



El Banco de la República y el Mercado de Capitales

Juan José Echavarría
Gerente General, Banco de la República

20 de agosto de 2019



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

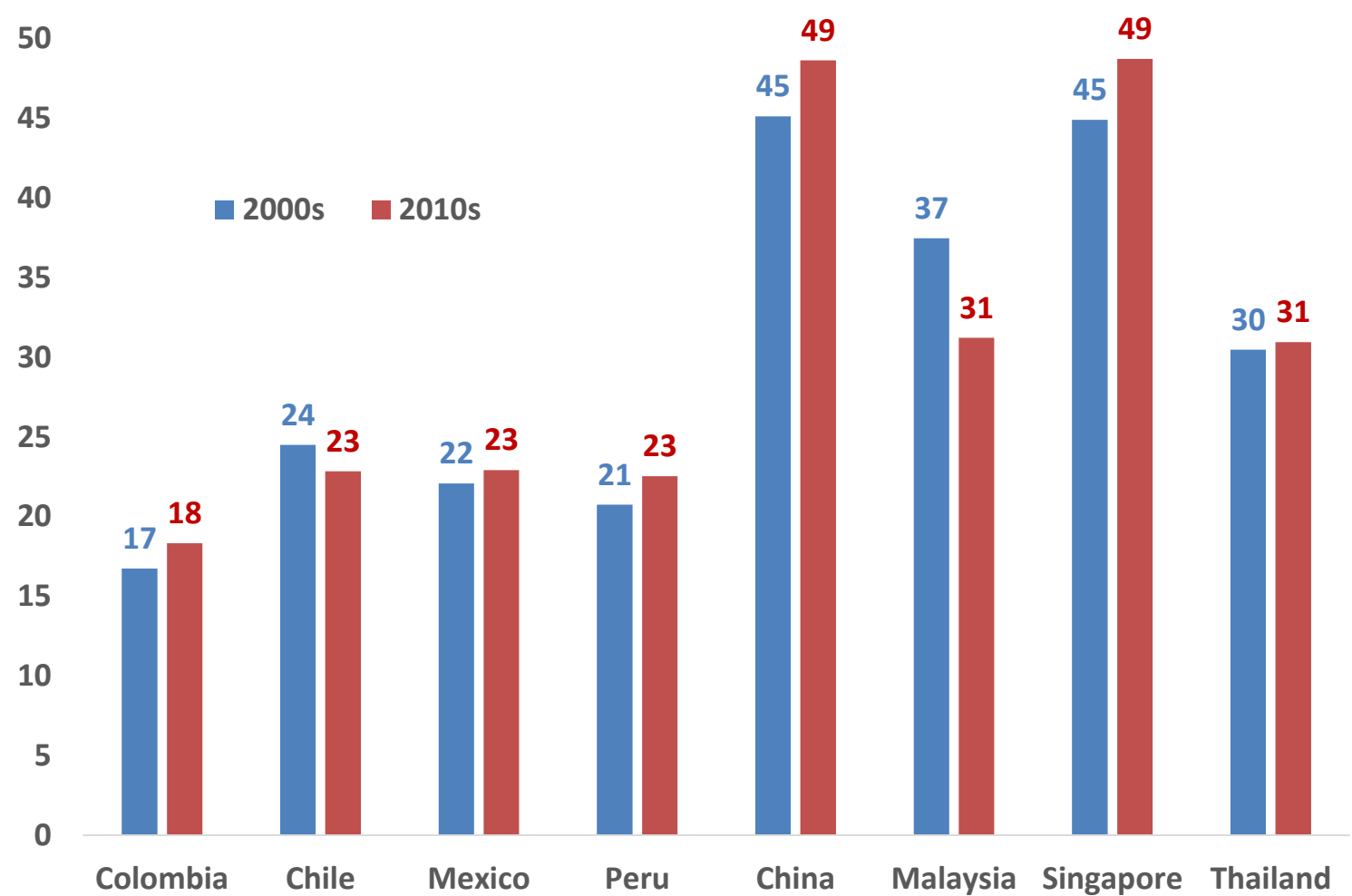
ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

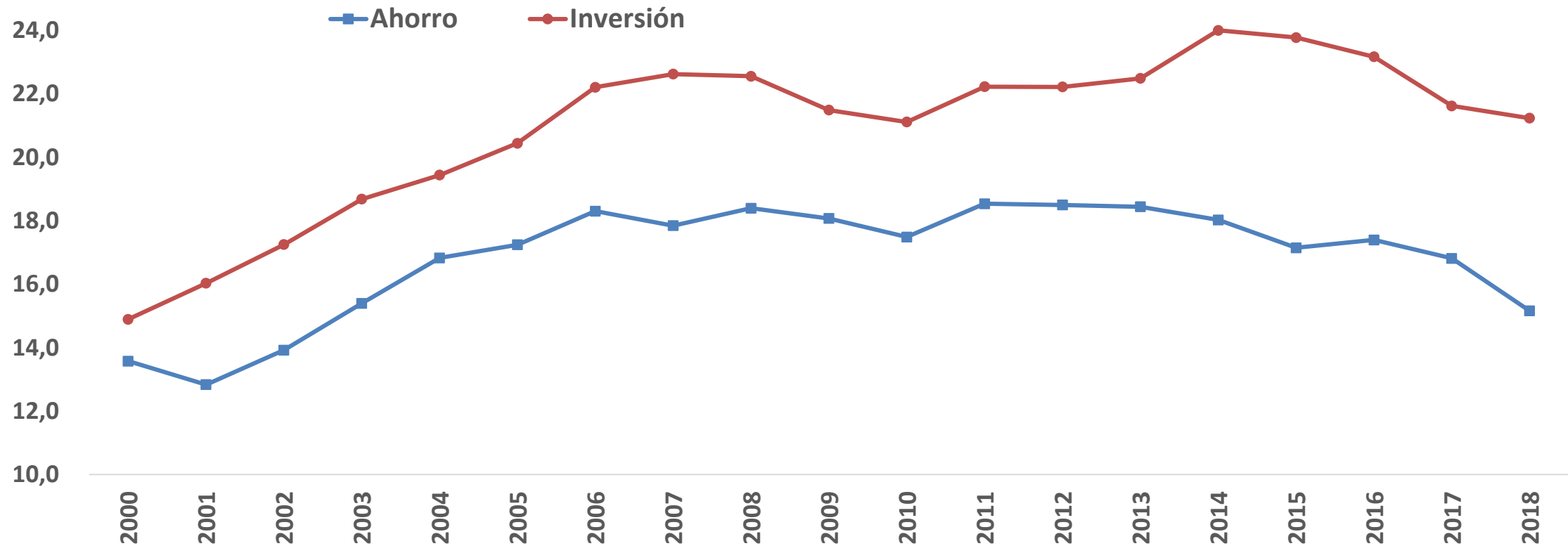
CONCLUSIONES

Ahorro en distintos países (% del Ingreso Nacional)



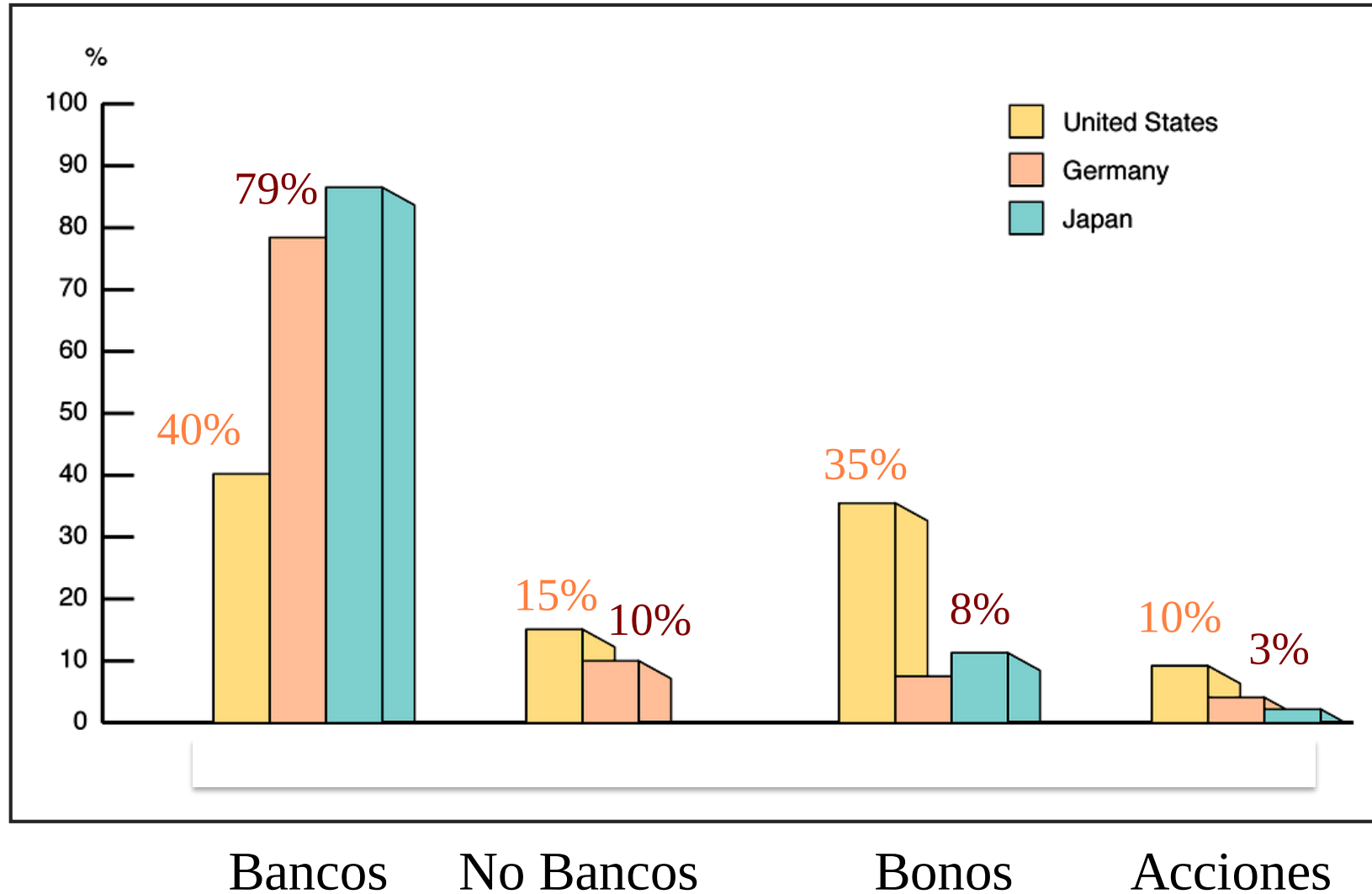
Fuente: Banco Mundial, WDI

Ahorro e Inversión en Colombia (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial, WDI

Fuentes de financiación



Fuente: Mishkin (2014)

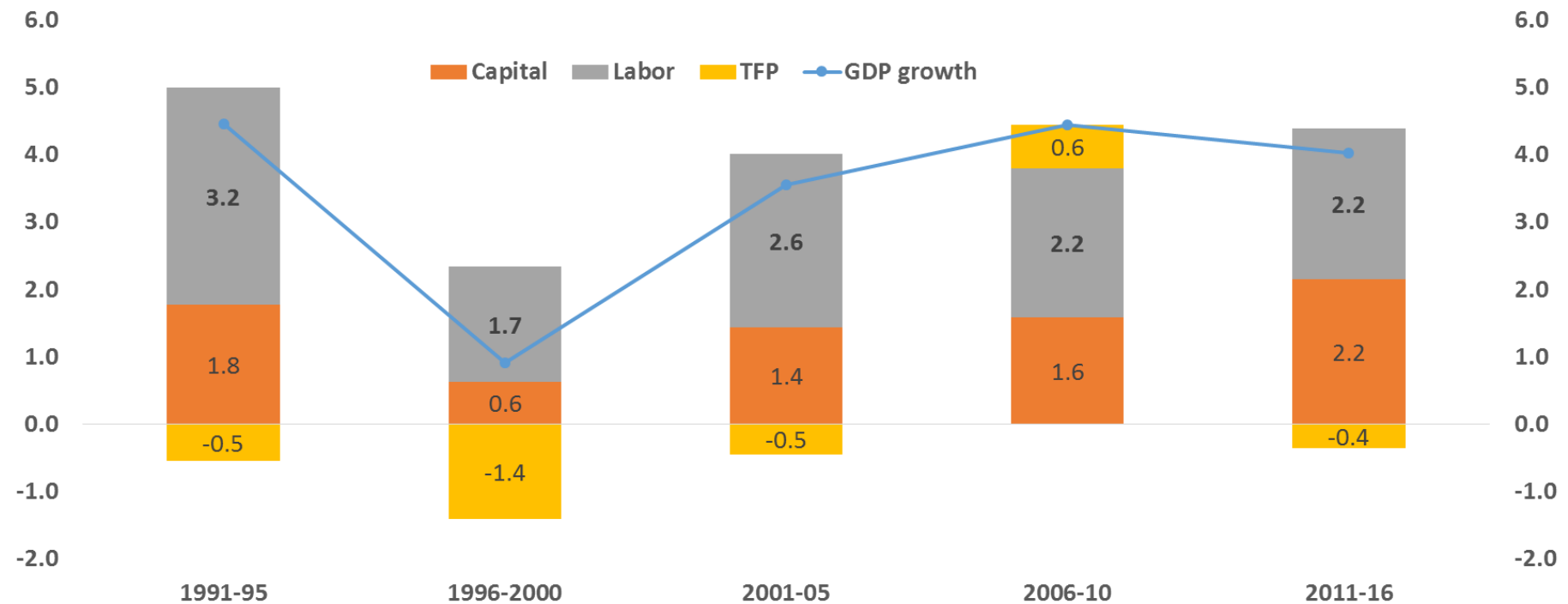
En Colombia (2 de Agosto)

- Saldo de **bonos** del sector real: \$34,86 billones
- Saldo de la **cartera comercial**: \$246,1 billones.
- Por tanto lo emitido en bonos es apenas $1/7$ parte del crédito comercial

Pensiones

- La **cobertura activa** en Colombia (**porcentaje de trabajadores que cotiza al sistema pensional**): 49.5% en diciembre de 2017.
- La **cobertura pasiva** (**porcentaje de las personas en edad de pensión que tenían una pensión reconocida**): 36%
- Ambos indicadores son relativamente **bajos comparados** con Argentina, Brasil, Uruguay, y Chile.
 - Para estos países, la proporción de aportantes a ocupados alcanzaba un promedio de 64.2%, mientras que la cobertura de pensionados arrojaba un promedio simple de 80.3%.
 - Sobresale el caso de Argentina, con una cobertura pasiva de 90.4% [Olivera 2018].

