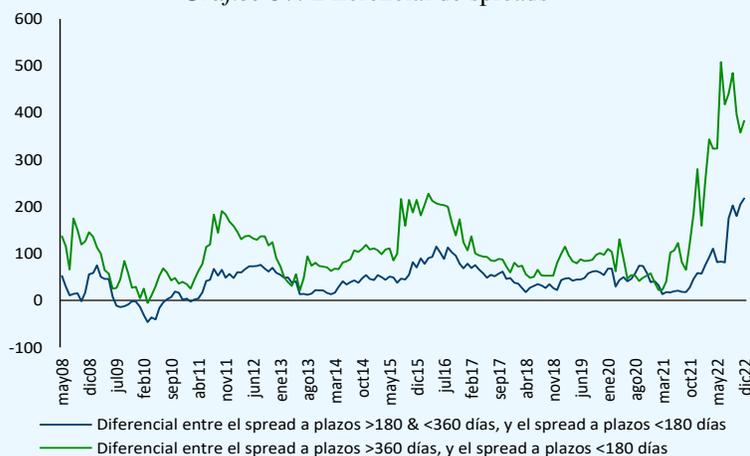
<sup>57</sup>Para el análisis que se presenta en este documento, se toman las tasas primarias expresadas en término efectivo anual de todos los CDT, según lo reportado por las entidades financieras emisoras de estos títulos en el Formato 441 de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). La información se presenta a diciembre de 2022.

Gráfico 56: Spread entre las tasas de los CDT y los TES



Fuente: SFC. Cálculos: Banrep. Información a diciembre de 2022.

Gráfico 57: Diferencial de spreads



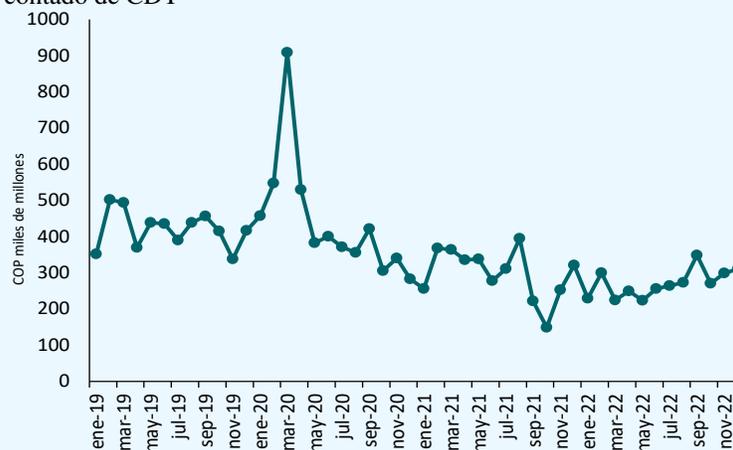
Fuente: SFC. Cálculos: Banrep. Información a diciembre de 2022.

presenta una caracterización del mercado de CDT. En la tercera se exponen y analizan los comentarios del mercado frente a la evolución reciente de este diferencial. En la cuarta se presenta un ejercicio empírico con el fin de identificar las posibles variables determinantes de este diferencial. Finalmente, la última sección presenta las principales conclusiones de este documento.

## Caracterización del mercado de CDT<sup>58</sup>

En Colombia, el mercado de CDT tiene una relevancia importante en el mercado local al canalizar un monto importante de ahorros en inversión<sup>59</sup>. Actualmente el saldo de estos títulos suma COP 226,2 b<sup>60</sup> y el monto promedio diario negociado en el mercado secundario se ubicó en COP 271 mm durante 2022 (Gráfico 58). Si bien el tamaño de este mercado no dista mucho del de TES (saldo de COP 298 b), la liquidez de estos en el mercado secundario difiere de manera significativa (en 2022, en promedio, se negociaron diariamente TES por COP 2 b).

Gráfico 58: Monto promedio diario negociado del mercado de contado de CDT



Fuente: Deceval. Cálculos: Banrep. Información a diciembre de 2022.

Nota: Corresponde a las operaciones de contado. Información en valor nominal en miles de millones de pesos.

