



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre de 2013

Banco de la República

Julio de 2013

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

Nathali Cardozo
Karen Juliet Leiton
José Fernando Moreno
Lina Vanessa Patiño
Juan Sebastián Rassa
Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Diana Milena Boada
Daisy Johana Pacheco

Recuadros

Recuadro 1: Alfredo Hincapié, Kimberly Rojas y Diego Rojas

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	5
2.1	Mercado cambiario	5
2.2	Mercado monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	12
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	17
	Recuadro 1: El Mercado de FX Swaps y Cross Currency Swaps	20
6	Mercado Monetario y Renta Fija	29
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	29
6.2	Mercado de Deuda Pública	33
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	33
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	34
6.3	Contratos de Futuros de TES	37
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	37
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	39
7	Mercado Primario de Deuda Privada	40
8	Mercado Accionario	43

Índice de Gráficos

1	Indices accionarios	8
2	Indices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa	8
3	Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U	11
4	Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro	11
5	Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra	11
6	Índices de Confianza	12
7	Índice de Confianza de la Economía (ICEA)	14
8	Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	14
9	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna	14
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	15
11	VIX vs. Índices de Monedas	15
12	Tasas de Cambio LATAM	15
13	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	17
14	COP/USD - LACI* - VIX	18
15	Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro	18
16	Forwards y Futuros CRCC	19
17	Esquema del FX-swap.	20
18	Esquema CCS	22
19	Montos del mercado FX Swaps.	25
20	FX Swaps por plazos.	25
21	Monto en el mercado CCS.	26
22	Contrapartes en los CCS.	27
23	CCS por plazos.	27
24	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	29
25	Indice de Precios al Consumidor	30
26	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	31
27	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	31
28	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012	32
29	Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2013)	32
30	Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)	32
31	Crecimiento Anual de Cartera	33
32	Curva Cero Cupón Estados Unidos	33
33	Curvas Cero Cupón Países de la Región	34
34	Proyección de Vencimientos TES	35
35	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	36
36	Curvas Spot Colombia. Dic. 2012, Feb. 2013 y Mar. 2013	36
37	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)	36
38	Monto Promedio Negociado por plazos de TES	37
39	Monto Promedio Diario Negociado de TES	37
40	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	38
41	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	38
42	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	38
43	Credit Default Swaps 5 años	39

44	Spreads Deuda Soberana LATAM	39
45	TES Globales vs TES locales	40
46	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	40
47	Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED	40
48	Monto Total Colocado (2010 - 2013)	41
49	Monto Colocado por Sector	41
50	Colocaciones por Tasa de Interés	42
51	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	42
52	Monto Colocado VS Monto Demandado	42
53	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	42
54	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	44
55	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	44
56	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	45
57	S&P MILA 40	45
58	IGBC y Volumen Transado Diario	45
59	Capitalización Bursátil/PIB	46

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	16
4	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	16
5	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	17
6	Monto transado en el Mercado Cambiario A Nivel Mundial	24
7	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Junio LATAM	29
8	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2013	30

1 Introducción

El Banco de la República (BR) 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.

Con el anterior objetivo, este reporte pretende proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte hace una descripción de los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial. El análisis del presente documento se centra en el periodo comprendido entre abril y junio de 2013.

En este periodo, la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó ante la incertidumbre generada por las declaraciones de la Reserva Federal respecto al retiro gradual de las medidas de estímulo monetario, antes de lo esperado, y algunas noticias desfavorables en China. Adicionalmente, los bancos centrales de Japón y la Zona Euro, continuaron respaldando los programas de estímulo monetario. En este contexto, el dólar se fortaleció frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, los índices accionarios de países desarrollados presentaron un comportamiento mixto mientras los de países emergentes registraron desvalorizaciones y los bonos de deuda pública tanto interna como externa de los países de la región se desvalorizaron. A nivel local, la percepción de riesgo de los agentes se deterioró, los bonos de deuda pública interna se desvalorizaron, las colocaciones de deuda privada disminuyeron considerablemente y el IGBC se desvalorizó.

El documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en los mercados a nivel internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento regional y local.

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado cambiario

En el segundo trimestre de 2013 las monedas de países desarrollados y emergentes se debilitaron frente al dólar estadounidense. Las monedas que presentaron la mayor depreciación fueron el dólar australiano, el real brasilero y la rupia india. En Latinoamérica la depreciación fue generalizada y estuvo asociada principalmente a la evolución de la percepción de riesgo internacional.

2.2 Mercado monetario

En el segundo trimestre de 2013 continuaron los estímulos monetarios en países desarrollados. Por un lado la Reserva Federal (Fed) decidió continuar con el programa de compras de títulos, y afirmó que de acuerdo a la evolución del empleo y la inflación podría ser adecuado moderar el ritmo de compras a finales de 2013 de tal manera que a mediados de 2014 se retire completamente el programa. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,5 %, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) la redujo a un mínimo histórico de 0,5 %. De otro lado, el Banco Central de Japón cambió la tasa de interés a un día por el control de la base monetaria como su instrumento principal de política, y anunció una serie de medidas con las cuales busca alcanzar la meta de inflación de 2 % en un plazo igual o inferior a 2 años.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Colombia, México, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria durante el segundo trimestre de 2013. Por su parte, el banco central de Brasil anunció incrementos que en total sumaron 75 p.b. dejando la tasa en 8,0 %.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En cuanto a los mercados de deuda pública, en el segundo trimestre de 2013 los bonos de Colombia, Brasil, México y Perú registraron desvalorizaciones. Por el contrario, los títulos de Chile se valorizaron. Las desvalorizaciones de los bonos de Colombia y los otros países mencionados se presentaron particularmente desde mayo, y estuvieron relacionadas principalmente con la posible disminución o finalización del programa de compra de activos de la Fed, antes de lo esperado. En el caso de Colombia, las tasas también estuvieron influenciadas por factores locales como la incertidumbre generada por el impacto que tendría, en caso de ser aprobado, el proyecto de decreto que modificaría el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias, y por algunos datos de inflación dados a conocer durante el trimestre, que resultaron superiores a los esperados. El comportamiento de las tasas de los títulos de deuda en Chile, podría estar relacionado con expectativas de recortes de la tasa de referencia en el año 2013, reflejadas en las encuestas que realiza el banco central de ese país.

En cuanto a las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, las tasas, principalmente las de mediano y largo plazo, presentaron incrementos, comportamiento asociado a las señales de una posible disminución en el monto de compras de bonos por parte de la Fed antes de lo inicialmente descontado por los mercados.

Durante el trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región, incluyendo los de Colombia, se desvalorizaron. La tendencia de la región estuvo asociada al contexto internacional que reflejó un menor apetito por activos emergentes. Durante este período, Standard and Poor's cambió la perspectiva de la deuda de Venezuela y Brasil de estable a negativa, mientras que aumentó la calificación de Colombia. Por su parte, Fitch Ratings aumentó la calificación de deuda soberana de México.

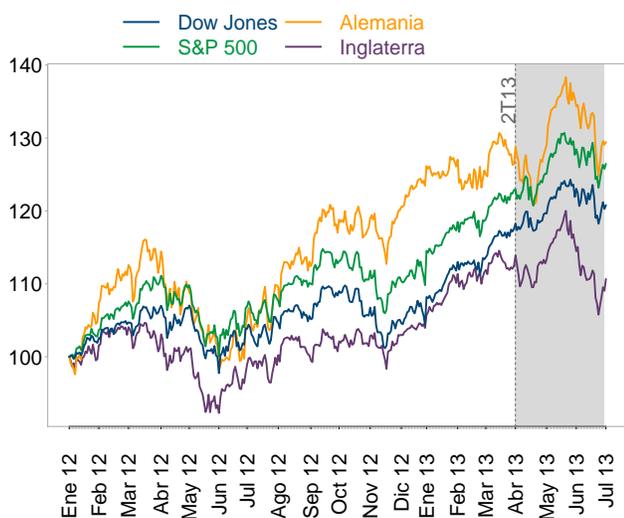
2.4 Mercado accionario

Durante el segundo trimestre de 2013 se presentó una desvalorización generalizada de los índices accionarios de países emergentes, en línea con la percepción de riesgo a nivel internacional. Los países desarrollados presentaron resultados mixtos ante la desvalorización de algunos índices en la zona euro y países como China ante cifras de crecimiento menores a las esperadas, mientras que algunos países como Japón y Estados Unidos presentaron valorizaciones. En América Latina, se presentaron desvalorizaciones importantes impulsadas por la caída en el precio internacional de los commodities y la publicación de datos desfavorables de crecimiento.