Crecimiento de la **productividad** multifactorial en Colombia



Fuente: IMF, Art 4

Bienvenidas las recomendaciones de la reciente **Misión del Mercado de Capitales**

1. Arreglo institucional
2. Estructura de mercado
3. Regulación e incentivos
4. Manejo de activos públicos
5. Productos
6. Promoción de mercado y educación financiera
7. Ámbito internacional
8. Ámbito tributario



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

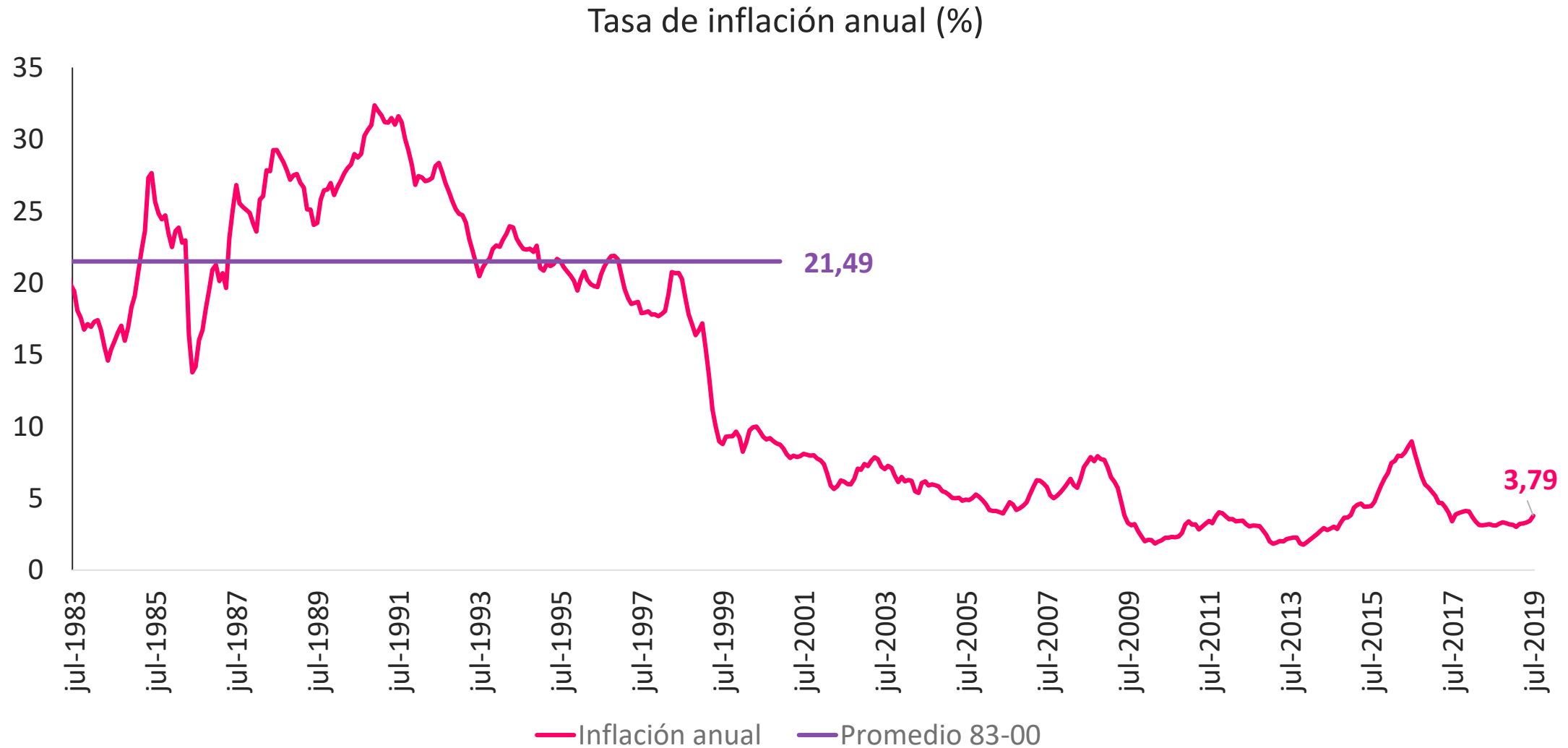
ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

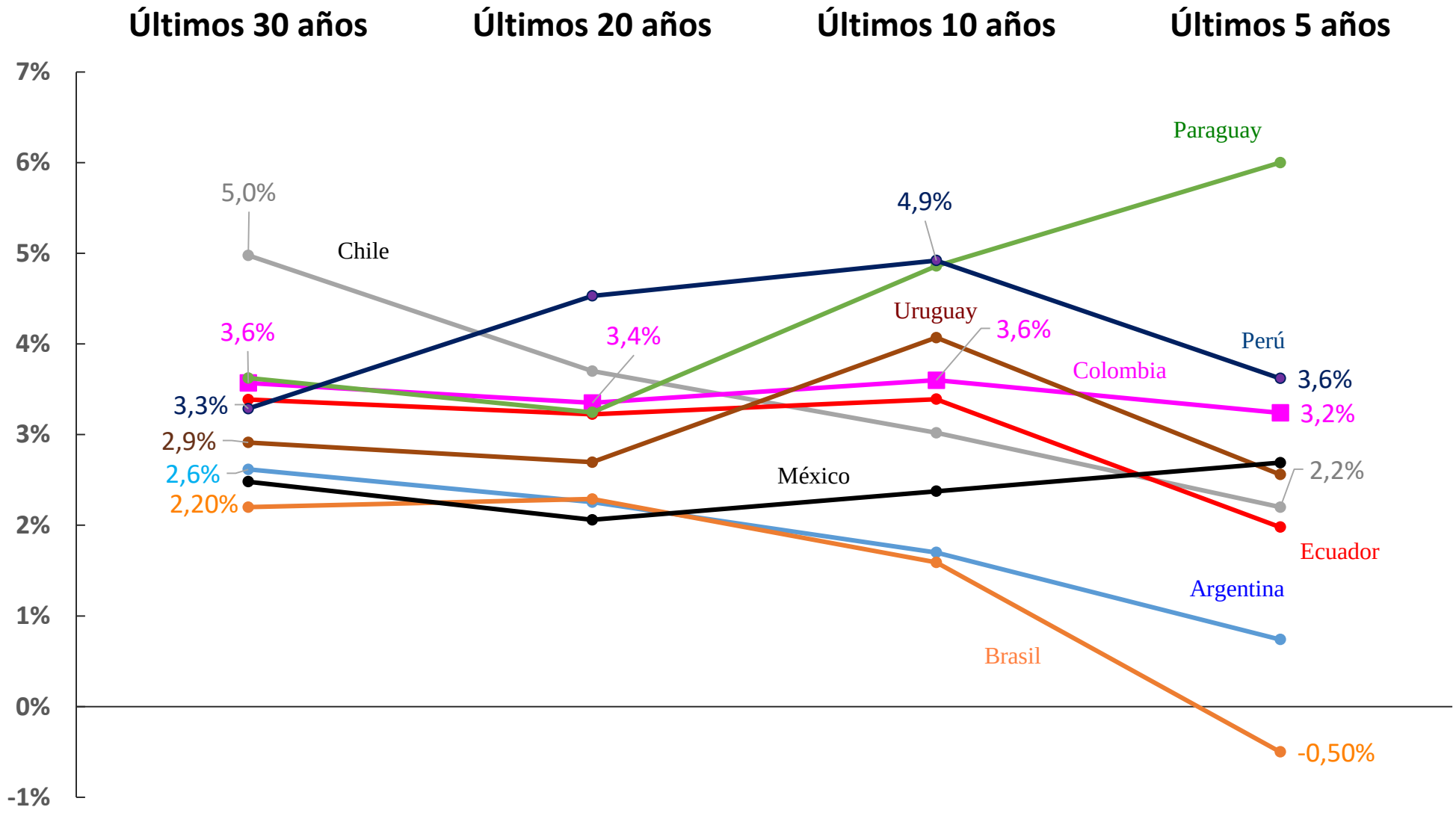
FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES

La adopción del esquema de **Inflación Objetivo** dividió en dos la historia de la inflación en Colombia: alta y volátil hasta fines de los noventa; baja y estable después del año 2000



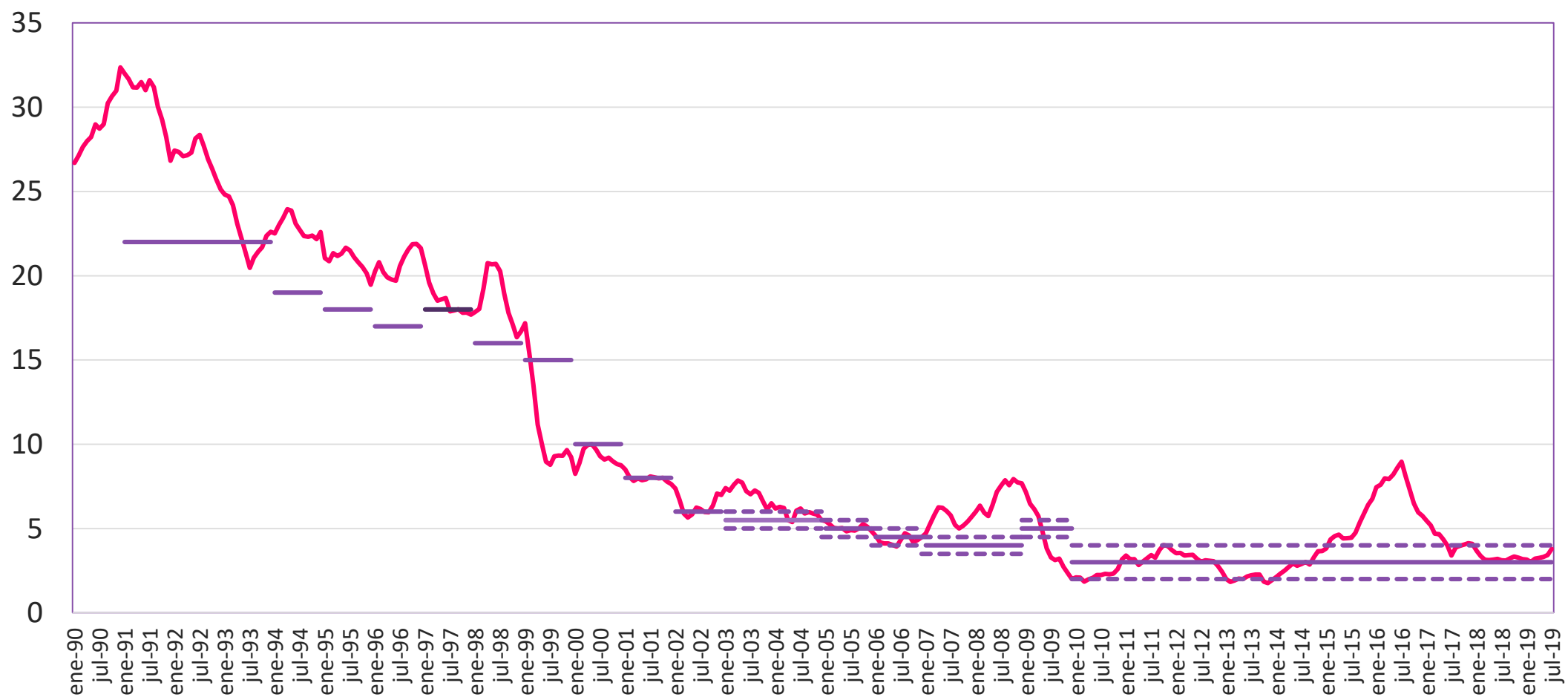
Reducciones en la inflación, sin afectar el crecimiento del PIB en el mediano plazo
(crec % del PIB)



Fuente: FMI. Cálculos del Banco de la República

Desde el inicio de su independencia en 1991, el Banco de la República empezó a anunciar **metas de inflación** que progresivamente ganaron credibilidad. En 2010 se anunció por primera vez el **rango** entre 2% y 4%. Esto permitió anclar las expectativas de inflación y reducir los costos de ajuste ante choques transitorios