Los CDT son colocados por diversas entidades del sector financiero y, por tanto, el riesgo de emisor puede ser superior al del soberano, razón por la cual se esperaría que paguen mayores tasas que las de los TES. Las colocaciones de CDT están concentradas principalmente en cinco emisores, los cuales representan más del 50% del total de CDT depositados en Deceval<sup>61</sup>.

La mayoría de las emisiones de CDT son a tasa fija y con un plazo menor a un año (Gráfico 40). En cuanto al plazo, en los últimos tres años la mayoría de las colocaciones han estado concentradas en un plazo inferior a 1 año (56%), y entre 1 y 3 años (37%, Gráfico 59)<sup>62</sup>.

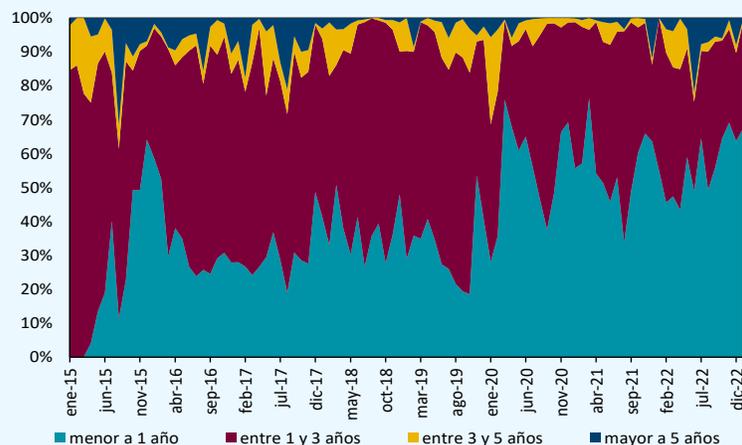
Por último, los principales tenedores de CDT son las fiduciarias en portafolios a nombre de

<sup>58</sup>Esta sección se construyó con base en la información de CDTs depositados en Deceval y que cuentan con información de valoración en Precia, a menos que se indique lo contrario.

<sup>59</sup>Con información al 31 de octubre de 2022 el saldo de los CDT presentó un incremento anual de 38,3%, mientras que el saldo las cuentas de ahorro aumentó 7,5% anual. Por su parte, los saldos de los bonos y las cuentas corrientes presentaron una caída anual de 2,8% y 2%, respectivamente.

<sup>60</sup>De acuerdo con la información del formato 441 de la Superintendencia Financiera de Colombia, con corte al 29 de diciembre de 2022. Adicionalmente, en 2022 en promedio las captaciones de CDT de acuerdo con la información de este formato se

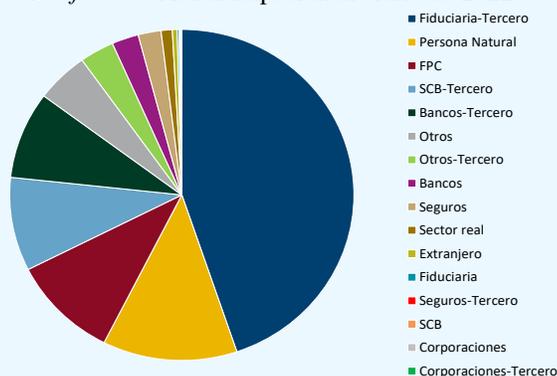
Gráfico 59: Participación por plazo en las colocaciones de CDT



Fuente: Deceval, Precia Cálculos: Banrep. Información a diciembre de 2022.

terceros (45%), las personas naturales (13%) y los fondos de pensiones (10%, Gráfico 60). Algunos participantes profesionales del mercado pueden tener limitaciones de compra de CDT emitidos por ciertas entidades financieras, en mayor medida que los TES emitidos por el Gobierno, por los cupos o restricciones de crédito definidos en sus lineamientos de inversión. Por su parte, el acceso al mercado de CDT para clientes minoristas (inversionistas no profesionales) es más sencillo que el de TES, debido a que los ofrecen la mayoría de los bancos comerciales a partir de menores montos. Para acceder a TES, el público lo tiene que hacer a través de intermediarios, quienes tienen acceso a las plataformas de negociación.