3 Entorno internacional

En el segundo trimestre de 2013 (2T13) los índices accionarios presentaron un comportamiento mixto¹ (Gráfico 1), y la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó² debido principalmente a la incertidumbre que generaron en los mercados financieros los comentarios del presidente de la Fed con respecto a un posible retiro del estímulo monetario antes de lo esperado, a la restricción de liquidez local en China así como los débiles datos de actividad económica publicados en ese país, y a la reducción de las proyecciones de crecimiento mundial (Gráfico 2).

Gráfico 1: Índices accionarios



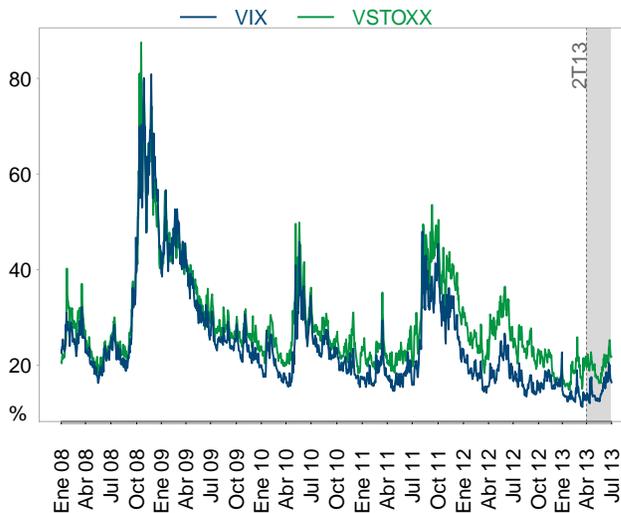
Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 Diciembre 2007

En el trimestre, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional redujeron sus pronósticos de crecimiento con respecto a los publicados en enero de

¹En el 2T13 los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones se valorizaron 2,4%, 4,2% y 2,3%, respectivamente. El Nikkey de Japón se valorizó 10,3%, mientras que el índice accionario de China disminuyó 11,5%. El índice de Inglaterra disminuyó 3,1% y el Eurostoxx 0,8%, a pesar de las valorizaciones que presentaron las bolsas de Alemania (2,1%) y Francia (0,2%).

²En el periodo analizado el VIX pasó de 12,7% a 16,86% y el VSTOXX pasó de 20,89% a 21,81%.

Gráfico 2: Índices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

2013. El pronóstico del Banco Mundial para la economía global pasó de 2,4% a 2,2% para 2013 y de 3,1% a 3% para 2014. Para el caso de Colombia el pronóstico fue ajustado de 3,8% a 3,9% para 2013 y de 4,1% a 4,2% para 2014. Por su parte, el Fondo Monetario redujo el pronóstico de crecimiento mundial de 3,5% a 3,3% para 2013 y lo mantuvo estable en 4% para 2014.

En Estados Unidos, la Fed decidió continuar con su programa de compras mensuales de activos³ hasta que la perspectiva del mercado laboral haya mejorado sustancialmente, en un contexto de estabilidad de precios. Sin embargo, las minutas de las reuniones de política monetaria publicadas durante el trimestre mostraron cierta división entre los miembros del Comité con relación al momento en el cual finalizaría dicho programa. Los temores de un posible retiro gradual del programa de estímulo se confirmaron con las declaraciones del presidente de la FED, en las cuales afirmó que si la economía mejora, como sugieren sus pronósticos⁴,

³Compras de títulos hipotecarios por montos mensuales de US\$40 mil millones, y de títulos del Tesoro de largo plazo por montos mensuales de US\$45 mil millones.

⁴La Fed revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento pa-

sería apropiado moderar el ritmo mensual de compras a finales de este año para concluirlo de manera progresiva a mediados de 2014.

De otra parte, en el trimestre la actividad económica estadounidense continuó expandiéndose a un ritmo entre modesto y moderado. En el periodo fueron publicados datos positivos de empleo⁵ y confianza económica⁶, y datos negativos de crecimiento económico⁷, de producción industrial⁸ y del sector manufacturero y de servicios⁹.

Por otro lado, en la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región¹⁰, lo cual se reflejó en la reducción de las proyecciones de crecimiento por parte de la Comisión Europea¹¹ y el Banco Central Europeo¹² para 2013. No obstante, en el

ra 2013 a un rango entre 2,3% y 2,6% (ant: 2,3% a 2,8%) pero las aumentó para 2014 a un rango entre 3% y 3,5% (ant: 2,9% a 3,4%); de la misma manera redujo sus pronósticos de desempleo para 2013 a un rango entre 7,2% y 7,3% (ant: 7,3% y 7,5%), y para 2014 a un rango entre 6,5% y 7,8% (ant: 6,7% y 7%); finalmente, revisó a la baja sus proyecciones de inflación para 2013 a un rango entre 0,8% y 1,2% para 2013 (ant: 1,3% y 1,7%), y para 2014 a un rango entre 1,4% y 2% (ant: 1,5% a 2%).

⁵En promedio, las peticiones iniciales de desempleo disminuyeron en el trimestre, particularmente en el mes de abril cuando registraron su menor nivel desde enero de 2008 (327mil). Además, la creación de empleos no agrícolas en los meses de abril (165 mil) y mayo (175 mil) fueron superiores a los esperados por el mercado.

⁶El índice de confianza del consumidor de la Conference Board pasó de 61,9 puntos en marzo, a 81,4 en junio. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan pasó de 78,6 en marzo a 84,1 puntos en junio.

⁷La tercera revisión del PIB del IT13 indicó que éste presentó una variación de 1,8%, dato inferior a las expectativas del mercado (2,4%).

⁸El índice de producción industrial presentó variaciones de 0,4% (esp: 0,2%) en marzo, -0,5% (esp: -0,2%) en abril y 0% (esp: 0,2%) en mayo.

⁹En el trimestre, el índice ISM manufacturero pasó de 51,3 puntos en marzo a 49 puntos en mayo, y el índice no manufacturero pasó de 54,4 puntos en marzo a 53,7 puntos en mayo.

¹⁰En el IT13 el PIB de la Zona Euro disminuyó 1,1% (esp: -1,0%, ant: -0,6%). Alemania (esp: -0,2%, ant: 0,3%) y Francia (esp: -0,4%, ant: -0,4%) presentaron contracciones de 0,3% y 0,4%, respectivamente.

¹¹Las proyecciones de crecimiento de la Comisión Europea pasaron de -0,3% a -0,4% para 2013, y de 1,4% a 1,2% para 2014

¹²Las proyecciones de crecimiento del Banco Central Europeo

trimestre se tomaron medidas para impulsar la economía y se lograron acuerdos en torno a la inestabilidad política de Italia y a la situación fiscal de Chipre.

En Italia, luego de la reelección del presidente Giorgio Napolitano, se logró la formación de un nuevo gobierno de coalición que permitió ponerle fin a un periodo de estancamiento político en el país. De otro lado, la aprobación por parte del parlamento de Chipre de las medidas necesarias para el plan de rescate europeo por EUR10 billones, logró calmar las preocupaciones sobre la situación fiscal del país. El primer desembolso del plan de rescate se llevó a cabo en mayo, con el cual la economía de Chipre recibió EUR2 billones. Adicionalmente, el FMI anunció que su contribución al paquete financiero sería de EUR1 billón, luego de acordar con las autoridades de Chipre un programa económico que ayudaría con las necesidades financieras del país¹³.