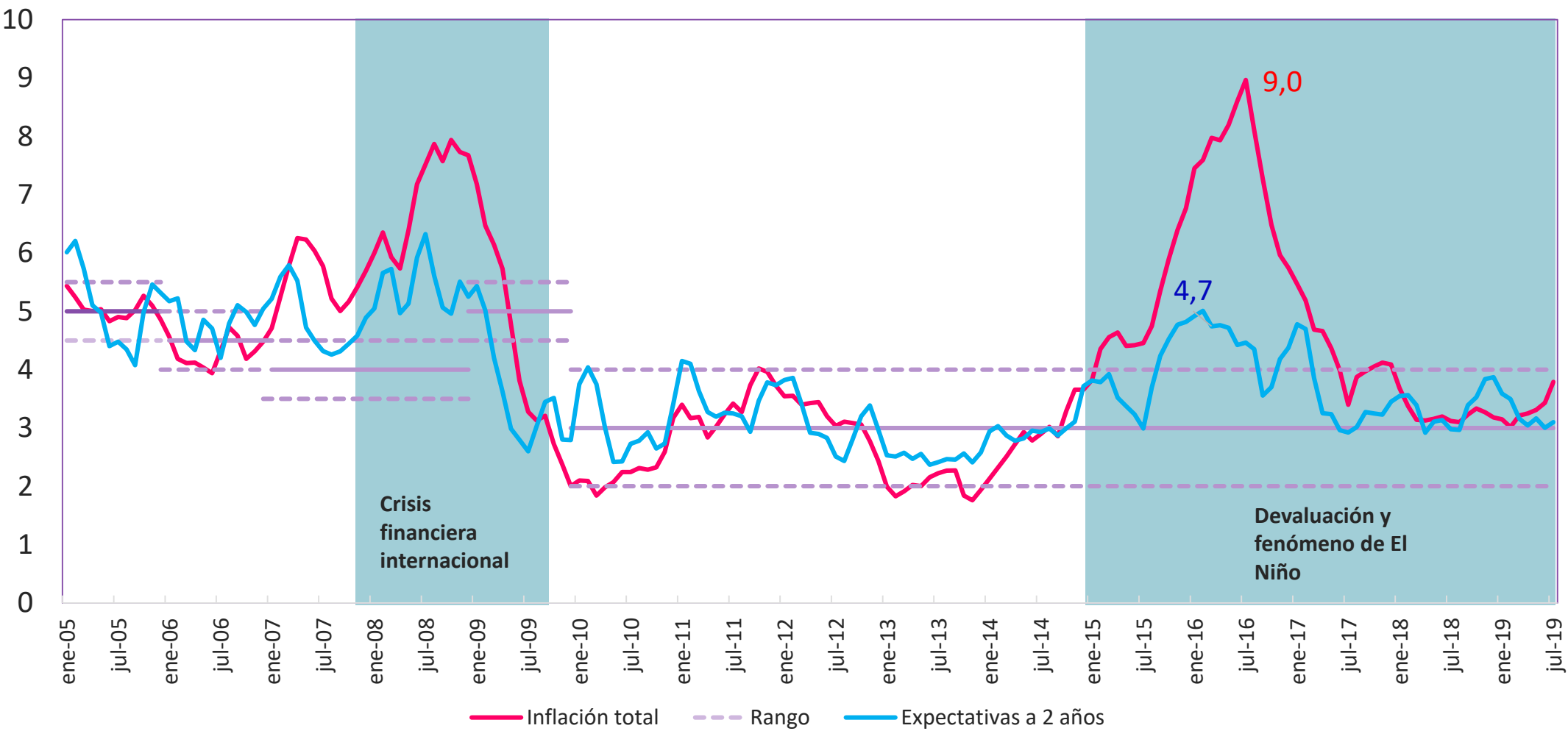
Inflación anual al consumidor y metas



Fuente: Dane y Banco de la República.

A pesar de la severidad de los choques inflacionarios de los últimos años, las expectativas de inflación han demostrado consistencia y rápido retorno al nivel de la meta.

Inflación anual al consumidor y metas



Fuente: Dane y Banco de la República.

Rango entre 2% y 4%...no es un rango meta

- A partir de mayo de 2010, el Banco de la República menciona un rango – banda de inflación del IPC entre 2% y 4%, para ilustrar el hecho de que la política monetaria no puede controlar la inflación en el muy corto plazo.
- El objetivo de la banda de variación es mostrar que la inflación varía alrededor del objetivo de mediano plazo de 3%, y no tendrá ese valor cada mes.
- El objetivo de la política monetaria sigue siendo el 3%, y el rango de 2% a 4% por ciento no es lo que se conoce como rango meta

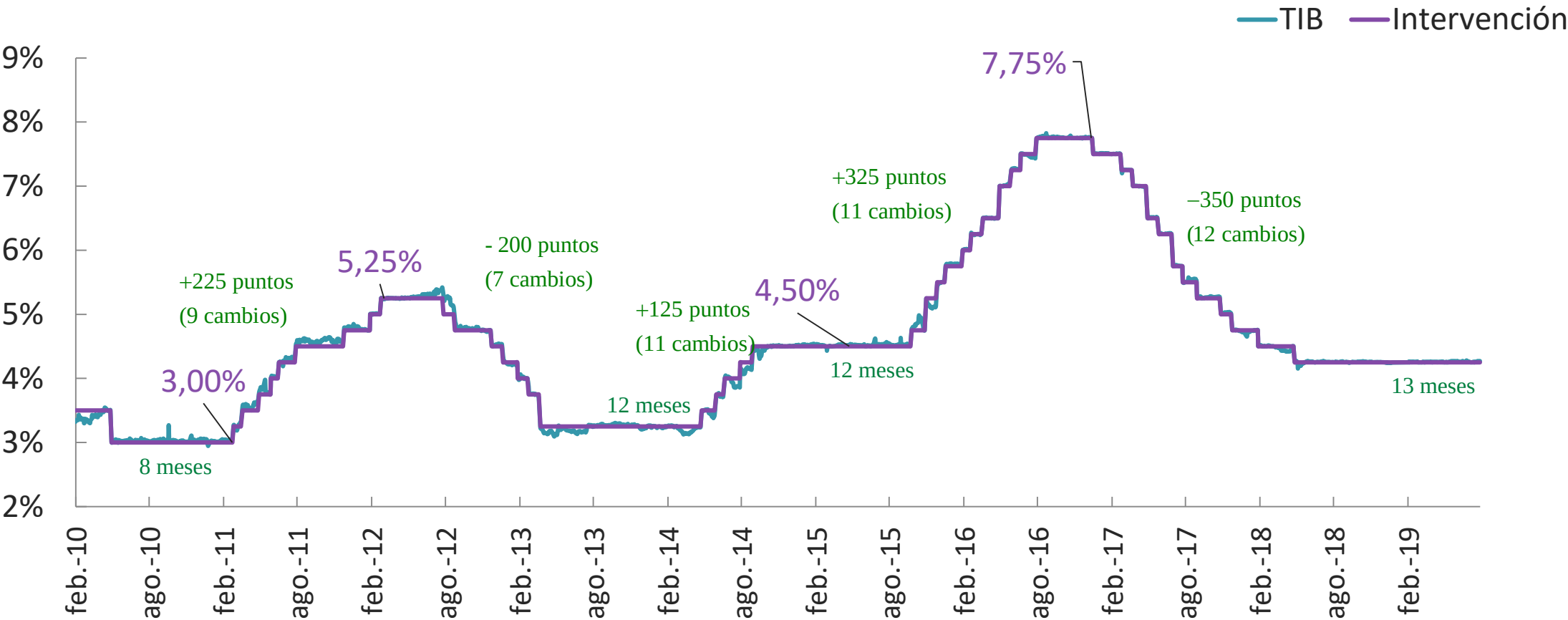
No es un “rango meta”

- El Banco siempre busca el 3% en el mediano plazo (e.g. a 2 años?)
- Pero existen choques que pueden alejar transitoriamente la inflación de la meta

Comunicaciones y credibilidad: el Banco está discutiendo un conjunto de **reformas** que siguen las mejores prácticas internacionales, tendientes a mejorar nuestra comunicación con el país, con los analistas y con la prensa, entre las propuestas:

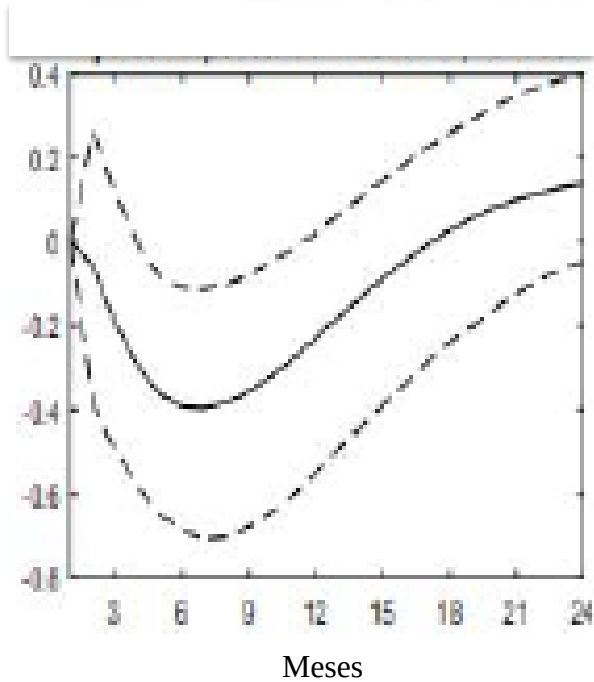
- Informe de inflación (4 veces al año)
 - Profundiza la explicación sobre el estado actual de la economía (e.g. la brecha del producto)
 - Como hoy, se publica el fan chart para la inflación y para el producto
 - La narrativa mira más hacia el futuro
 - Con algunos comentarios del equipo técnico (y en ocasiones de la Junta) sobre la evolución futura de la tasa de interés de política
- 2ª Rueda con la Prensa y con los analistas financieros

Tasa de intervención y TIB (porcentaje)

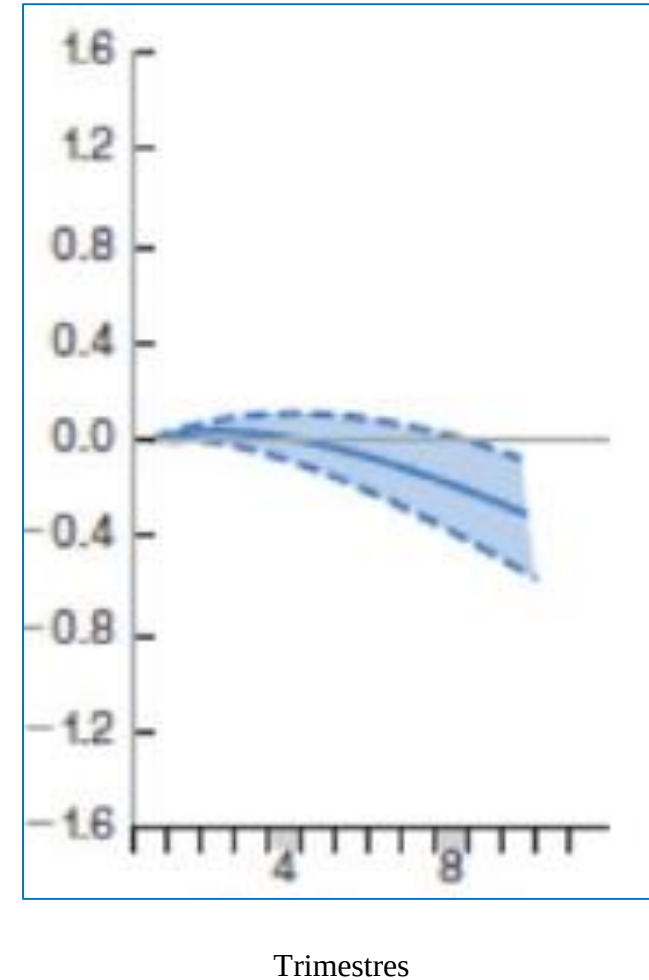


Fuente: Banco de la República.

Cuál es el impacto más probable de un incremento de 1% en la tasa de interés de política? (impacto mínimo a los 2 años)