Gráfico 60: A. Participación al cierre de 2022



Fuente: Deceval Cálculos: Banrep. Nota: Corresponde a la composición por tipo de agente de los saldos de CDT depositados en Deceval al 29 de diciembre de 2022. “Tercero” hace referencia a la posición de los depositantes a nombre de terceros. La clasificación por tipo de entidad es propia de los autores.

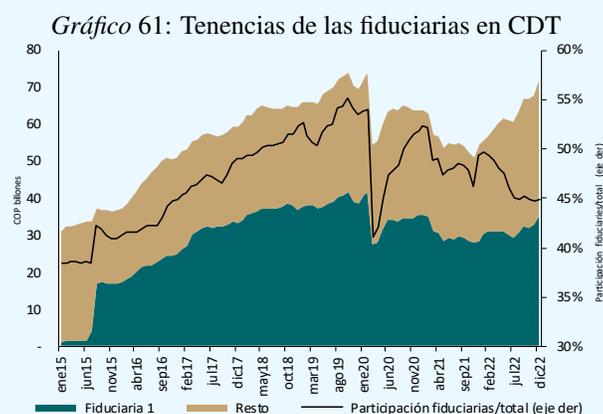
hicieron en su mayoría por oficinas (64%) y tesorería (36%).

<sup>61</sup>Los CDT depositados en Deceval corresponden a cerca del 70% del total de CDT del mercado.

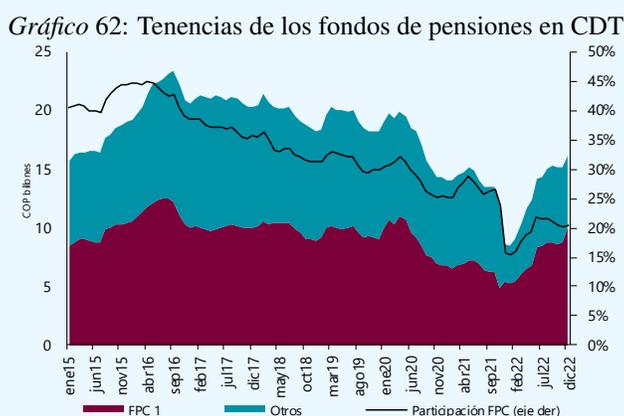
<sup>62</sup>Estos valores corresponden a la participación promedio de las captaciones mensuales totales desde el enero de 2020 y enero de 2023 (al 13).

Al analizar el comportamiento de la posición de las fiduciarias en portafolios a nombre de terceros se encuentra que, pese a que su participación sobre el total del mercado ha venido disminuyendo, su saldo ha continuado aumentando y siguen siendo de lejos el grupo con mayor participación de mercado. Dentro de esta categoría se observa una alta concentración, donde una concentra aproximadamente el 50% del total de títulos de este grupo (*Gráfico 61*).

Por su parte, los fondos de pensiones han aumentado su saldo de CDT en 2022, después de presentar una fuerte caída en la segunda mitad de 2021. Dentro de este grupo también se observa una alta concentración dado que una tiene una participación cercana al 60% al cierre de 2022 (*Gráfico 62*).



**Fuente:** Deceval. Información a diciembre de 2022. **Nota:** Corresponde al saldo de CDTs depositados en Deceval que tienen las fiduciarias (a nombre de terceros) al final del mes.



**Fuente:** Deceval. Información a diciembre de 2022. **Nota:** Corresponde al saldo de CDTs depositados en Deceval que tienen los fondos de pensiones al final del mes.

**Esta alta participación de las fiduciarias y de las AFP, así como la concentración de sus agentes, podría generar presiones al alza en las tasas de los CDT en la medida que, ante una necesidad de**

**recursos a plazo por parte de las entidades financieras, los agentes con montos significativos (poder de mercado) podrían demandar tasas más atractivas para sus inversiones.**

### Comentarios del mercado y análisis

**De acuerdo con lo consultado con algunos agentes del mercado, la ampliación que se ha dado del spread entre las tasas de los CDT y los TES se explica principalmente por: i) el rápido aumento de la cartera que han experimentado las entidades financieras desde inicios de 2022, lo cual presionó sus necesidades de fondeo; y ii) la entrada en vigencia del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN) establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia (Superfinanciera). A continuación, se analizan ambos factores:**