Finalmente, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés en 25 p.b. a un mínimo histórico de 0,5%, en un contexto de bajas presiones inflacionarias y de debilidad en la actividad económica. Además, consideró esencial la implementación de reformas estructurales a nivel nacional con el fin de reforzar la sostenibilidad fiscal y el crecimiento económico potencial. En este contexto, el Consejo de Ministros de España aprobó el Programa de Estabilidad para 2013-2016 y el Plan Nacional de Reformas que remitiría a la Comisión Europea, con el cual se busca corregir los desequilibrios de la economía, impulsar la recuperación económica y crear empleo.

En Asia, el Banco Central de Japón cambió la tasa de interés a un día por el control de la base moneta-

pasaron de -0,5% a -0,6% para 2013, mientras que aumentó su estimación para 2014 de 1% a 1,1%.

¹³Con el programa se alcanzaron los siguientes objetivos: (i) los problemas en los dos principales bancos del país fueron abordados, (ii) las medidas de consolidación fiscal se introdujeron dentro del presupuesto para 2013 (un 2% del PIB adicional al 5% acordado anteriormente), lo cual implica que no serán necesarias medidas adicionales en el corto plazo, y (iii) el gobierno implementó una serie de reformas para mejorar la viabilidad a largo plazo del sistema de pensiones.

ria como su instrumento principal de política, y anunció una serie de medidas con las cuales busca alcanzar la meta de inflación de 2% en un plazo igual o inferior a 2 años¹⁴. En este contexto, la economía japonesa mostró señales de recuperación, las cuales se confirmaron con la publicación del crecimiento de 4,1% anual del PIB para el 1T13 (esp: 3,5%)¹⁵.

En China, los indicadores recientes confirman un menor dinamismo en su actividad económica. En el 1T13 y el 2T13 el PIB se expandió 7,7% anual (esp: 8%, ant: 7,9%) y 7,5% anual (esp: 7,5%, ant: 7,7%), respectivamente. Por otra parte, el sistema bancario experimentó fuertes restricciones de liquidez debido, entre otras razones¹⁶, a que el Banco Central se abstuvo de realizar operaciones de mercado abierto por el fuerte crecimiento que ha presentado el crédito en lo corrido del año (22% aproximadamente) y por preocupaciones sobre una posible burbuja de activos que amenace el crecimiento. Esta situación se vio reflejada en un incremento significativo de las tasas de interés del mercado interbancario que registraron sus niveles máximos históricos, y que indujeron al Banco Central a llevar a cabo operaciones repo para proveer liquidez a ciertos bancos con dificultades. La restricción crediticia coincidió con la reducción de los pronósticos de crecimiento del país¹⁷, con el deterioro de la calificación de deuda¹⁸ y con la publicación de datos negati-

¹⁴El Banco Central llevará a cabo operaciones de mercado abierto a fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de unos JPY60 – JPY70 trillones, y alcance los JPY200 trillones para finales de 2013 y JPY270 trillones al final de 2014. Asimismo, reemplazó su Programa de Compra de Activos por un plan de Relajación Monetaria Cuantitativa y Cualitativa, con el cual pretende duplicar en un horizonte de tiempo de 2 años las tenencias de Bonos del Gobierno Japonés (JGBs), de ETFs (Exchange-traded fund) y de J-REITs (fondos inmobiliarios), y la madurez promedio de sus compras de JGBs (Bonos del Gobierno Japonés).

¹⁵Con respecto al trimestre anterior, el PIB se expandió 1% (esp: 0,9%).

¹⁶Temporada de pago de impuestos y a la celebración de una de las festividades más importantes del país.

¹⁷El FMI disminuyó su proyección de 8% a 7,75%; J.P. Morgan la redujo de 7,8% a 7,6%; Fitch Ratings la redujo de 8% a 7,5% y la mantuvo en 7,5% para 2014; y Goldman Sachs disminuyó su proyección de 7,8% a 7,4% para 2013 y de 8,4% a 7,7% para 2014.

¹⁸La agencia Fitch Ratings redujo la calificación de la deuda de

vos de actividad industrial¹⁹ y de comercio exterior²⁰, que confirman la creciente desaceleración económica en China.

Para el caso de América Latina, la CEPAL redujo sus pronósticos de crecimiento para 2013 con respecto a los publicados en diciembre de 2012; la proyección pasó de 3,8% a 3,5%. Por su parte, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados desfavorables. En el 1T13, el PIB de Brasil (1,9% anual), México (0,8% anual) y Chile (4,1%) presentaron un crecimiento inferior al esperado por el mercado²¹, mientras que en Perú (4,8% anual) el dato estuvo en línea con las expectativas. Por su parte, en Colombia, el PIB se expandió 2,8% anual, superando las expectativas de los analistas (2,7% anual), y se destaca el aumento que realizó la agencia Standard and Poor's sobre la calificación de deuda soberana en moneda extranjera del país²², ante la fortaleza fiscal de la economía, el crecimiento del mercado de capitales y las proyecciones favorables de crecimiento a largo plazo. La misma agencia revisó a la baja la perspectiva de la calificación de deuda soberana de largo plazo de Brasil (BBB) de estable a negativa, argumentando que el lento crecimiento económico y la política fiscal expansiva podrían dar lugar a un aumento de la carga de la deuda del gobierno.

Con respecto a la política monetaria, la Fed (entre 0% y 0,25% - *Gráfico 3*) y el Banco Central de Inglaterra

largo plazo en moneda local de AA- a A+, señalando los riesgos existentes sobre la estabilidad financiera del país.

¹⁹En junio el PMI de fabricación elaborado por el HSBC disminuyó a 48,3 puntos frente a los 50,5 puntos de abril, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre de 2012. Por su parte, el PMI manufacturero disminuyó en junio a 48,2 puntos frente a los 50,4 puntos de abril, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre de 2012.

²⁰En marzo, abril y mayo las exportaciones aumentaron 10%, 14,7% y 1%, respectivamente, y las importaciones presentaron variaciones de 14,1%, 16,8% y -0,3%, respectivamente, con respecto a los mismos meses del año anterior.

²¹El mercado esperaba un crecimiento del PIB del 1T13 de 2,3% para Brasil, de 1,1% para México y de 4,5% para Chile.

²²S&P aumentó la calificación de deuda de largo y corto plazo en moneda extranjera de Colombia de BBB-/A-3 a BBB/A-2 y afirmó la calificación de deuda en moneda local en BBB+.

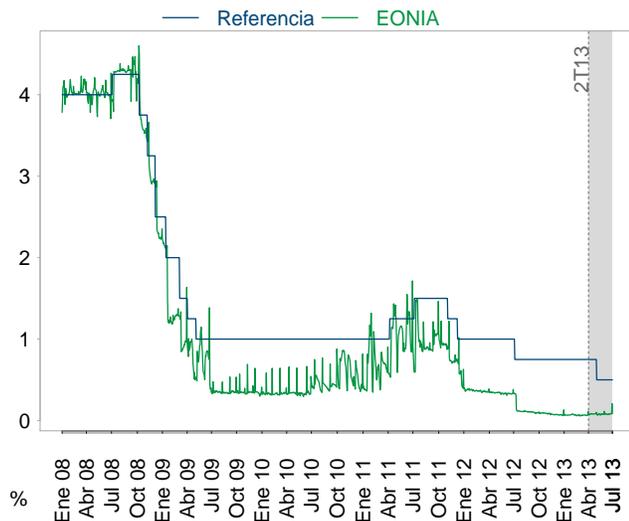
Gráfico 3: Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U



Fuente: Bloomberg.