Sobre la
producción



Sobre el
nivel de
precios



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES



INFLACIÓN

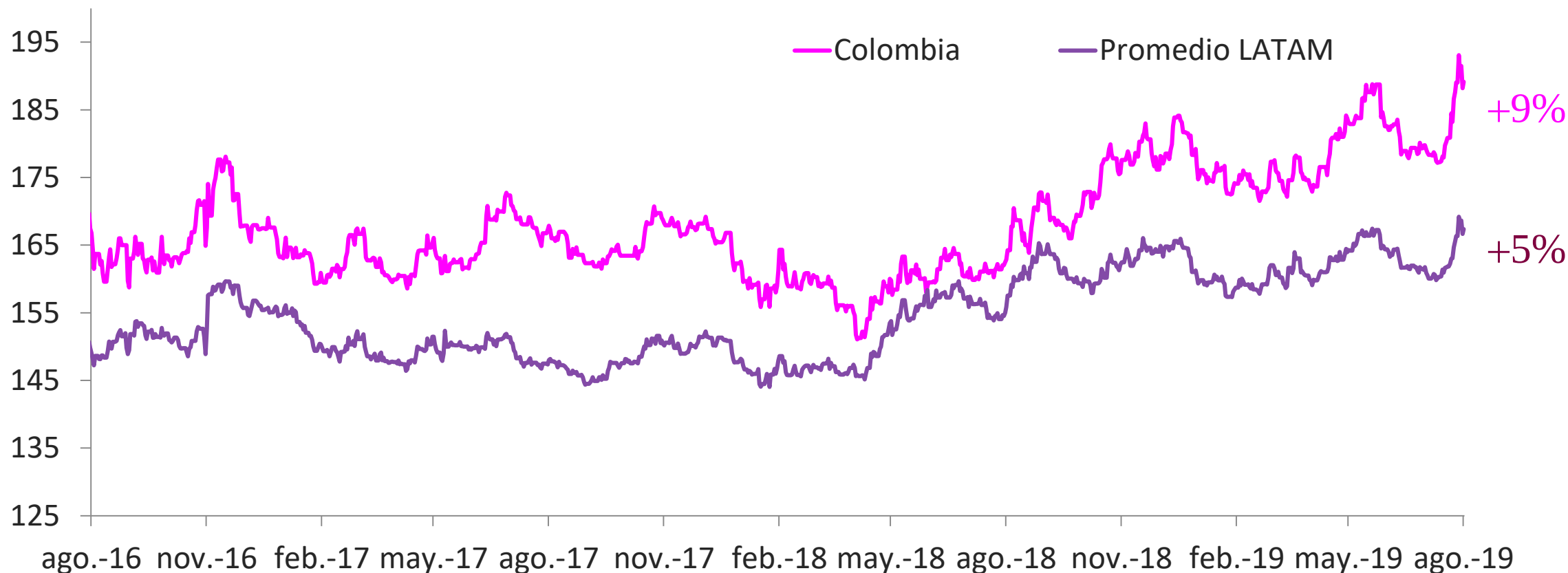
TASA DE CAMBIO

MODIFICACIÓN AL RÉGIMEN CAMBIARIO

Tasa de cambio nominal

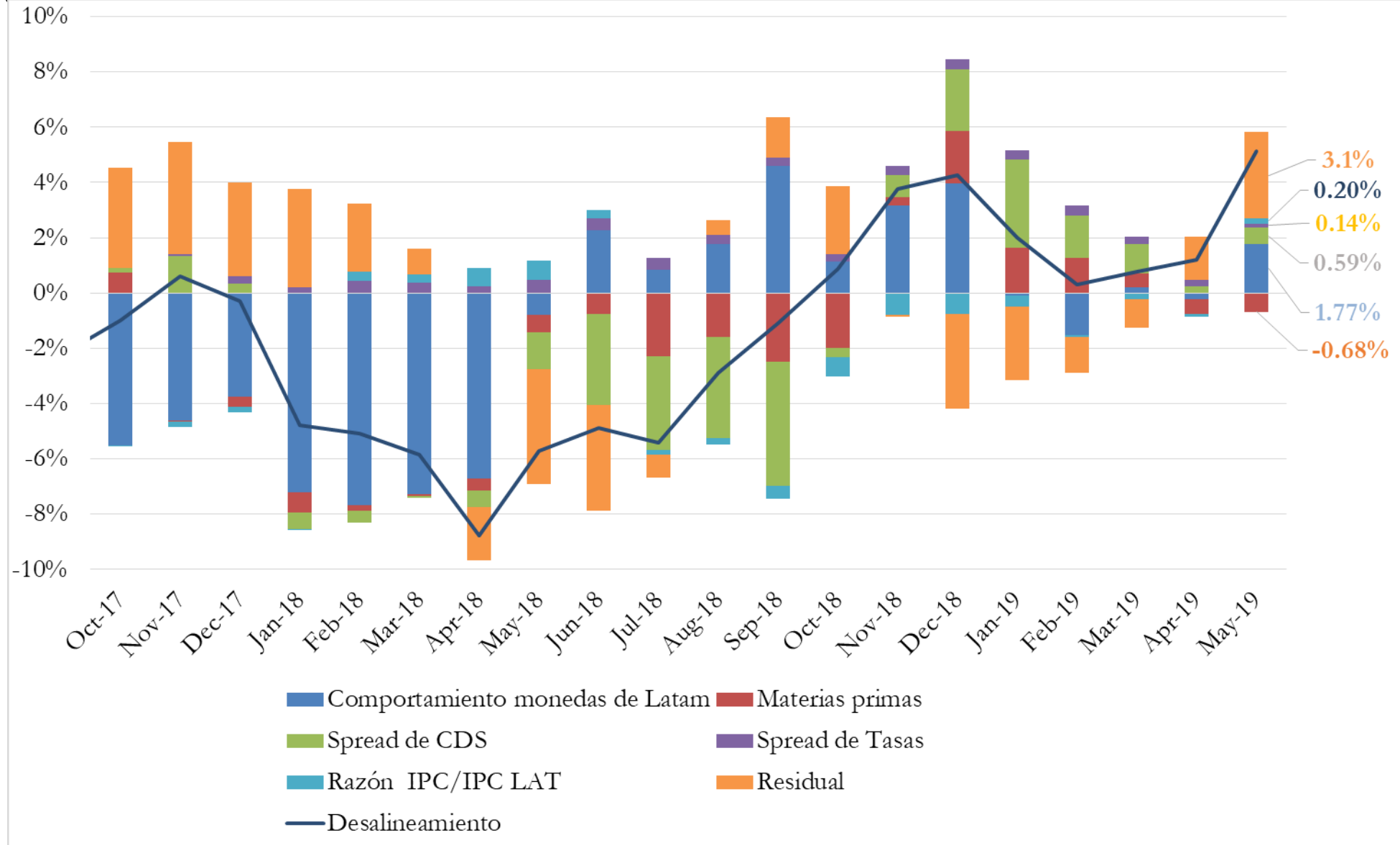
(Base 100 = 14 de Septiembre de 2010)

La flexibilidad de la tasa de cambio, ha sido fundamental para preservar la estabilidad macroeconómica del país, al permitir amortiguar el efecto de los choques externos

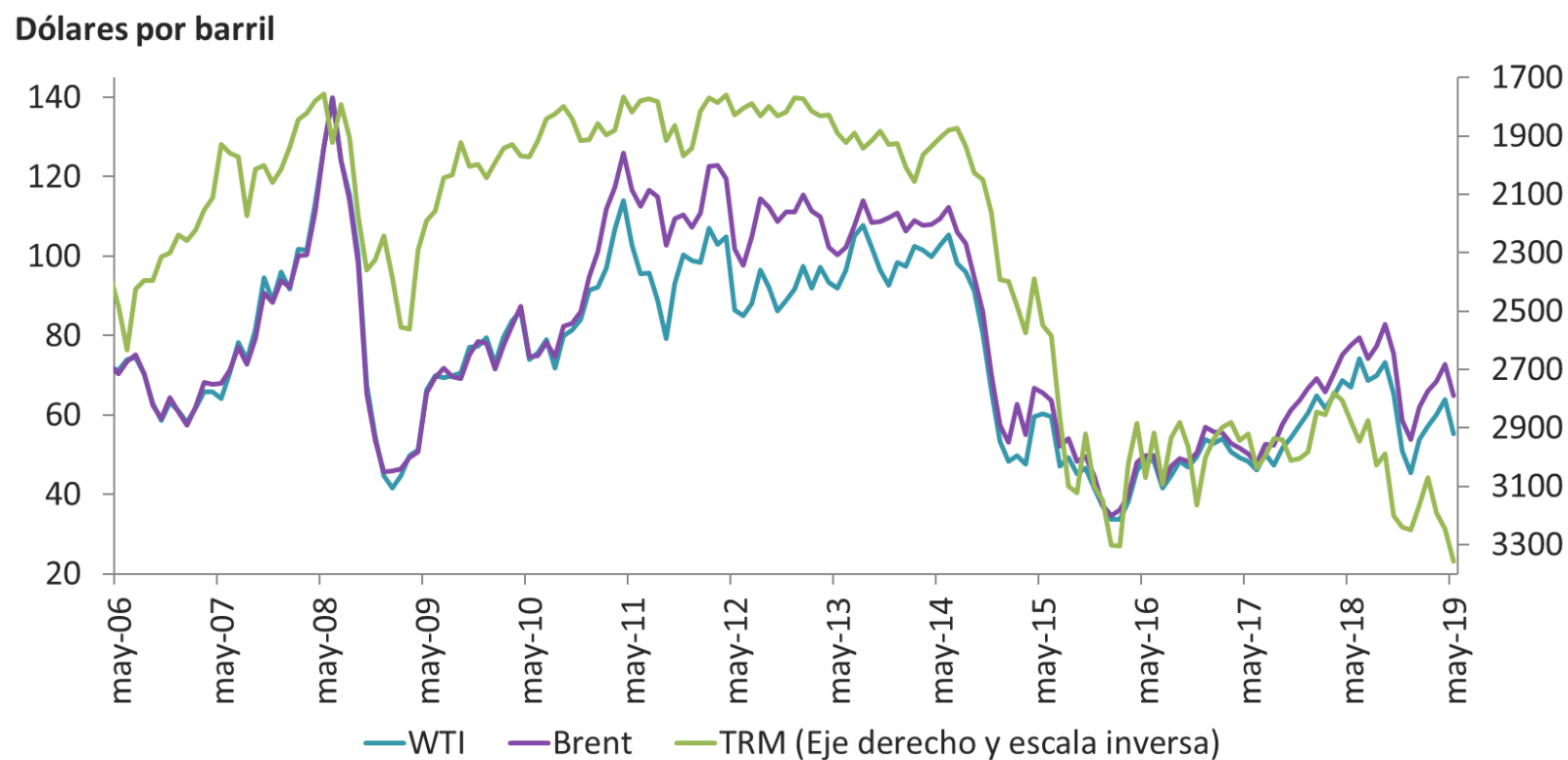


Qué explica la mayor devaluación en Colombia?

(importancia del factor “residual”)

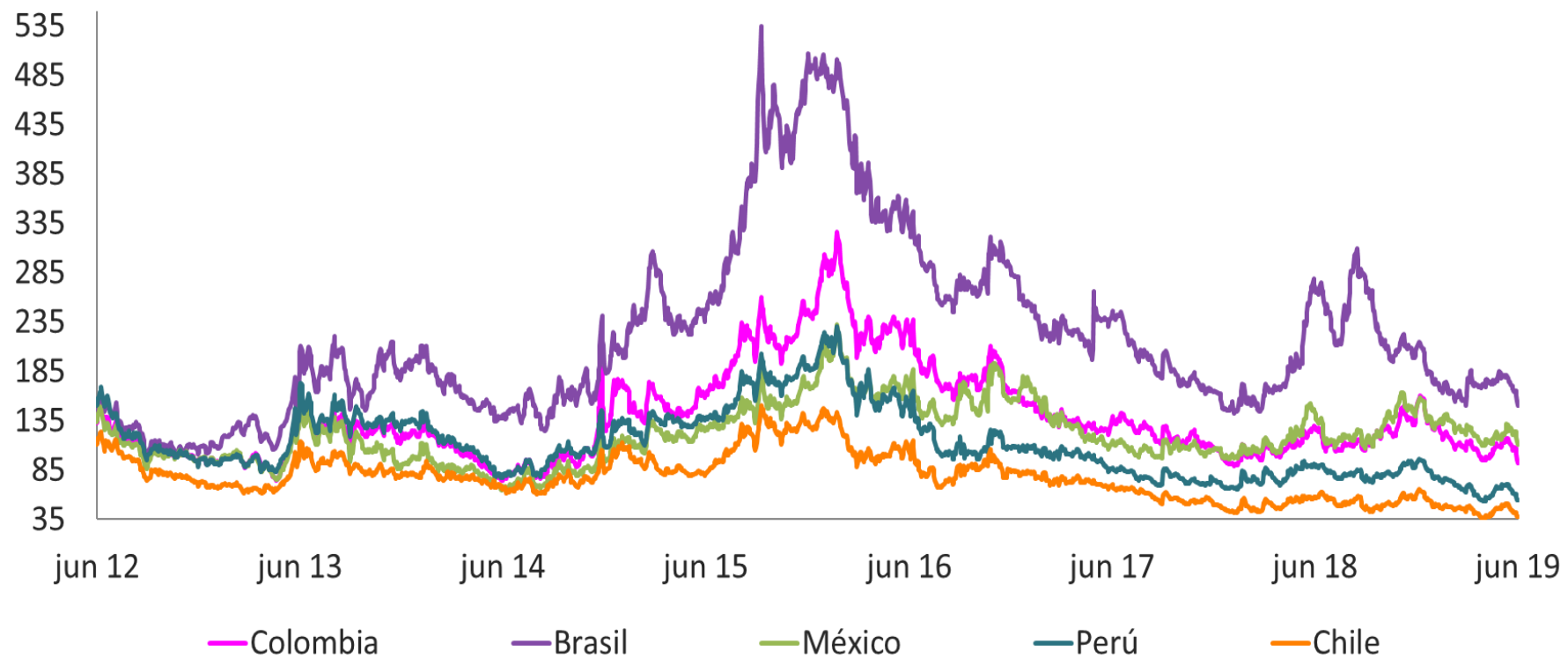


Tasa de cambio y precio internacional del petróleo (promedios mensuales)



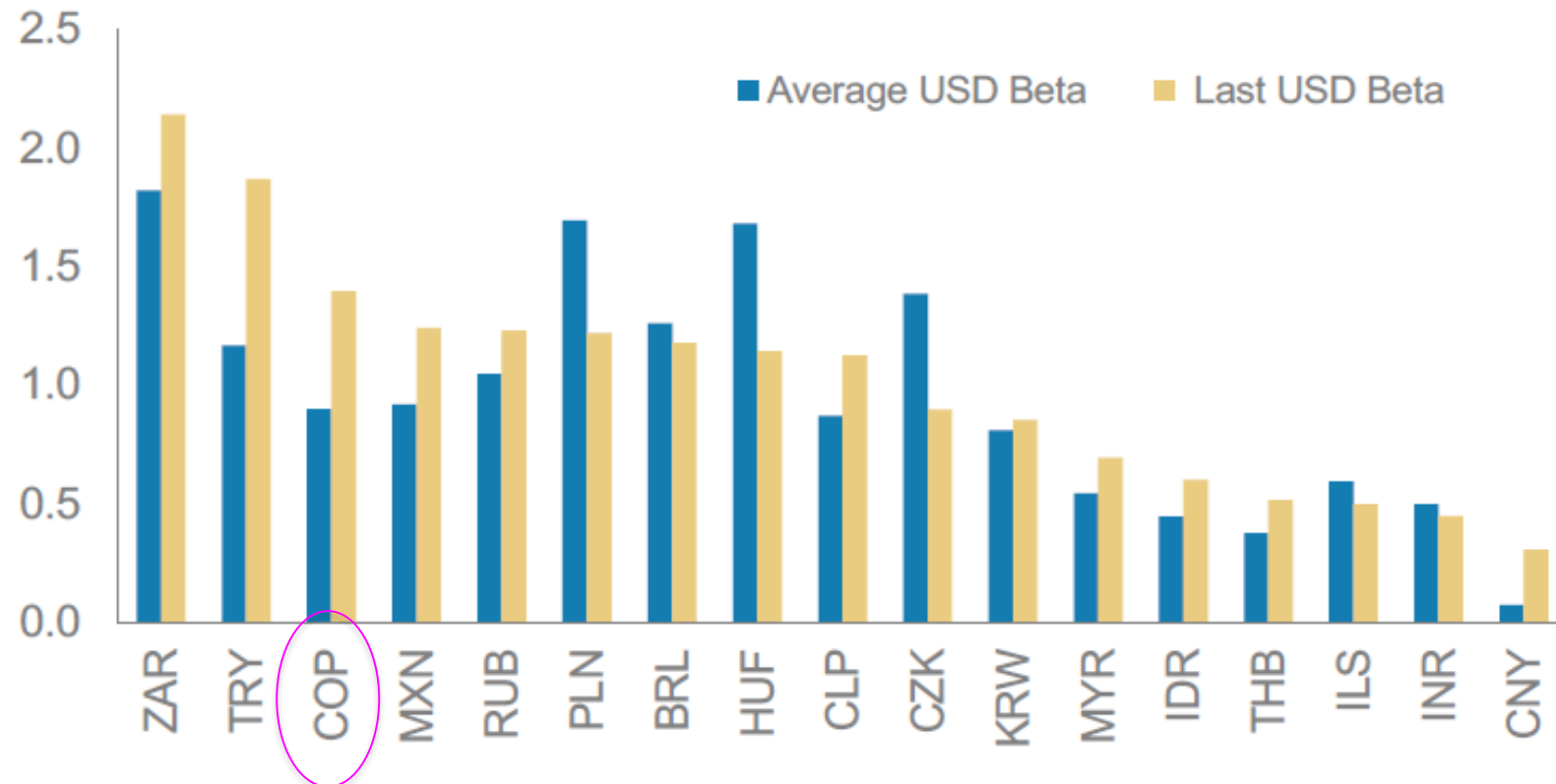
Riesgo bajo asociado con revaluación de la tasa de cambio

Credit Default Swaps a cinco años para algunas economías de América Latina
(Puntos básicos)



Qué explica la mayor devaluación en Colombia?