**Frente a la evolución de la cartera, esta se ha venido acelerando desde mediados de 2021 en todas las modalidades de crédito, aunque en mayor medida en la de consumo, la cual registró en 2022 tasas de crecimiento que no se veían en la última década<sup>63</sup> (Ver Reporte de Estabilidad Financiera 2S22).** Lo anterior se presentó en un contexto de altas tasas de colocación de recursos. Esto soporta la posición de los agentes del mercado, quienes mencionan que esta aceleración ha presionado al alza sus necesidades de fondeo y por ende los ha llevado a aumentar las tasas a las cuales captan recursos mediante CDT.

**Por otro lado, de acuerdo con la Superfinanciera, los establecimientos de crédito e instituciones oficiales especiales deben calcular y reportar mensualmente el CFEN<sup>64</sup>.** Este indicador de liquidez busca que las entidades financieras cuenten con un fondeo estable acorde a la estructura y plazos y liquidez de sus activos.

Las entidades obligadas a calcular, reportar y cumplir los límites del CFEN establecidos por la SFC se dividen en dos grupos<sup>65</sup>. El Grupo 1 corresponde a los bancos con activos superiores al 2% del activo bancario total, mientras que el Grupo 2 corresponde a los establecimientos de crédito diferentes a los pertenecientes al Grupo 1 y que tengan cartera como activo significativo. De acuerdo con esta clasificación, el nivel mínimo requerido del CFEN que debe cumplir cierta entidad depende del grupo al que pertenezca y del calendario de adopción establecido por la Superfinanciera.

**Si bien, el agregado de ambos grupos mantenía a inicios de 2020 un CFEN por encima del 100%, la divergencia entre entidades era significativa<sup>66</sup>.** Dado esto, algunas entidades se encontraban muy

<sup>63</sup>Durante 2022, el 8% de los desembolsos de la cartera de consumo correspondieron a plazos entre 1 y 3 años, el 42% a plazos entre 3 y 5 años y el 48% a plazos de más de 5 años, mientras que el 2% restante correspondió a plazos de menos de 1 año.

<sup>64</sup>El CFEN se calcula como el cociente entre el Fondeo Estable Disponible (FED) y el Fondeo Estable Requerido (FER). El FED se obtiene al multiplicar el valor contable de cada uno de los rubros del pasivo y patrimonio por un factor determinado por la SFC, mientras que el FER se obtiene al multiplicar el valor contable de cada uno de los activos y de las posiciones fuera de balance por su respectivo factor.

<sup>65</sup>A manera informativa, las corporaciones financieras deben reportar el CFEN a la SFC.

<sup>66</sup>En marzo de 2020 la entidad del Grupo 1 con menor CFEN lo tenía en 89,3%, mientras que la entidad con el mayor indicador

cercanas al límite regulatorio, por lo cual ante un escenario de alto crecimiento de la cartera podrían tener incentivos para demandar recursos a través de CDT a plazos superiores a un año, lo cual explica en buena medida el mayor aumento de las tasas para estos plazos (Ver Reporte de Estabilidad Financiera 2S22).

### Ejercicios empíricos<sup>67</sup>

**Teniendo en cuenta lo anterior, se presentan algunos ejercicios exploratorios que buscan estudiar las relaciones entre algunas variables macroeconómicas y financieras, y el spread entre las tasas de los CDT y los TES a distintos plazos:** menor a 6 meses, entre 6 meses y un año, y plazos superiores a un año.

**El primer ejercicio sugiere que las variables que presentan una relación estadísticamente significativa que podrían contribuir a la explicación del aumento de los spreads son las tasas OIS<sup>68</sup>, la TPM, una dummy que captura el periodo en el que se comenzó a requerir un indicador de 100% para el grupo 1 y de 80 % para el grupo 2, y el crecimiento de la cartera para el ejercicio a plazos superiores a un año<sup>69</sup>.** Para este ejercicio, se realiza una estimación en dos etapas, donde en la primera etapa (mediante la metodología stepwise) se toman como variables explicativas aquellas que la literatura identifica como relevantes para explicar las tasas de interés de los títulos de deuda<sup>70</sup> y de los depósitos a término (Anexo A). La primera etapa da como resultado la elección de las variables más relevantes. Posteriormente, se realiza una estimación por mínimos cuadrados ordinarios en diferencias<sup>71</sup> con errores estándar corregidos por heteroscedasticidad y autocorrelación, del spread contra estas variables seleccionadas. El detalle de las estimaciones es presentado en el Anexo B.