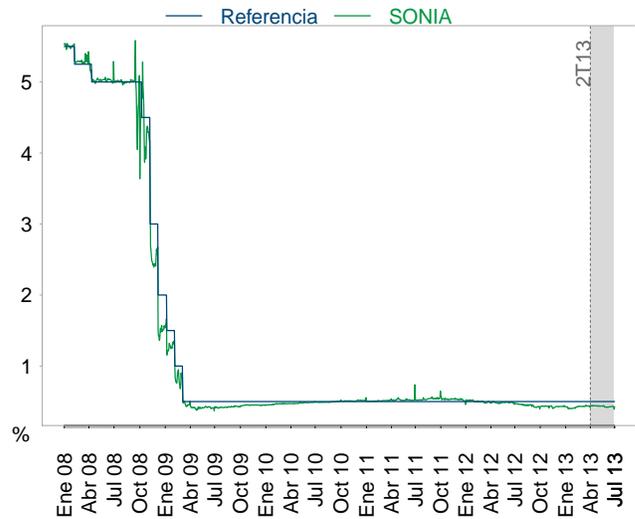
(0,5% - Gráfico 5) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Por su parte, el Banco Central Europeo (0,5% -Gráfico 4) la redujo en 25 p.b..

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

Como se puede observar en el Cuadro 1, la mayoría de los países analizados redujeron sus tasas de interés de referencia ante el actual contexto de debilidad económica internacional.

Cuadro 1: Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo

	Mar 2013	Jun 2013	Δ 2T13 (p.b)
Turquía	5.50%	4.50%	-100
Hungría	5.00%	4.25%	-75
Serbia	11.75%	11.00%	-75
Polonia	3.25%	2.75%	-50
Israel	1.75%	1.25%	-50
India	7.50%	7.25%	-25
Zona Euro	0.75%	0.50%	-25
Australia	3.00%	2.75%	-25
Tailandia	2.75%	2.50%	-25
Corea del Sur	2.75%	2.50%	-25
Dinamarca	0.30%	0.20%	-10
Colombia	3.25%	3.25%	0
México	4.00%	4.00%	0
Chile	5.00%	5.00%	0
Perú	4.25%	4.25%	0
Indonesia	5.75%	6.00%	25
Brasil	7.25%	8.00%	75

Fuente: Seleccionados de la muestra de países a los que hace seguimiento el Central Bank Watch de Bloomberg.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 2T13, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. En abril y mayo mejoró, mientras que en junio se registraron importantes desmejoras. Adicionalmente, durante el trimestre los spreads entre las tasas activas y las tasas de los TES disminuyeron. Además, cabe destacar algunos aspectos que mejoraron la percepción durante el trimestre: i) el Gobierno colombiano presentó el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE), que busca hacer más competitivos a los sectores de industria y agricultura, y ii) *Standard and Poor's* (S&P) aumentó la calificación de deuda de largo y corto plazo en moneda extranjera de Colombia (ver sección 3).

En el *Gráfico 6*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo²³. Se puede observar que los indicadores de consumidores, comerciantes e industriales mejoraron respecto al trimestre anterior.

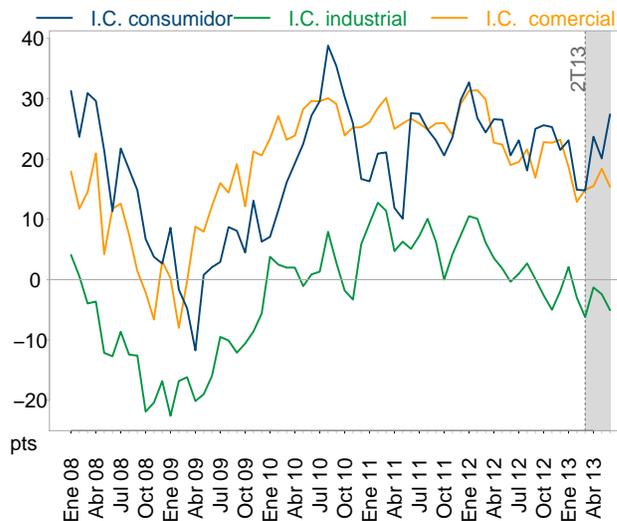
El índice de confianza industrial del mes de junio aumentó respecto al de marzo (1,1 pps), sin embargo, el promedio del 2T13 disminuyó levemente (-0,5 pps) respecto al promedio del trimestre anterior y el índice se ubicó por debajo de su media calculada desde 2008²⁴. Por su parte, respecto a marzo y al promedio del trimestre anterior, el índice de confianza comercial se mantuvo estable²⁵, sin embargo este índice se

²³Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

²⁴De acuerdo con las metodologías para identificar los ciclos de negocios en Colombia de *Alfonso et al. (2011)*, un ciclo económico comprende la duración entre pico y pico de actividad económica. De esta manera, de acuerdo a una de las metodologías implementadas por los autores, el pico más reciente de la actividad fue en enero de 2008.

²⁵Respecto a marzo el índice de junio se ubicó 0,5 pps por encima, mientras que el respecto al promedio del trimestre anterior, el promedio del 2T13 se ubicó 1 pps por encima

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

ubicó por debajo de la media calculada desde 2008.

El comportamiento de los índices estuvo en línea con la publicación de los datos de producción industrial y ventas al por menor de abril publicados por el DANE, que resultaron superiores a los esperados por el mercado²⁶. Adicionalmente, este comportamiento fue acorde con la publicación de los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de abril y mayo por parte de la ANDI, en las que se observó que durante los primeros cuatro y cinco meses del año la producción industrial y las ventas totales mostraron señales de recuperación²⁷.

Adicionalmente, durante el mes de abril y mayo, la Encuesta de Opinión Empresarial (Industriales y Co-

²⁶Variación producción industrial abril: 8,4% (esp: 4,3%, ant: -11,4%). Variación ventas al por menor abril: 5,3% (esp: 3,2%, ant: -0,1%).

²⁷Para el mes de abril la encuesta señaló que la producción industrial año corrido disminuyó 0,9% (-3,0% a marzo) mientras que en mayo aumentó 0,2%. Por su parte, las ventas totales aumentaron año corrido 0,5% y 1,1% en abril y mayo (-1,9% a marzo), respectivamente, frente al mismo período del año anterior.

merciantes) preguntó²⁸ a los exportadores acerca de la rentabilidad de sus exportaciones durante el 1T13 y la situación actual de la construcción, respectivamente. En primer lugar, respecto a los exportadores, aunque dichos agentes perciben una menor rentabilidad en el 1T13, el balance entre los que consideran que aumentó la rentabilidad frente a los que consideran que disminuyó se redujo considerablemente respecto a la encuesta del mes de abril de 2012. De otra parte, los exportadores consideran que el valor en dólares de sus exportaciones y el nivel de pedidos disminuyó. Por otro lado, la encuesta presentó como resultado que durante el 1T13 el factor que más afectó la actividad exportadora fue la tasa de cambio seguida del transporte interno del país. Sin embargo, un mayor número de empresas manifestó que consideraba favorable el comportamiento de la tasa de cambio para sus exportaciones. En segundo lugar, durante mayo se indagó acerca de la situación actual de la construcción, la cual mejoró respecto a la situación hace un año y acerca de la construcción esperada para el siguiente trimestre (3T13) la cual desmejoró.

Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de junio aumentó considerablemente (12,6 pps) respecto a marzo. El comportamiento del índice estuvo influenciado principalmente por la considerable mejora registrada en los meses de abril y junio. La leve caída en el mes de mayo obedeció a una desmejora en el componente de expectativas que había aumentado considerablemente en abril. Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica 9,1 pps por encima de su promedio desde 2008.

Adicionalmente, se analiza el índice de confianza de la economía ICEA²⁹ que publica Fedesarrollo. El índice reflejó un deterioro importante tanto en el componente de expectativas de spread de deuda soberana (más agentes esperan que el spread aumente) como en el

²⁸Cabe destacar que dependiendo del trimestre, la Encuesta de Opinión Empresarial presenta otra serie de preguntas respecto a aspectos como la capacidad instalada, las condiciones de inversión y el empleo, las exportaciones y la construcción.