(sensibilidad de diferentes monedas a choques externos)



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research



INFLACIÓN

TASA DE CAMBIO

MODIFICACIÓN AL RÉGIMEN CAMBIARIO

Regulación Cambiaria

- La **modernización del régimen cambiario** reconoce las nuevas necesidades del mercado en términos
 - oportunidades de inversión e instrumentos de cobertura
- Busca alinear el mercado colombiano con los **estándares** o prácticas internacionales
- Busca una **mayor transparencia** en términos de disponibilidad de información
 - que mejore los procesos de toma de decisiones por parte de los agentes

Negociaciones en el mercado de divisas

- Se establecieron **principios generales** que contribuyan al ejercicio de **buenas practicas** así como a la **transparencia** del mercado
- **Registro** de operaciones en **tiempo real** (15 min) para brindar al mercado con información oportuna sobre la formación de precios
- Adopción de **recomendaciones internacionales** (IOSCO, FSB) para la creación de índices de mercado: TRM.
 - Se depuraron los participantes en la formación del indicador para evitar que costos de transacción o condiciones comerciales particulares afecten la formación de la tasa de referencia para todo el mercado.

Régimen Cambiario

- Permite la **apertura de cuentas en moneda legal para no residentes**
 - lo que facilita la oferta de recursos productivos, mejorando los costos de financiación.
 - Se mantienen esquemas de control para evitar situaciones que afecten la estabilidad financiera
- Se estableció una **filosofía basada en riesgos cambiarios y no en desembolsos**
 - Permite focalizar el monitoreo en los descalces de los balances.
- Se amplía la cobertura de operaciones de **avales y garantías** a un mayor número de participantes

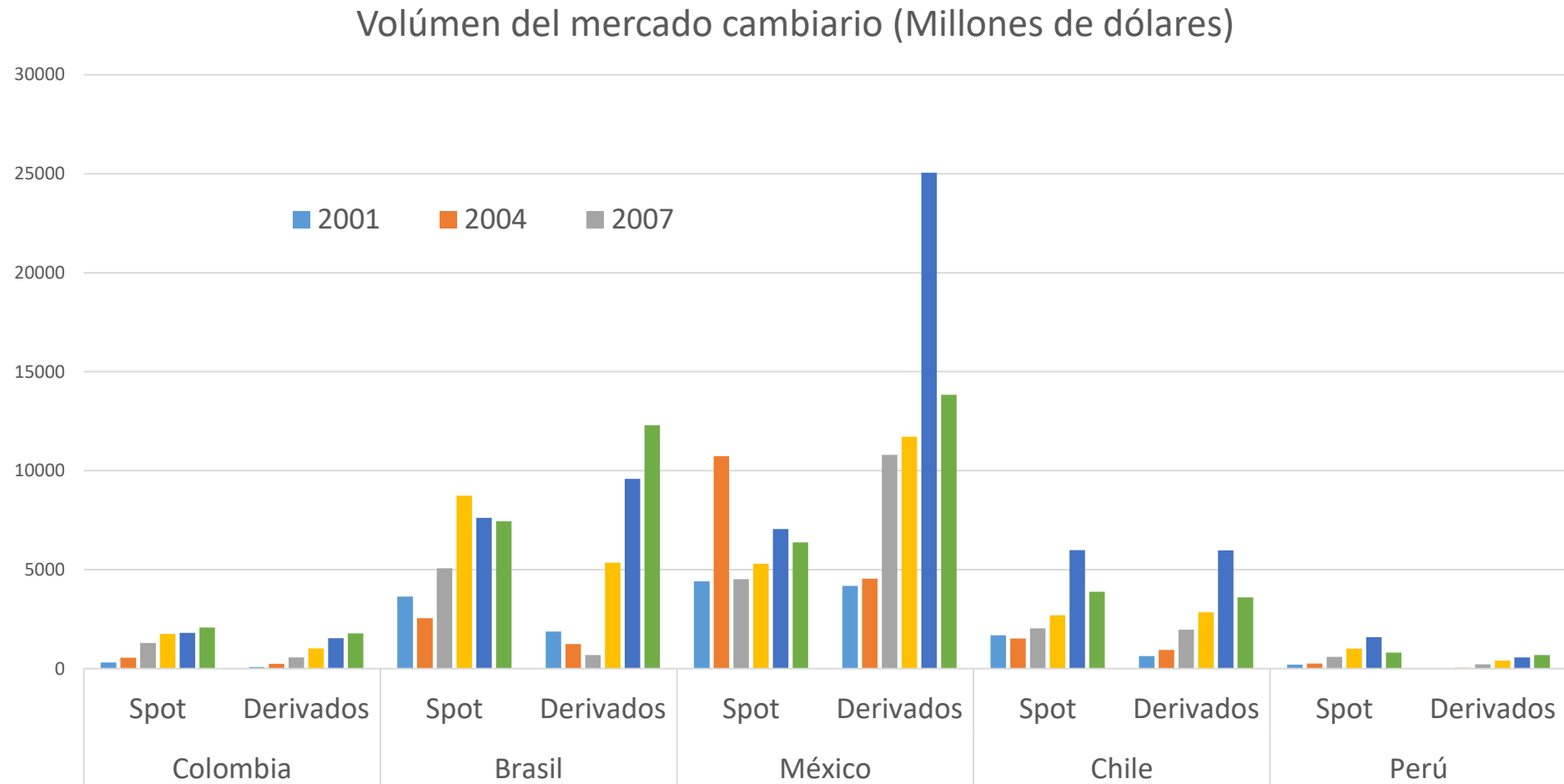
Régimen Cambiario

- Se modificó la regulación de **derivados**
 - son los mismos **agentes quienes deciden sobre los subyacentes** que pueden incluir en sus balances.
 - |Lo anterior amplía las posibilidades de inversión y de cobertura
- **Contratos estándar** (contratos marco) e inclusión de cláusulas de CloseOut Netting
 - Se busca dar una mayor solidez legal a las operaciones mediante la exigencia de– Mitigan el riesgo de crédito de la operaciones.
- Se permite la **negociación de CDS** (Credit Default Swaps)
- Se permite que la **liquidación de los derivados** pueda ser de entrega efectiva
 - y no solo de liquidación financiera
 - Incrementando la flexibilidad para el uso de los derivados (ej. Se pueden entregar divisas físicas a futuro sin restricciones).

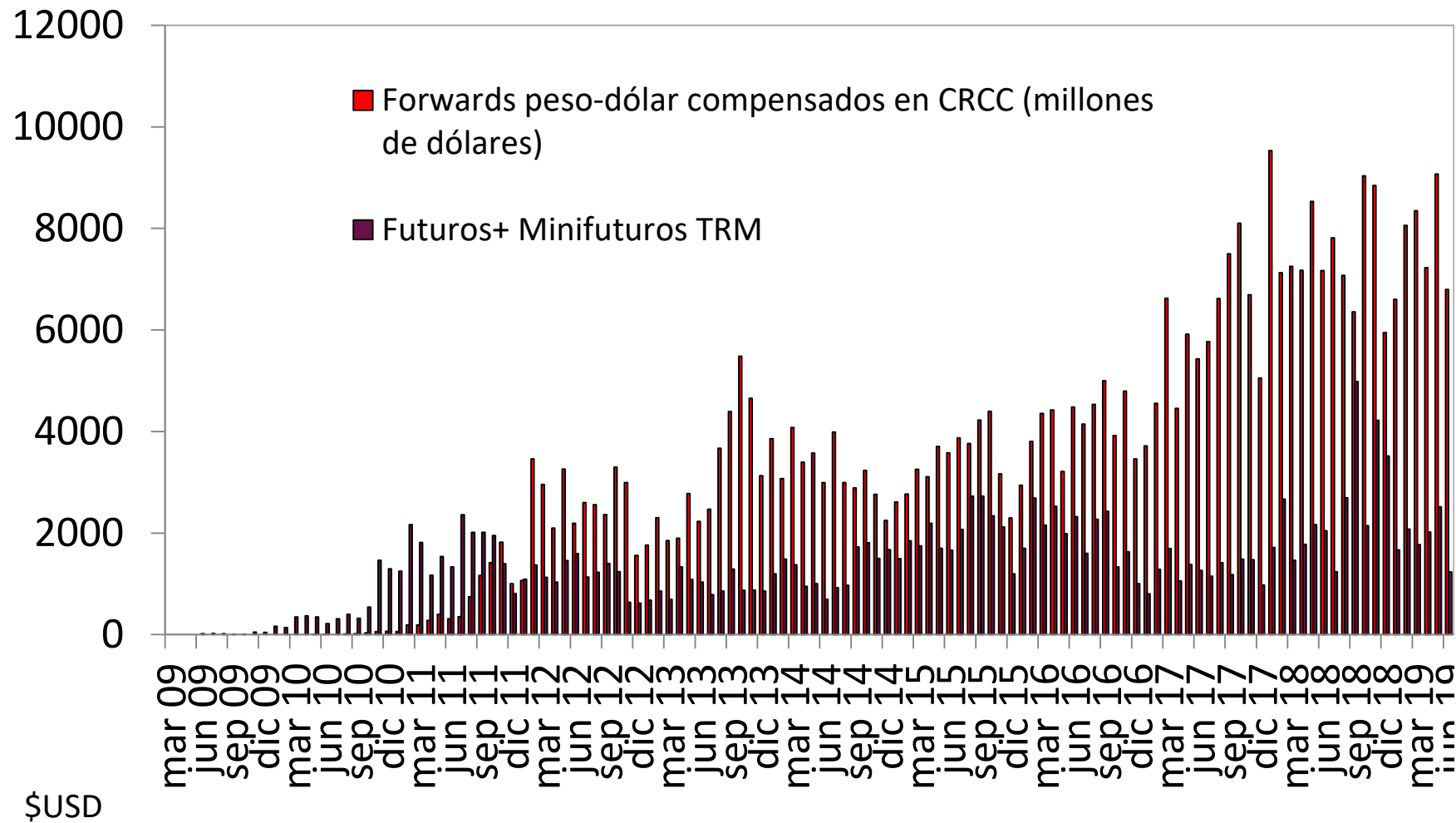
Régimen Cambiario

- Se permiten modificar las condiciones de los **contratos en línea**
 - con el funcionamiento general del mercados a nivel internacional.
- Se eliminan restricciones a las **inversiones financieras** y en activos del exterior (adecuándose al funcionamiento normal del mercado)
- Y se **eliminan reportes innecesarios** que pueden generar costos para los participantes de ese mercado.
- Se **redefinen las categorías de los IMC**
 - para permitir una mejor distribución de las operaciones permisibles, basados en niveles de capital y en la capacidad de las entidades para manejar los riesgos de las operaciones.
- Se ampliaron las operaciones permitidas para ser compensadas y liquidadas a través de **cámaras de riesgo central** de contraparte locales
 - lo que reduce el riesgo de crédito del sistema así como el consumo de capital regulatorio (eficiencia).

El mercado de divisas en Colombia ha crecido en los últimos 20 años, sin embargo aún estamos rezagados frente a otros países de la región



El uso de instrumentos no estandarizados compensados a través de cámaras de contrapartida central ha crecido sustancialmente



Fuente: BVC, Banco de la República



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES

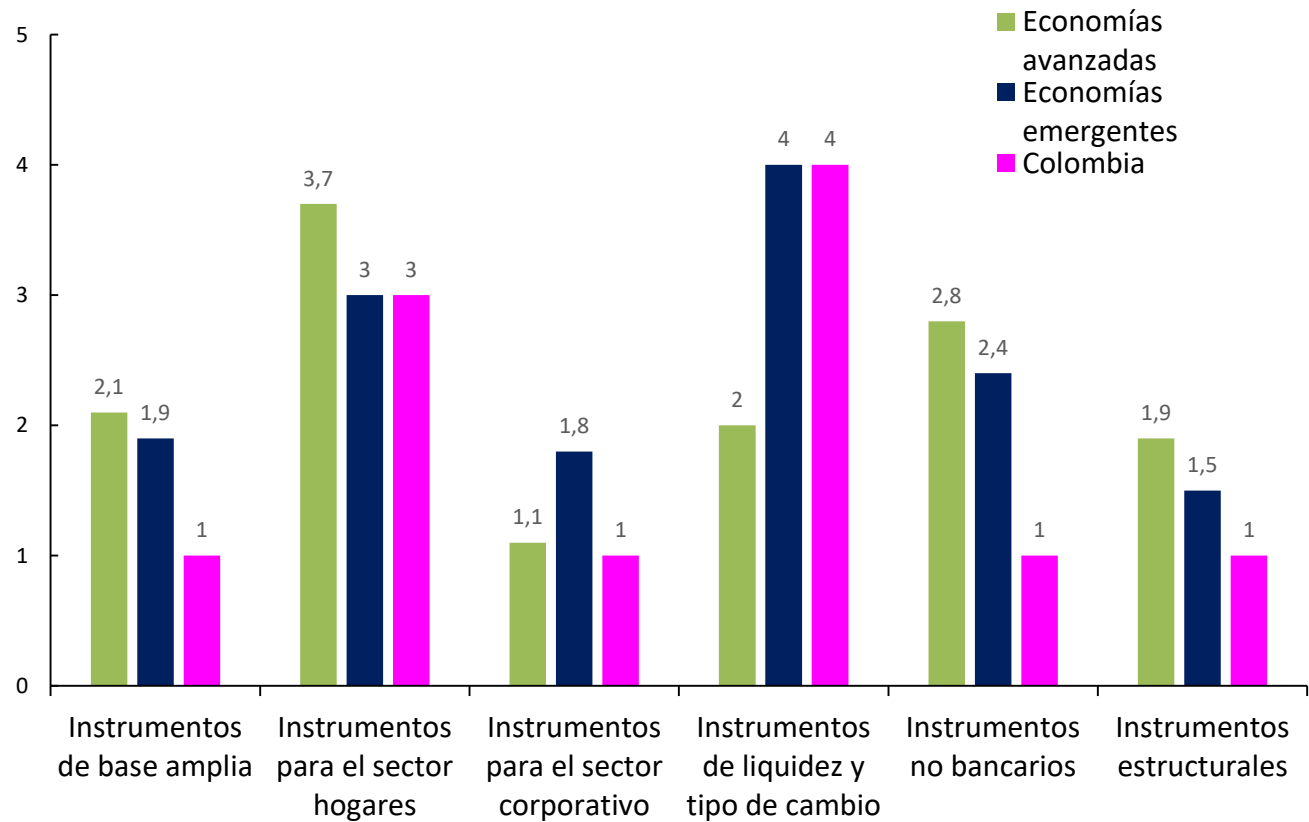
- La presencia de un **sector financiero sólido**
 - Es un elemento clave para la implementación de políticas anticíclicas
 - y para permitir que la flexibilidad del tipo de cambio funcione como un amortiguador
- Medidas **macroprudenciales**
 - Buscan desarrollar los Mercados sin que se exacerben los riesgos cambiarios
 - y persiguiendo estándares internacionales en términos de monitoreo de riesgos
 - Existe un debate abierto sobre la coherencia de las diferentes medidas macroprudenciales ...