Por otro lado, con el fin evaluar si el incremento de los spreads es más pronunciado en aquellos de largo plazo que en los de corto plazo, se realizó un ejercicio similar en donde se analiza el diferencial entre los spreads a distintos plazos (*Gráfico 57*), en función de las mismas variables del primer modelo<sup>72</sup>. **Los resultados evidencian que los cambios en las tasas OIS, las expectativas de inflación, variables de riesgo<sup>73</sup>, el crecimiento de la cartera y las dummies del CFEN son estadísticamente significativas, y este sentido pueden contribuir a la explicación de los mayores aumentos de los spreads relativos de largo plazo, frente a los menores plazos (Anexo C).**

---

lo tenía en 177,7%.

<sup>67</sup>Para el presente análisis se utilizó información que comprende desde febrero de 2011 hasta octubre de 2022.

<sup>68</sup>El coeficiente del cambio del OIS en el modelo es negativo en la medida que un aumento de las expectativas de TPM afecta más rápidamente a los TES que a los CDT, por lo que se reduciría el spread entre las tasas de ambos títulos.

<sup>69</sup>El coeficiente de esta variable es positivo y significativo al 10%. Por su parte, el coeficiente del Vix es negativo y estadísticamente significativo en el modelo, pero su magnitud es muy pequeña. De esta manera, un incremento del Vix afecta más rápidamente a los TES que a los CDT, por lo que se reduciría el spread entre las tasas de ambos títulos.

<sup>70</sup>En el Anexo A se detalla la lista de variables incluidas en el modelo.

<sup>71</sup>Esta estimación se hace en diferencias dado que las variables no presentan evidencia de cointegración.

<sup>72</sup>Para este modelo se utilizó la metodología Fully Modified Ordinary Least Squares, dado que se encontró evidencia estadística de cointegración entre las series luego de realizar las pruebas Phillips-Ouliaris y Engle-Granger.

<sup>73</sup>Recogidas por los CDS.

## Conclusiones

Luego de evaluar la evolución reciente del spread entre las tasas de los CDT y los TES, y contrastar la opinión del mercado frente a una serie de ejercicios empíricos, se encuentran indicios de una posible relación entre este diferencial con factores tales como la TPM, las mayores expectativas de inflación, un alto crecimiento de la cartera acompañado de la entrada en vigencia del CFEN, y una mayor percepción de riesgo. Igualmente, no es posible atribuir el comportamiento de este diferencial con un solo factor, por lo que los resultados sugieren que la conjunción de los factores mencionados anteriormente, sumados a otros no incluidos dentro de la estimación, puede estar teniendo alguna incidencia sobre dicho spread.

Adicionalmente, se encuentra evidencia de que las mismas variables podrían explicar que los spreads a largo plazo crezcan más rápido que los de menores plazos, mostrando que la cartera tiene un impacto mayor a plazos largos.