²⁹Índice de Confianza de la Economía de los Analistas Financieros.

de expectativas de inflación (más agentes esperan que la inflación aumente). El comportamiento del componente del spread puede asociarse al incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional, particularmente en junio, mientras que el comportamiento del componente de expectativas de inflación puede ser explicado por los datos de inflación observados durante el trimestre, los cuales se ubicaron cerca al límite inferior del rango meta, lo que puede llevar a los agentes a esperar una mayor inflación en el futuro sin que esto implique un riesgo inflacionario. El efecto de dichos componentes fue contrareestado por el comportamiento de las expectativas de crecimiento que mejoró significativamente³⁰ (más administradores esperan un mayor crecimiento dentro de 6 meses). En el agregado³¹, el ICEA de junio disminuyó 5 pps respecto a marzo y el promedio del trimestre disminuyó 15,7 pps respecto al 1T13 impulsado por el registro de los meses de abril y junio (*Gráfico 7*). Cabe resaltar que el índice se ubicó 22 pps por debajo de su promedio desde 2008.

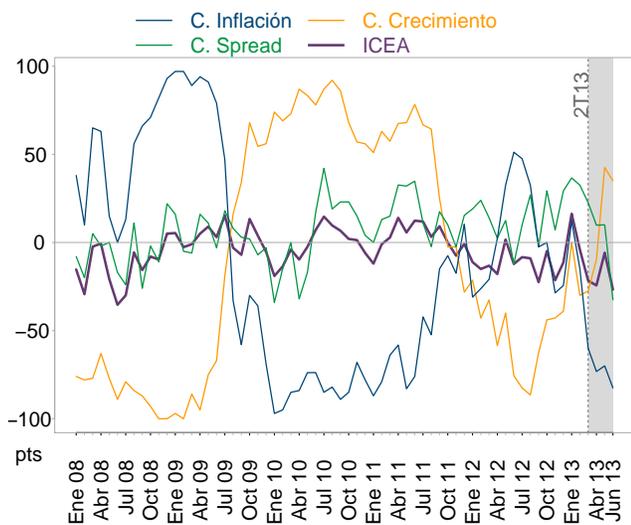
Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registraron una importante caída para todos los plazos. El promedio del spread entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 2T13 respecto al promedio de 1T13 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: -89 p.b., entre 1 y 3 años: -119 p.b., entre 3 y 5 años: -123 p.b. y a más de 5 años: -206 p.b. (*Gráfico 8*). Este comportamiento se asocia principalmente a las importantes desvalorizaciones registradas en el mercado de deuda pública local (*ver sección 6.2.2*). Del mismo modo el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días disminuyó 110 p.b. (*Gráfico 10*).

Finalmente, en cuanto a los principales componentes

³⁰El balance entre los administradores que esperaban que un mayor crecimiento en los próximos 6 meses respecto a los que esperaban que fuera a disminuir, pasó de -27,5% en marzo a 35% en junio.

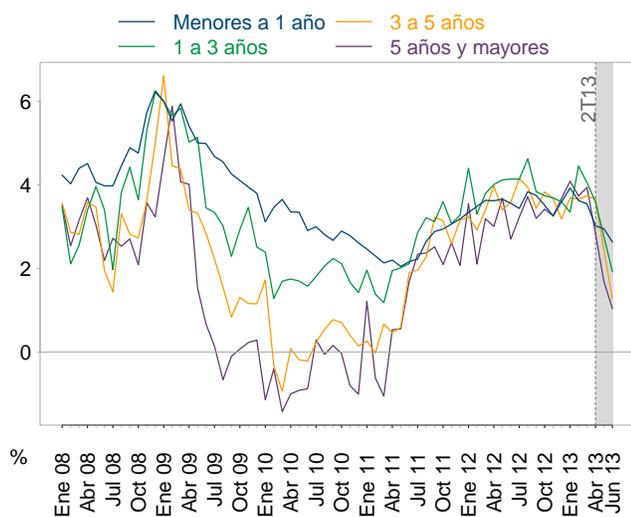
³¹El ICEA se calcula como un promedio de los siguientes componentes: i) expectativas de crecimiento económico, ii) expectativas de inflación y iii) expectativas de spread de deuda soberana, que a su vez se miden como la diferencia entre los agentes que esperan que cada componente aumente menos los que esperan que disminuya.

Gráfico 7: Índice de Confianza de la Economía (ICEA)



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 8: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



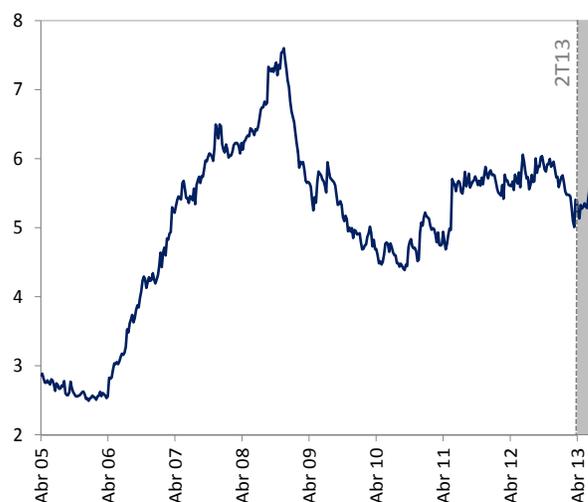
Fuente: Banco de la República.

del activo total de los establecimientos de crédito³²,

³²Con base en este indicador, un aumento en la proporción del activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inversiones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción

respecto al trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública aumentó lo que implica que los establecimientos de crédito han venido sustituyendo TES por cartera (Gráfico 9).

Gráfico 9: Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República.

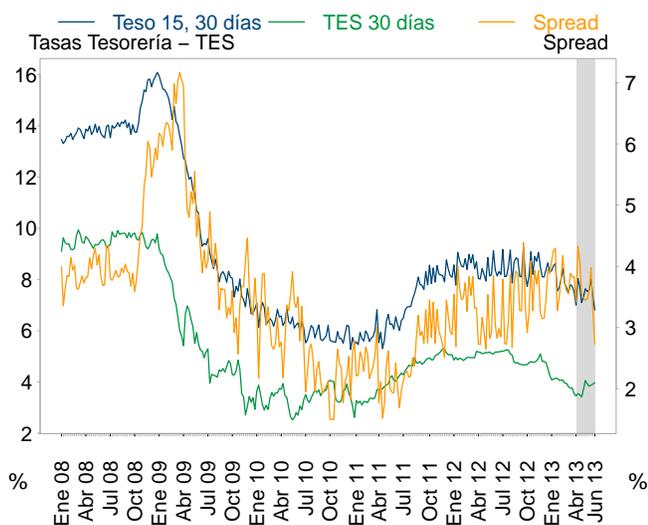
5 Mercado Cambiario

En el 2T13 en promedio el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces, y frente a las monedas asiáticas y latinoamericanas.

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el dólar australiano, el real brasilero y la rupia india, con variaciones de 13,9%, 10,4% y 9,4%, respectivamente. De otra parte, las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el euro, la corona danesa y el yuan chino, con variaciones de 1,5%, 1,5%, y 1,2%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y una menor inversión en TES.