Expansión del sistema financiero colombiano en el exterior

- La expansión del sistema financiero colombiano en el exterior ha implicado nuevos riesgos que han requerido respuestas de política macroprudencial:
 - 1. Posición neta FX que considera los riesgos por moneda
 - 2. La LCR (riesgo de cobertura de liquidez) tiene en cuenta los desajustes monetarios
 - 3. Los depósitos de extranjeros tienen un supuesto de retiro del 100% en la LCR

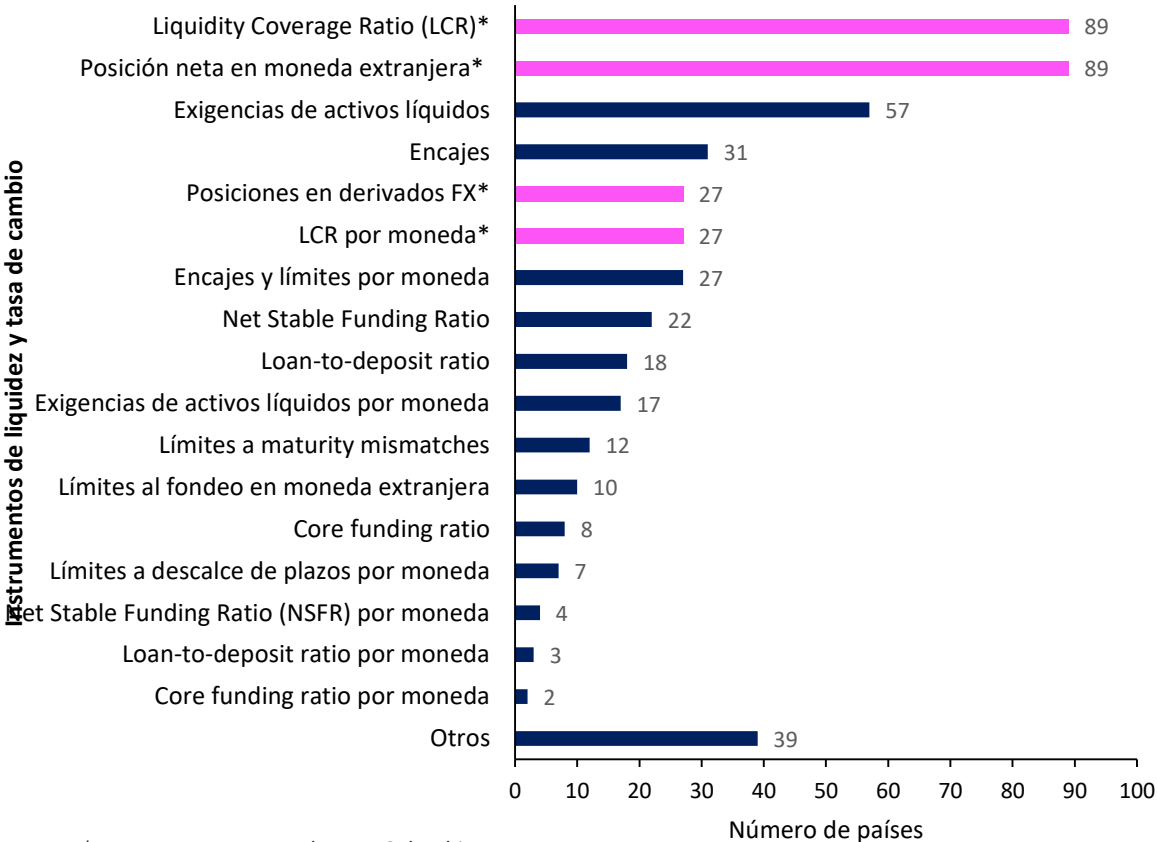
Colombia utiliza activamente políticas macroprudenciales, especialmente aquellas destinadas a gestionar los riesgos de liquidez y FX

Número de instrumentos reportados por tipo de país y tipo de instrumento (2017)



Fuente: IMF Macprudential Policy Survey

Número de países que reportaron estos instrumentos en 2017

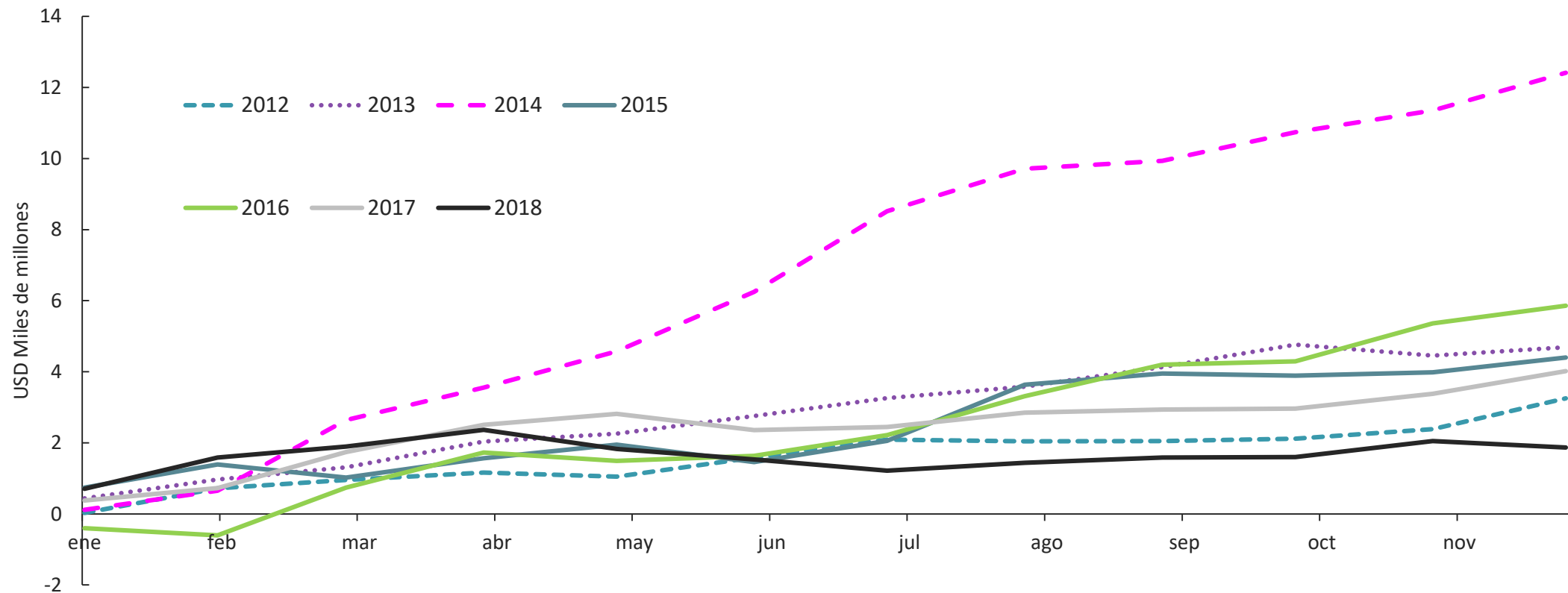


*Instrumentos reportados por Colombia

Fuente: IMF Macprudential Policy Survey

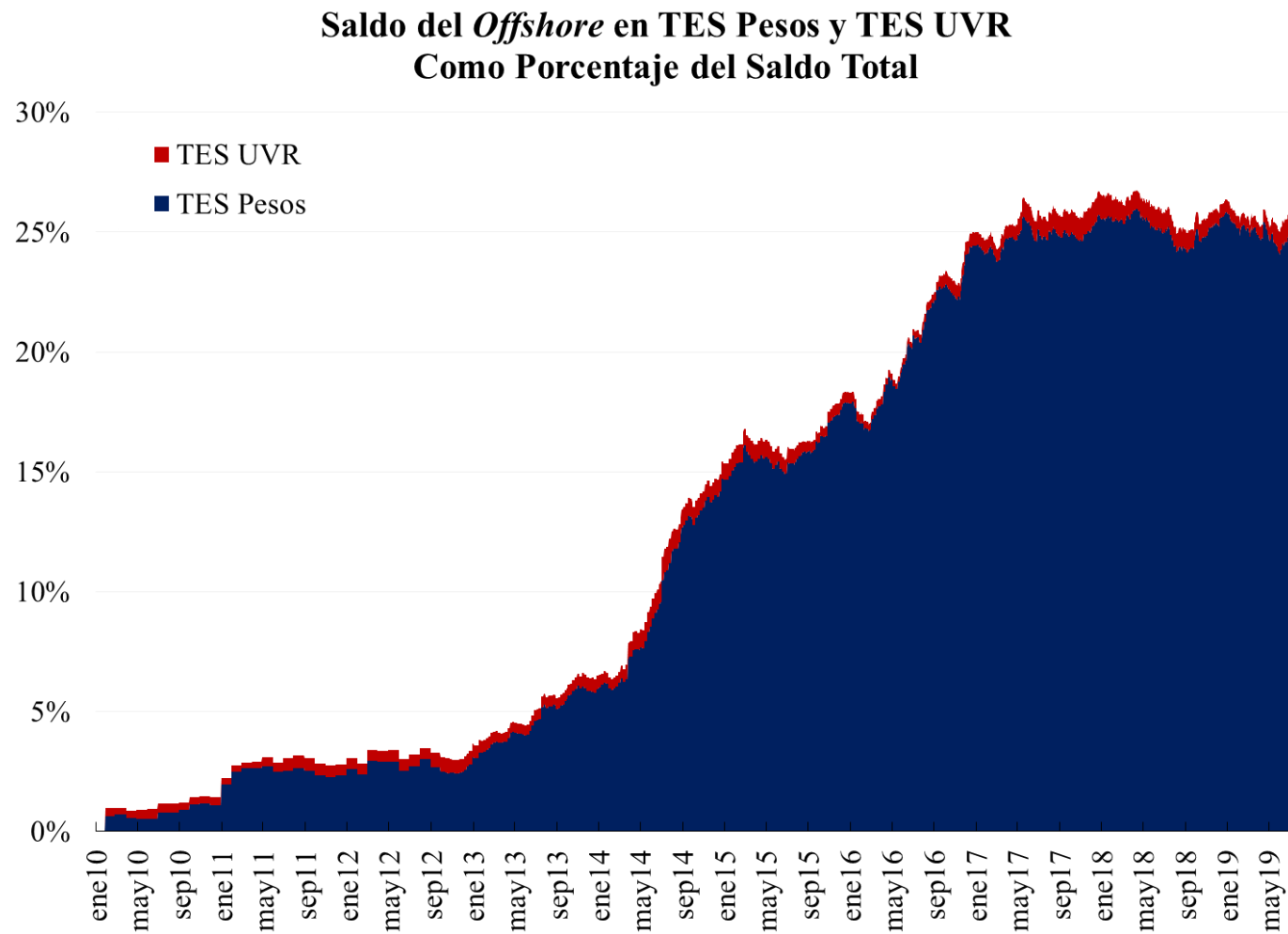
- Los desarrollos mencionados se hacen más relevantes en la medida en que la economía y mercados colombianos se han expuesto más al interés de **agentes extranjeros**