## Anexos

**VARIABLES EXÓGENAS UTILIZADAS EN LAS REGRESIONES DE LOS SPREADS**

Cuadro 6: Variables exógenas utilizadas

<i>Variable</i>	<i>Descripción</i>
<i>Variables macroeconómicas</i>	
IBR	Indicador Bancario de Referencia povernight.
OIS a 6 meses	Promedio mensual de los OIS a 6 meses.
OIS a 1 año	Promedio mensual de los OIS a 1 año.
OIS a 5 años	Promedio mensual de los OIS a 5 años.
Tasa de política monetaria	
CDS de Colombia a 1 año	Promedio mensual de los CDS de Colombia a 1 año.
CDS de Colombia a 5 años	Promedio mensual de los CDS de Colombia a 5 años.
Tasa de inflación	Variación anual del índice de precios al consumidor.
Expectativas de inflación a un año	Expectativas de inflación a un año registradas en la encuesta del banco de la República.
Balance fiscal como porcentaje del PIB	Balance fiscal como porcentaje del PIB calculado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)	Crecimiento anual del ISE calculado por el DANE.
Incertidumbre económica	Variable tomada del <i>World Uncertainty Index</i> mensualizada.
VIX	Promedio mensual del VIX.
Brent	Promedio mensual de los precios del Brent.
TRM	Tasa Representativa del Mercado.
<i>Variables microeconómicas o financieras</i>	
Cartera	Cartera bruta total de los sistemas crediticios desestacionalizada.
Cartera Vencida	Cartera vencida total de los sistemas crediticios desestacionalizada.
Cartera Riesgosa	Cartera riesgosa total de los sistemas crediticios desestacionalizada.
Índice de concentración	índice de concentración Herfindahl-Hirschman por emisor de CDT.
CFEN	Variables dummy que toman el valor de 1 según el periodo de cumplimiento del CFEN al 80%, 90% y 100%.
Participación de los Fondos de Pensiones y Cesantías y las Fiduciarias en las tentencias de los CDT	

### Regresiones sobre los *Spreads* a distintos plazos.

Cuadro 7: Resultados de las regresiones de los *spreads* a distintos plazos

	Variable endógena		
	(1) $\Delta(\text{Spread } 180 \text{ días})$	(2) $\Delta(\text{Spread } 360 \text{ días})$	(3) $\Delta(\text{Spread } > 360 \text{ días})$
$\Delta(\text{OIS1Y})$	-0.616*** (0.050)	-0.616*** (0.092)	
$\Delta(\text{OIS5Y})$			-0.541*** (0.104)
$\Delta(\text{VIX})$	-0.000*** (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000* (0.000)
$\Delta(\text{ISE})$	-0.009** (0.004)		
$\Delta(\text{TPM})$	-0.269*** (0.064)	-0.363*** (0.072)	-0.570*** (0.159)
$\Delta(\text{Brent})$		-0.000** (0.000)	-0.000 (0.000)
$\Delta(\text{CDS5Y})$		0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
$\Delta(\text{TRM})$			-0.000** (0.000)
$\Delta(\text{Cartera})$			-0.001* (0.000)
Constante	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
CFEN 100%	0.005*** (0.001)	0.005** (0.001)	0.007*** (0.001)
<i>R-squared</i>	0.632	0.660	0.424
<i>R-squared adjusted</i>	0.619	0.545	0.389
<i>N</i>	142	142	142

**Calculos:** Banco de la República.

**Nota:** La tabla presenta los resultados de las regresiones de los *Spreads* para los distintos plazos contra las variables seleccionadas del proceso de *Step-wise*. En paréntesis se presentan las desviaciones estándar de los coeficientes, mientras que \*, \*\*, y \*\*\* denotan que se rechaza la hipótesis nula al nivel de significancia del 10%, 5% o 1%, respectivamente.

**Estimación por FMOLS del diferencial entre el *spread* de las tasas entre 1 y 3 años, y el *spread* de tasas menor a un año.**

*Cuadro 8:* Resultados de las regresiones del diferencial entre el *spread* entre 1 y 3 años, y el *spread* de tasas menores a un año mediante FMOLS

	Coeficiente	Error Est.	Prob.
OIS1Y	0.354	0.077	0.000
ExpInflacion	-1.146	0.183	0.000
Cartera	0.000	0.000	0.000
CDS1Y	0.000	0.000	0.002
VIX	0.000	0.000	0.649
ISE	0.013	0.014	0.384
Constante	-0.047	0.012	0.001
CFEN 80%	0.005	0.004	0.269
CFEN 90%	0.016	0.005	0.006
CFEN 100%	-0.006	0.002	0.034

**Calculos:** Banco de la República.

**Nota:** La tabla presenta los resultados de la regresión mediante FMOLS del diferencial entre el *spread* de tasas entre 1 y 3 años y el *spread* de tasas menores a un año. Las variables fueron seleccionadas en una etapa previa mediante la metodología *Step-wise*.