Gráfico 10: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

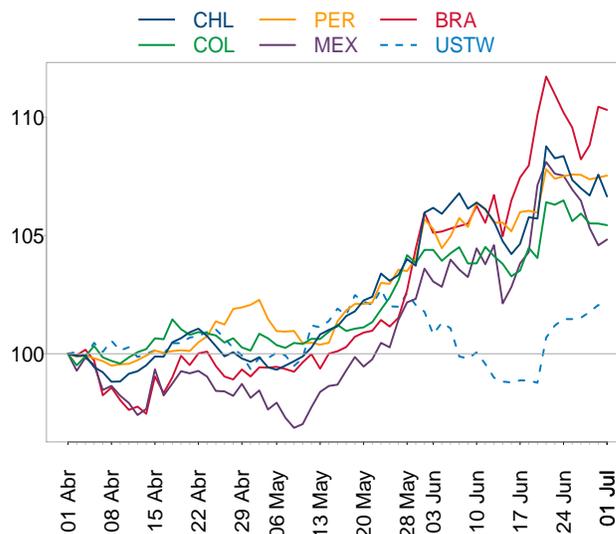
País	1T 2013	2T 2013	País	1T 2013	2T 2013
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	3.1%	-1.5%	Korea del Sur	4.0%	2.6%
Gran Bretaña	6.3%	-0.1%	India	-0.9%	9.4%
Australia	-0.4%	13.9%	Hong Kong	0.1%	-0.1%
Nueva Zelanda	-2.0%	8.1%	China	-0.3%	-1.2%
Canadá	1.9%	3.5%	Malasia	1.2%	2.1%
Dinamarca	3.1%	-1.5%	Tailandia	-4.2%	5.9%
Suiza	4.0%	-0.5%	Indonesia	0.6%	2.7%
Japón	9.5%	5.3%	índice I/ADXY	0.6%	1.5%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	3.7%	5.3%	Islandia	-3.6%	-0.2%
Brasil	-1.3%	10.4%	Rusia	2.5%	5.6%
México	-5.1%	4.7%	Polonia	5.6%	2.0%
Argentina	4.2%	5.2%	Rep. Checa	5.8%	-0.6%
Perú	1.5%	7.4%	Israel	-2.6%	0.1%
Chile	-1.6%	7.8%	Sur África	8.6%	7.3%
índice I/LACI	-1.6%	7.4%	USTW	3.81%	1.9%

Fuente: Bloomberg.

En el trimestre, las monedas de América Latina se debilitaron frente al dólar. El real brasilero se depreció 10,4%, el peso chileno 7,8%, el sol peruano 7,4%, el peso colombiano 5,3% y el peso mexicano 4,7%. El comportamiento de la mayoría de monedas de la región estuvo influenciado por la evolución de la percepción de riesgo internacional.

Adicionalmente, vale la pena resaltar que en general

Gráfico 12: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 1 de abril 2013

en el trimestre los precios de los productos básicos disminuyeron (en el Cuadro 3 se presentan los productos cuyos precios registraron las mayores caídas) y que los

CDS de las economías de la región aumentaron³³.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	28 Mar 2013	28 Jun 2013	Variación
Plata	28.4	19.7	-30.6%
Níquel	16540	13680	-17.3%
Café	108.9	95.8	-12.1%
Cobre	7583	6751	-11.0%
Aluminio	1882	1731	-8.0%
Maíz	7.0	6.8	-4.0%
Petróleo	97.2	96.6	-0.7%
CRB INDEX	296.39	275.62	-7.0%

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 4: Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

	Δ T.C.	Δ CDS	Δ EMBI
México	4.7%	34.4%	19.7%
Chile	7.8%	48.8%	17.6%
Brasil	10.4%	34.5%	25.9%
Colombia	5.3%	42.6%	29.4%
Perú	7.4%	48.0%	42.4%

Fuente: Fuente: SET-ICAP FX y Bloomberg.

Durante el trimestre la depreciación del real brasileño estuvo influenciada por: (i) el deterioro de la perspectiva de la calificación de deuda soberana de largo plazo (de estable a negativa) por parte de la agencia Standard and Poor's, ante un lento crecimiento económico y una cierta pérdida de credibilidad de la política económica dadas sus señales ambiguas, y (ii) menores expectativas de crecimiento. En este contexto, el Gobierno flexibilizó los controles de capital para facilitar el flujo de dólares a la economía³⁴, y el Banco Central intervino en el mercado cambiario a través de subastas de swaps y de venta de dólares con pacto de recompra.

El comportamiento del sol peruano estuvo además

³³Los Credit Default Swaps (CDS) de los países de la región presentaron las siguientes variaciones entre el 28 de marzo y el 28 de junio de 2013: Chile 48,8%, Perú 48%, Colombia 42,6%, Brasil 34,5% y México 34,4%.

³⁴El 4 de junio el Gobierno anunció que el Impuesto a las Operaciones Financieras (IOF) pasaría de 6% a 0% para inversiones extranjeras en títulos de renta fija, y el 12 de junio eliminó el IOF de 1% para la venta de dólares en el mercado de futuros.

asociado a la decisión del Banco Central de elevar por tercera vez en el año el límite de inversión en el exterior³⁵ de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) de 34% a 36%, para que éstas pudieran continuar diversificando su portafolio de inversiones, en un contexto de un importante flujo de capitales al país. Además, aprobó un cambio en la regulación de encaje para flexibilizar el financiamiento de largo plazo en moneda nacional de las entidades financieras³⁶, con el cual éstas dispondrán de un mayor margen para tomar financiamiento de largo plazo en soles. Sin embargo, en el mes de junio el Banco Central realizó subastas de Certificados de Depósito Reajustables³⁷, las cuales tenían por objeto frenar la depreciación que sol había presentado en meses anteriores.

Finalmente, en México, la Comisión de Cambios³⁸ suspendió el mecanismo de subastas diarias de dólares³⁹ que había implementado el 29 de noviembre de 2011 para proveer liquidez al mercado cambiario en un entorno de alta volatilidad. La decisión se basó en que las condiciones de los mercados financieros nacionales e internacionales indicaban que la volatilidad de la tasa de cambio se había reducido.

³⁵Dicho incremento representa aproximadamente US\$775 millones adicionales que las AFP podrán invertir en los mercados internacionales. Al cierre de 2012, estas entidades tenían invertido en el exterior el 29,3% de los fondos de pensiones.

³⁶Con esta norma, que entró en vigencia el 1 de mayo de 2013, las obligaciones en moneda nacional que excedan el límite de 2,3 (ant: 2,2) veces el patrimonio efectivo de las entidades financieras están sujetas a un encaje de 25% siempre que el financiamiento en moneda extranjera de largo plazo sea menor a 2 veces el patrimonio efectivo.

³⁷Los Certificados de Depósito Reajustables (CDR) son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú con la finalidad de regular la cantidad de dinero del sistema financiero. Los CDR están denominados en nuevos soles y están sujetos a un reajuste en función de la variación de la tasa de cambio entre el sol y el dólar.

³⁸La Comisión de Cambios está integrada por el Secretario de Hacienda y dos Subsecretarios, el Gobernador y dos miembros de la junta de Gobierno del Banco de México.

³⁹Esta subasta de venta de US\$400 millones se activaba cuando las solicitudes de divisas se hacían a una tasa de cambio que superara al menos en 2% a la del día inmediatamente anterior.

Respecto a intervención cambiaria, los Bancos Centrales de Colombia, Perú y México realizaron compras netas de dólares en el mercado cambiario. Colombia y Perú compraron en el mercado de contado US\$2.006,8 millones y US\$840 millones, respectivamente, mientras que el Banco Central de México compró en neto US\$1.120 millones a PEMEX. Por su parte, Brasil vendió en neto US\$26.823 millones, a través de subastas de swaps y de venta de dólares con pacto de recompra.

Cuadro 5: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	COL	PER	CHL	BRA*	MEX**
2010	3.060	8.967	0	41.952	4.466
2011	3.720	3.737	12,000	58.305	4.614
2012	4.844	13.497	0	3.491	-646
1T13	2.113	4.370	0	5.473	0
Abr-13	758,0	840,0	0,0	0,0	2.161
May-13	698,8	0,0	0,0	-876	-755,0
Jun-13	550,0	0,0	0,0	-25.946	-286,0
2T13	2.007	840	0	-2.824	1.120
RI ABR. 30	37.871	65.610	41.227	378.665	167.136
2T13/ RI	5,3%	1,3%	0%	-7,1%	1%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. Incluye intervención a través de SWAPS y subastas de venta (compra) de dólares con pacto de recompra (reventa). ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México y las compras del BCM a PEMEX por US\$1.120 millones en el 2T13.