Flujos de portafolio en Colombia – Acumulado Anual

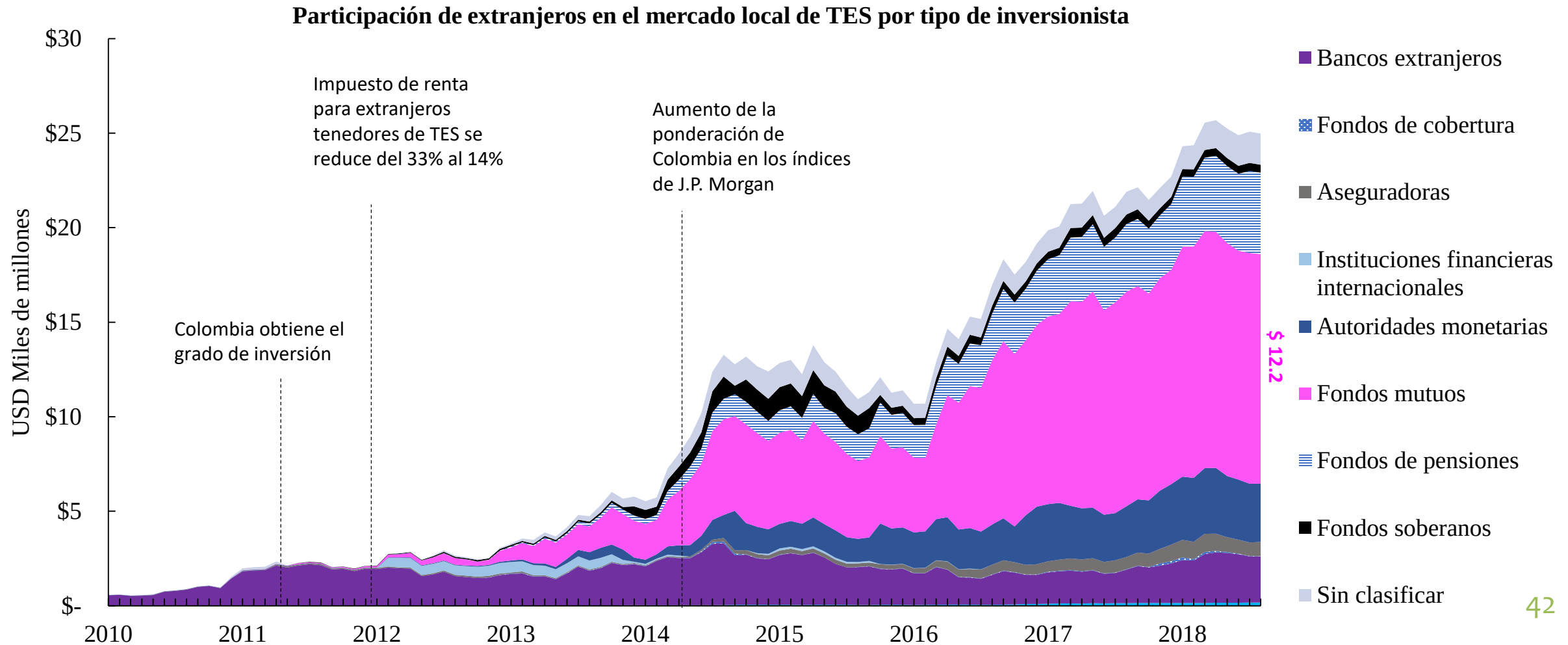


Fuente: Banco de la República

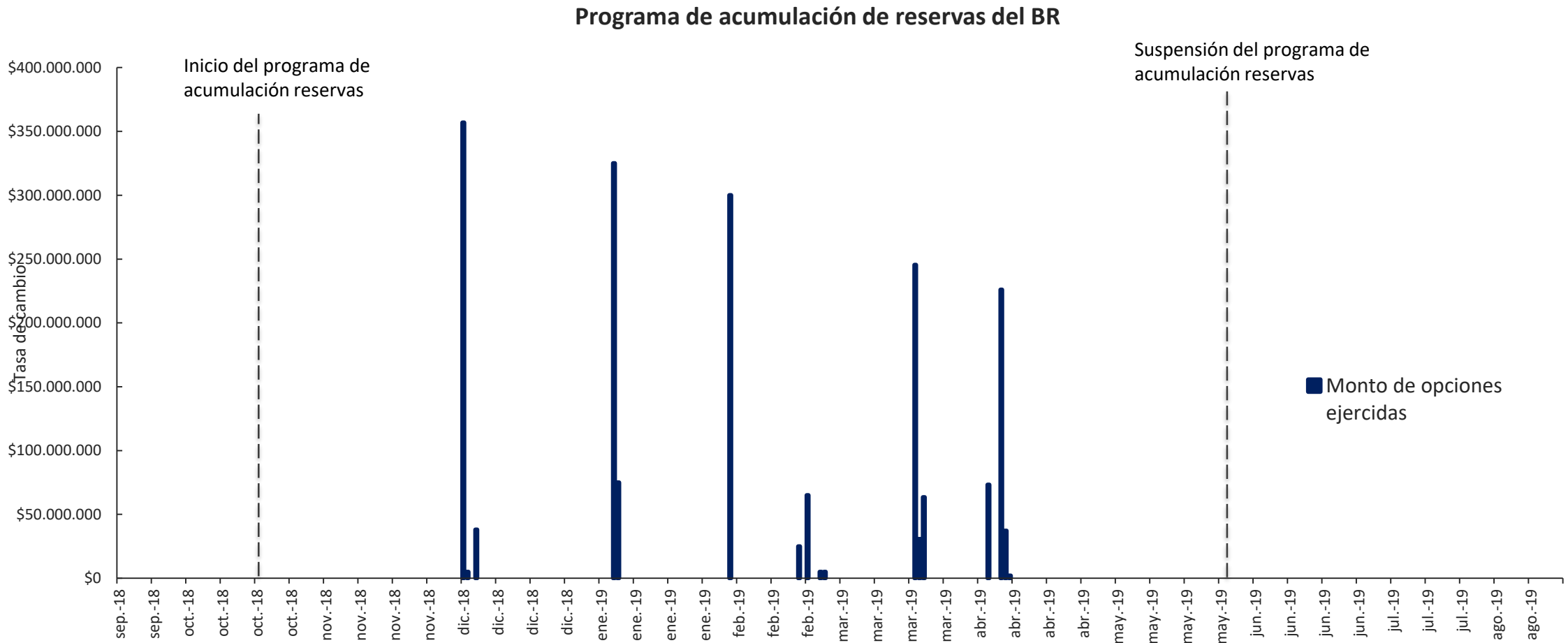
Saldo del offshore en TES



Dominados por Fondos Mutuos y por Instituciones Financieras Internacionales



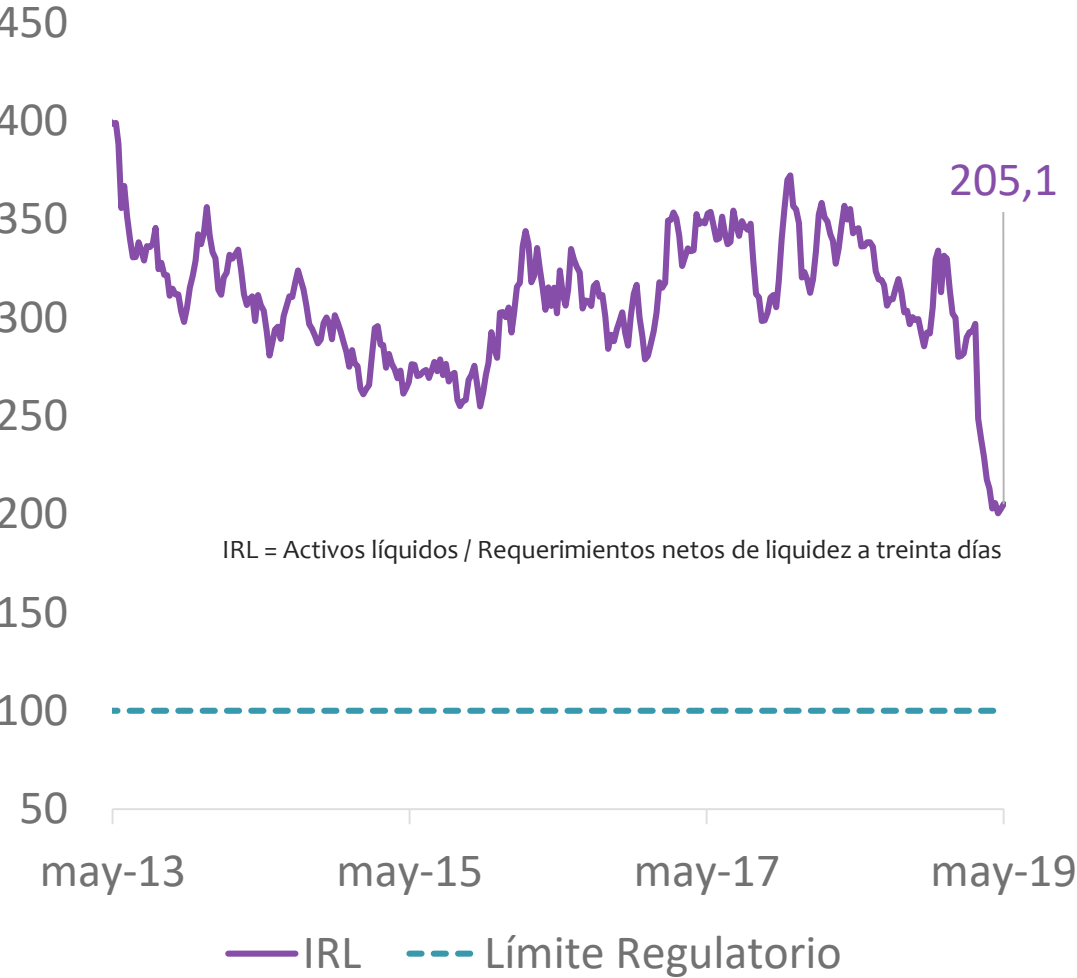
- Compra de reservas internacionales por US\$ 2,800 millones como un seguro contra la volatilidad internacional



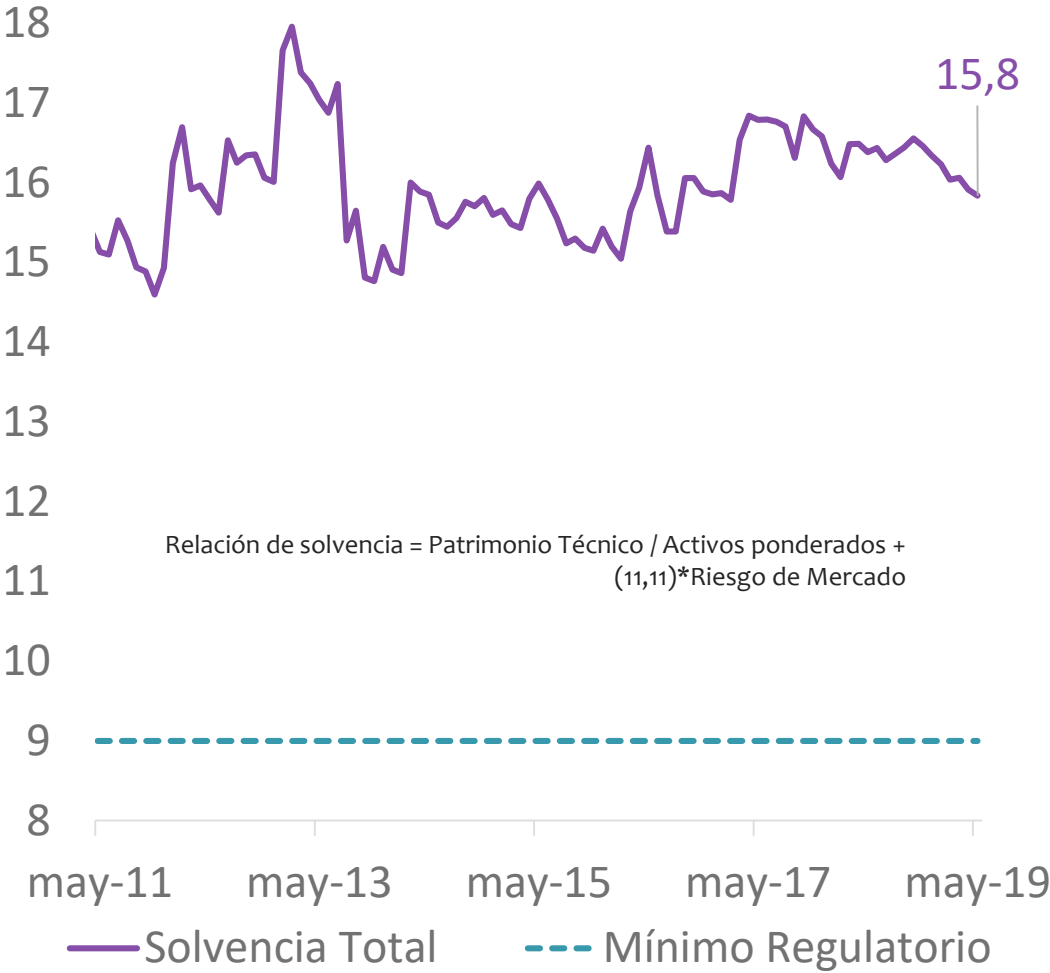
Fuente: Banco de la República



Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) de los Establecimientos de Crédito

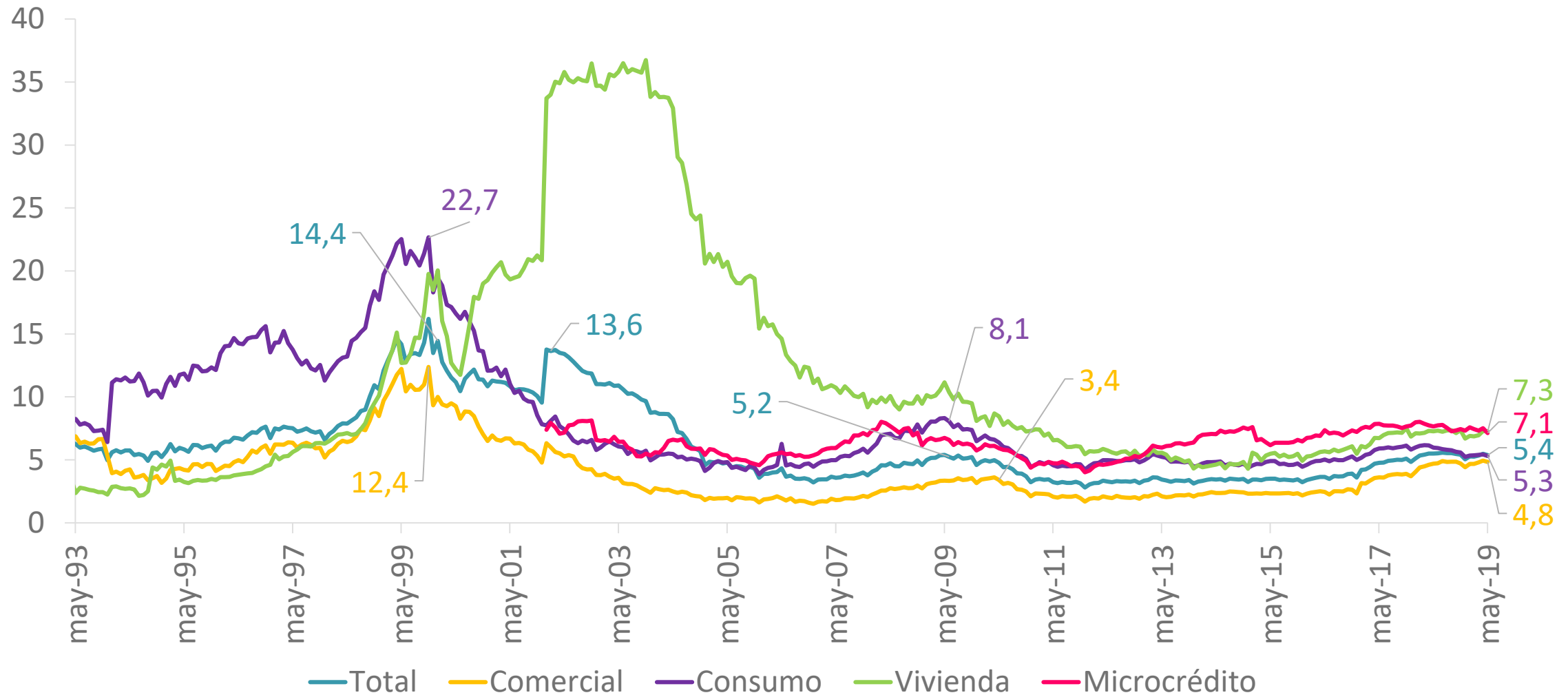


Relación de solvencia de los Establecimientos de Crédito



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Indicador de calidad de la cartera por mora (ICM, cartera en mora/cartera total)