En el trimestre analizado aumentó la volatilidad de todas las monedas de la región con relación al trimestre anterior, en donde el real brasilero fue la moneda más volátil, seguida por el peso mexicano⁴⁰ (Gráfico 13).

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el segundo trimestre de 2013 la tasa de cambio pasó de \$1.832,68 a \$1.929,36 por dólar⁴¹, lo cual representa una depreciación de 5,3%⁴².

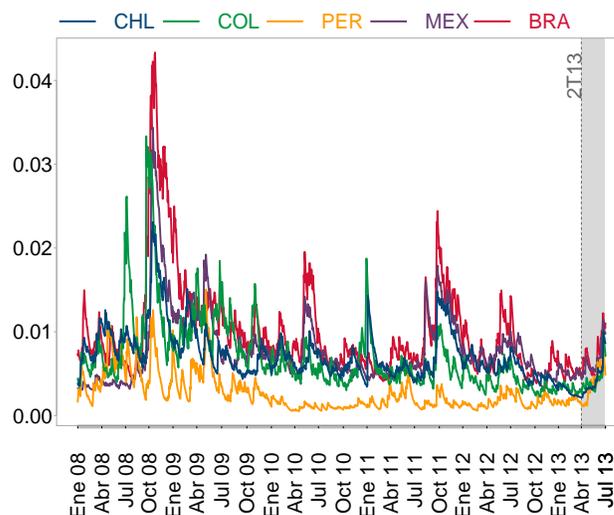
En el periodo analizado, el comportamiento del peso

⁴⁰Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁴¹Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET-ICAP FX.

⁴²La devaluación en abril fue de -0,4%, en mayo de 4,5% y en junio de 1.1%.

Gráfico 13: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

estuvo influenciado principalmente por la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional (Gráfico 14) y en menor medida por factores internos.

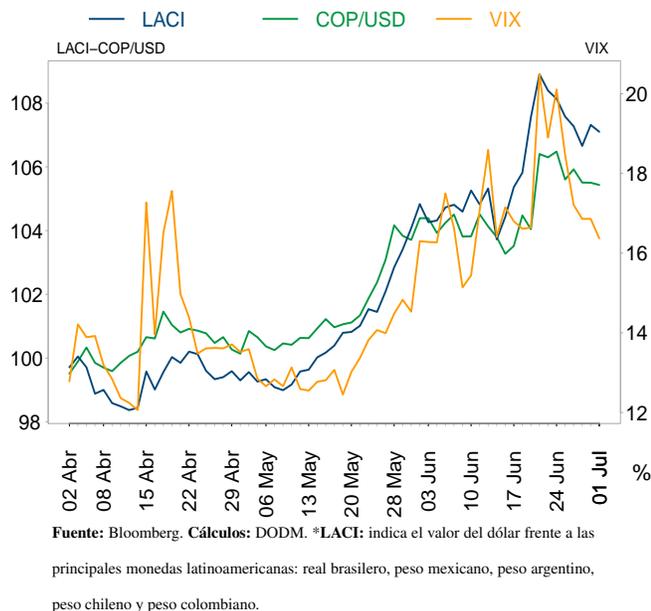
A nivel local, la depreciación del peso se dio en un contexto en el cual: (i) la JDBR decidió continuar con el programa de compras diarias de dólares, con el cual acumularía al menos US\$2500 millones entre junio y septiembre de este año; (ii) el gobierno publicó el proyecto de decreto que busca modificar la medición de la rentabilidad mínima que deberán garantizar los fondos de pensiones obligatorias, lo cual podría incentivar a una sustitución de activos locales por activos externos en sus portafolios, y (iii) se redujeron expectativas de crecimiento⁴³.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴⁴, en 2T13 se presentaron ingresos netos de divisas en

⁴³El Gobierno redujo su pronóstico de crecimiento para 2013 de 4,8% a 4,5%

⁴⁴La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

Gráfico 14: COP/USD - LACI* - VIX



la cuenta de capital por US\$2.821, de los cuales se destacan los reintegros de capital privado y oficial los cuales ascendieron a US\$4.618 millones⁴⁵.

En el trimestre los ingresos netos de capital privado alcanzaron los US\$824 millones, en donde la inversión extranjera directa neta⁴⁶ (US\$4.842 millones) y la inversión extranjera de portafolio neta⁴⁷ (US\$982 millones) fueron las principales fuentes de divisas. De otra parte, el préstamo neto de capital privado ascendió a US\$474 millones y el rubro de operaciones especiales del sector privado⁴⁸ registró en el trimestre salidas por US\$5.473 millones.

⁴⁵Los egresos de la cuenta de capital se dieron a través de la cuenta de Otras Operaciones Especiales por US\$1.797 millones

⁴⁶Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa colombiana en el exterior

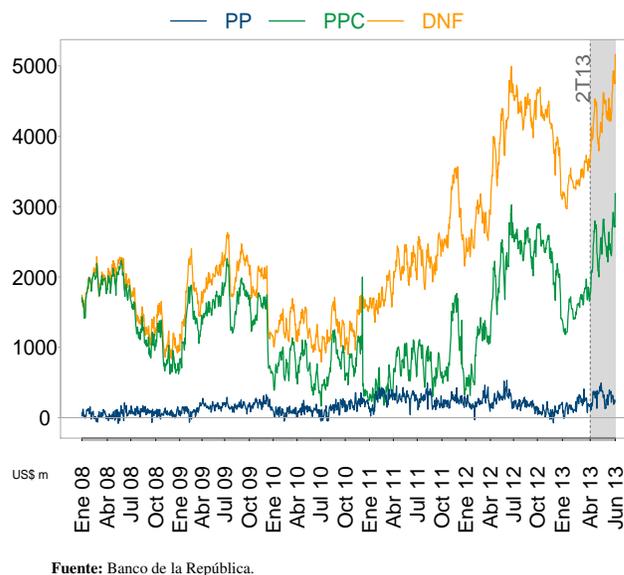
⁴⁷Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

⁴⁸Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado cambiario local y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

De otro lado, la cuenta corriente presentó egresos netos de divisas por US\$1.339 millones, explicado por salidas netas de US\$999 millones en la balanza comercial y de US\$340 millones en la balanza de servicios y transferencias.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)⁴⁹ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) aumentó en el trimestre en US\$1.420 millones y se ubicó al cierre del mismo en US\$3.186 millones (Gráfico 15). El promedio diario de la PPC fue de US\$2.454 millones, superior al observado en el primer trimestre de 2013 (US\$1.568) y en el año anterior (US\$1.940 millones).

Gráfico 15: Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro



En cuanto a los futuros de TRM⁵⁰, durante el segundo trimestre de 2013 se negociaron un total de

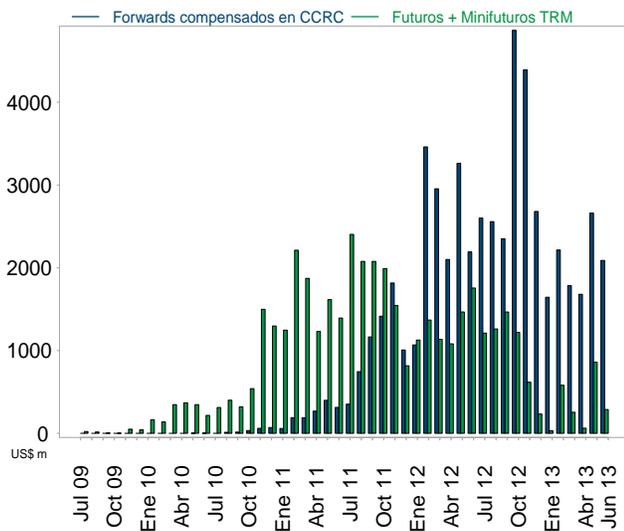
⁴⁹La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en m/l.