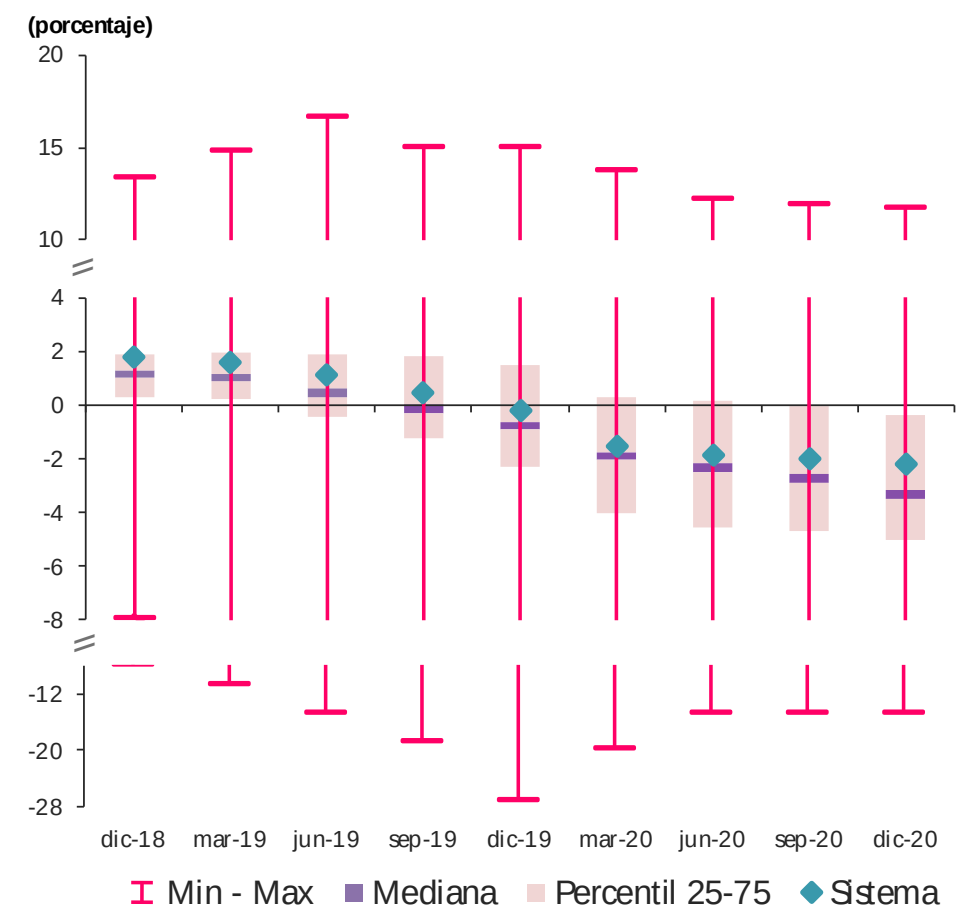


Ejercicio de sensibilidad

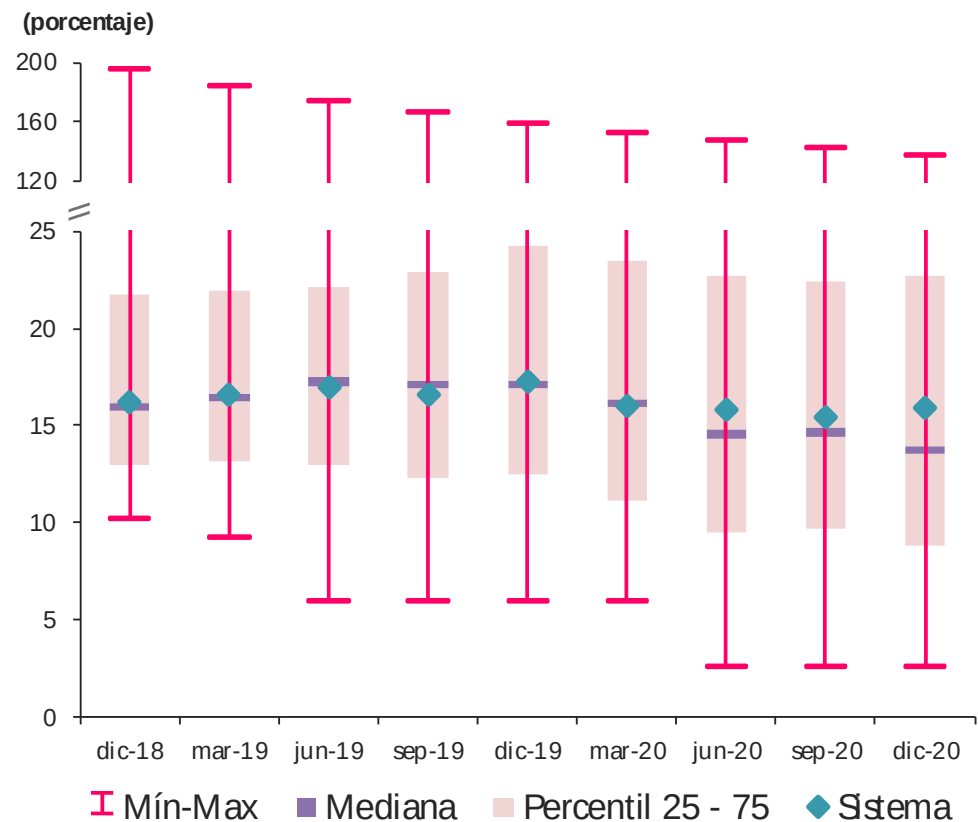
- El ejercicio evalúa la resiliencia de los establecimientos de crédito ante un escenario hipotético extremo y adverso.
- El escenario supone:
 - Una hipotética desaceleración de la economía colombiana durante 2019 y 2020.
 - Dificultades en materia de financiamiento internacional.
 - Mayor materialización del riesgo de crédito.
- Resultados:
 - El sistema tiene la **resiliencia suficiente** para enfrentar el escenario estresado a pesar de las pérdidas agregadas que enfrenta.

Ejercicio de sensibilidad: Resultados

ROA de los Establecimientos de Crédito



Relación de solvencia de los Establecimientos de Crédito



Medidas

- Se amplía la **batería de indicadores** para medir de forma más completa los riesgos cambiarios:
 - Indicador de exposición de corto plazo - Individual/Consolidada (IEI/IEC): Riesgos de liquidez de las operaciones cambiarias a 7 y 30 días a nivel individual y a nivel de consolidado por conglomerados financieros.
 - Indicador de Riesgo Cambiario (IRC): Busca limitar los descalces moneda por moneda.

Medidas

- Se establecieron **nuevos indicadores** (Posición de inversiones controladas en el exterior – PICE-) para medir de forma más adecuada la exposición cambiaria de las entidades dada sus decisiones estructurales de inversión (división entre *banking book* y *trading book*)
- Se eliminan límites a medidas que no se consideran que representan riesgos latentes y que pueden generar fricciones innecesarias en el mercado
 - se eliminaron los límites a la PPC y a la PBA



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES

De acuerdo con el BIS, un indicador adecuado del costo del dinero debe tener 5 características

- **Confiabilidad**
 - Contra posibles iniciativas de manipulación y de errores en el proceso de cotización
- **Robustez**
 - procesos transparentes y conocidos en períodos de tensión en los mercados
- **Alta periodicidad**
- **Disponibilidad**
 - acceso inmediato y fácil a los valores de referencia
- **Representatividad**

DTF: algunas fortalezas

- La DTF cuenta con una **representatividad** significativa.
 - Para agosto de 2014 un 34% de las captaciones a plazos mediante los certificados de depósito a término (CDT) se pactaron a un plazo de noventa días
- La disponibilidad y **conocimiento** de la DTF es favorable
 - Lo que le ha permitido posicionarse como un indicador de referencia muy utilizado en Colombia.

DTF: debilidades

- Operaciones entre agentes **heterogéneos** con perfiles de riesgo diferentes
 - tanto por el lado de los demandantes (los establecimientos de crédito)
 - como por el de los oferentes (los ahorradores).
- Pueden incluir en su composición una prima de riesgo de crédito
 - que varía dependiendo del intermediario que esté originando el título y del ahorrador que esté depositando el dinero.

DTF: debilidades

- La DTF vigente en una semana se conforma con información del **período semanal anterior**
 - El índice es calculado semanalmente
- Posibilidad de las entidades **incidan en su cálculo**
 - Para su cómputo solo se consideran las captaciones a noventa días
 - Una entidad que no quiere afectar la DTF podría tener incentivos para pactar operaciones a plazos cercanos a noventa días (p. e.: 89 o 91)

IBR

- Refleja de una manera más adecuada el **costo del dinero** y las **condiciones de liquidez**
 - El BR utiliza el IBR en el seguimiento a las condiciones de liquidez
 - y para recoger las expectativas del mercado en relación con su tasa de intervención
- La consolidación del IBR contribuye al desarrollo del mercado de **derivados**, en particular, los de tasa de interés
- Los mecanismos de **transmisión de la política monetaria** pueden verse fortalecidos entre más se utilice el IBR
 - como referencia de operaciones activas y pasivas de los intermediarios.

IBR

- Los **agentes** participantes son **especializados**
- Con características **homogéneas**
- Gozan de **información** sobre el estado de liquidez de la economía
- Se fija como la **mediana** de las tasas cotizadas
 - se reduce la capacidad que podría tener una entidad en particular para influenciar el nivel del indicador
- El IBR a tres meses **reacciona** más rápidamente ante cambios en la tasa de intervención
 - en comparación con la DTF

IBR

- Se **inició** con un indicador a 1 día y a un mes, y ya existe a 1 día, 1, 3 y 6 meses
 - Se está evaluando la posibilidad de incrementarlo a 12 meses.
 - Esto genera una curva de referencia para la valoración y para el mercado monetario local
- Se estableció un **manual de estándares** de emisión de instrumento del activo y del pasivo que utilicen el IBR como referencia
 - para dar mayor fuerza al uso del indicador

Indicador Bancario de Referencia - IBR

- Actualmente se **transan diariamente** en operaciones de formación del IBR:
 - \$320 mil millones en operaciones a 1 día.
 - \$40 mil millones en operaciones a 1 y 3 meses.
 - \$12 mil millones en operaciones a 6 meses.

El indicador sirve como parametro de referencia para operaciones fuera del esquema de formación tanto a nivel local, como con y entre actores internacionales

IBR para los TDAs (Títulos de Desarrollo Agropecuario)

- Recientemente, la Junta del BR (en coordinación con la Comisión de Crédito Agropecuario) modificó las condiciones financieras de los Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA)
 - para que sus rendimientos se puedan indexar a IBR (y a la DTF)



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES

Liquidez en moneda legal

- Se diseñó un **nuevo esquema de control de riesgo** para las operaciones de liquidez con el mercado
 - reduce las exigencias de colaterales a las entidades, sin reducir los controles de riesgo
- Se implementó el esquema de **llamados al margen, reduciendo los haircuts** aplicables a operaciones de más de 1 día.
 - Lo anterior genera eficiencias para el uso de los títulos de deuda pública
- Se está **estudiando** la posibilidad de **otorgar liquidez de manera recurrente** (no como última instancia) utilizando deuda privada como colateral de las operaciones.
 - Esto con el fin incentivar la liquidez de estos instrumentos

Liquidez en moneda legal

- Se permitió a la **CRCC** (Cámara de Riesgo Central de Contraparte) el acceso a la liquidez intradía del BR para mitigar riesgos operativos.
 - Lo anterior da mayores garantías al mercado sobre el adecuado funcionamiento de estas infraestructuras
 - (Adicionalmente se requirió la constitución de un fondo de garantías común para fortalecer el esquema de riesgos de la entidad).

Liquidez en moneda extranjera

- Se reglamentó el uso de **FX Swaps** con el fin de otorgar liquidez en moneda extranjera a los IMC
 - en aquellos casos en los que exista evidencia de cierres en el crédito externo
- Este mecanismo está disponible para la cámara de **compensación de divisas** como una ventanilla en casos que se considere pertinente
 - Lo anterior en procura de preservar el normal funcionamiento del mercado cambiario



TEMAS

LA NECESIDAD DE UN MERCADO DE CAPITALES PROFUNDO

INFLACIÓN Y PRODUCCIÓN

TASA DE CAMBIO: FLOTACIÓN Y RÉGIMEN CAMBIARIO

ESTABILIDAD FINANCIERA

COSTO DEL DINERO

FACILIDADES DE LIQUIDEZ

CONCLUSIONES