⁵⁰Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

22.597 contratos, volumen superior al negociado durante el 1T13 (16.405 contratos), por un monto total de US\$1.130 millones. Se debe resaltar que la mayor parte de las negociaciones se dieron en el mes de mayo (16.597 contratos) que presentó una devaluación importante. Respecto a los mini futuros de TRM⁵¹, se negociaron un total de 15.963 contratos, volumen mayor al negociado en el trimestre anterior (9.126 contratos) por un total de US\$78,46 millones (*Gráfico 16*).

Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron frente al trimestre anterior y pasaron de US\$5.642 millones en el 1T13 a US\$6.428 millones en el 2T13 (*Gráfico 16*). El 28 de junio, las posiciones abiertas en forwards de tasa de cambio ascendían a US\$1.359 millones, mientras que no existían posiciones abiertas en futuros y mini-futuros de TRM.

Gráfico 16: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

⁵¹ Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

Recuadro 1: El Mercado de FX Swaps y Cross Currency Swaps

El presente recuadro tiene por objeto describir los mercados de Foreign Exchange Swaps (FX swaps) y de Cross Currency Swaps (CCS), así como presentar una descripción de las operaciones que se realizan en Colombia en estos mercados. En los últimos años las operaciones del mercado de swaps han ganado relevancia por la información que aportan al análisis del mercado cambiario.

Marco Conceptual

Un swap es un acuerdo mediante el cual dos contrapartes intercambian una serie de flujos de caja en diferentes momentos de tiempo. Este acuerdo define las fechas en las cuales dichos flujos serán pagados así como la forma en que serán calculados.

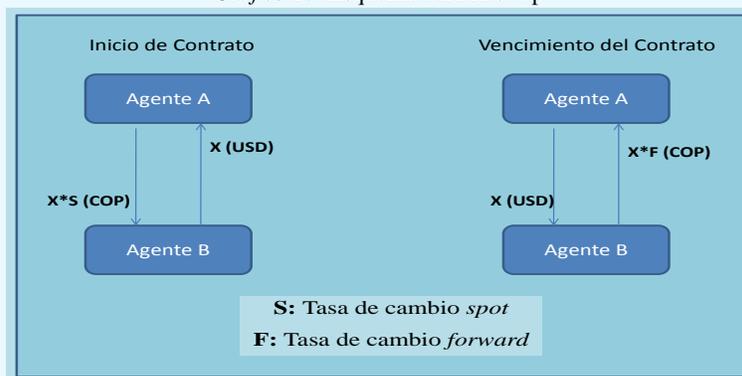
En términos generales, los agentes utilizan estos productos porque permiten: i) realizar cobertura de posiciones expuestas al riesgo de tasa de interés y de tasa de cambio, ii) obtener mayor rentabilidad a partir de oportunidades de arbitraje y estrategias de inversión, y iii) tomar posiciones direccionales en las curvas de tipos de interés de acuerdo a las expectativas sobre la evolución de variables macroeconómicas.

Las operaciones swap más conocidas corresponden a los denominados FX Swaps, CCS e Interest Rate Swap (IRS); el presente recuadro aborda los aspectos más destacados de los dos primeros tipos de contratos, que involucran intercambio de flujos en dos divisas diferentes.

FX Swaps (COP-USD)

Los FX Swaps son contratos financieros que involucran el intercambio de dos monedas en dos instantes de tiempo diferentes: el primer intercambio se realiza a una tasa de cambio que por lo general corresponde a la tasa de cambio spot, y el segundo intercambio tiene lugar tiempo después para reversar la operación inicial, donde por lo general se paga una tasa de cambio correspondiente a la tasa de cambio forward (Bartolini, 2002), (Gráfico 17).

Gráfico 17: Esquema del FX-swap.



Teóricamente la tasa de cambio forward se establece a través de la “paridad de interés cubierto”, donde el diferencial

de tasas de interés entre dos divisas debería reflejar la diferencia entre las tasas de cambio al futuro y al contado de dichas monedas, así⁵²:

$$\text{Paridad cubierta de tasas de interés: } (1 + r_{COP}) = \frac{F}{S}(1 + r_{USD})$$

Algunos autores⁵³ consideran que la paridad de tasas de interés no se cumple en todos los casos debido a:

- Costos de transacción.
- Cálculo de la paridad con tasas de mercados no colateralizados, dado que los FX Swaps se asemejan a productos colateralizados y por tanto las tasas reales podrían ser más bajas.
- Particularidades de la construcción de índices base como la LIBOR⁵⁴.
- Regulación de cada país que podría limitar la actuación de los agentes.

A nivel mundial, los FX swap son utilizados por las instituciones financieras y sus clientes con propósitos de manejo de liquidez en moneda extranjera principalmente de corto plazo, sin exponerse al riesgo cambiario, y para operaciones de especulación. Los FX swaps más líquidos corresponden a aquellos con vencimiento igual o inferior a 1 año (Baba et al, 2009).

Cross Currency Swaps

Los CCS son instrumentos financieros derivados en los que dos partes acuerdan realizar el intercambio de flujos en dos monedas diferentes de manera periódica. El intercambio de un principal al inicio y vencimiento del contrato es opcional. En general, se utilizan para transformar préstamos y/o inversiones (activos) en una divisa en préstamos y/o inversiones en otra divisa. Estos derivados se negocian a plazos entre 1 y 15 años (Amatatsu, 2008) (Gráfico 18).

De acuerdo al tipo de tasas que involucran los flujos intermedios, los CCS se clasifican así:

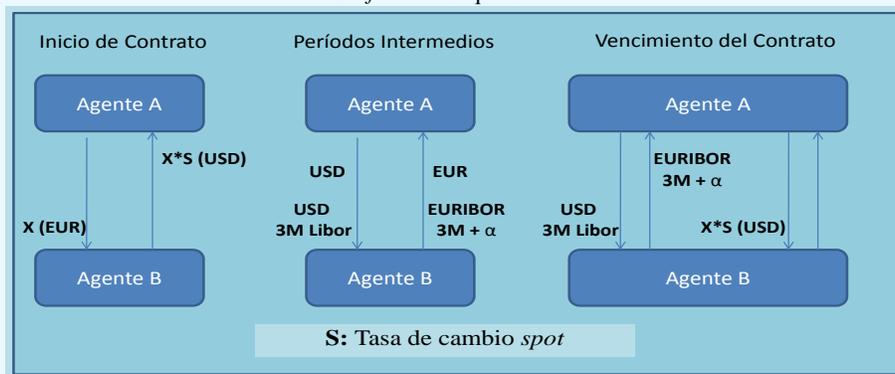
- Basis Swaps: Intercambio de tasas indexadas (por ejemplo: LIBOR).
- CCS Estándar: Intercambio de tasas fijas.
- CCS Cupón: Intercambio de una tasa fija por otra tasa indexada. Este es el tipo más usado en Colombia.

⁵² S y F representan la tasa de cambio al contado y a futuro del par USD/COP , r_{USD} es la tasa de interés en dólares americanos y r_{COP} es la tasa de interés en pesos colombianos.

⁵³Amatatsu et al. 2008.

⁵⁴Algunos autores han manifestado que las entidades podrían cotizar una tasa de interés que no refleja la situación del mercado dinero, especialmente en los periodos de estrés y crisis financiera.

Gráfico 18: Esquema CCS



Mercado de FX swap y CCS en Colombia

A continuación se definen las curvas Non Delivery Forward (NDF) y la swap, que sirven de referencia para los mercados de FX swap y CCS. Adicionalmente, se explica una estrategia de arbitraje que se podría aplicar en el mercado de swaps, y finalmente, se muestran algunas estadísticas disponibles.

Curvas de referencia

Las curvas de referencia para valoración y negociación corresponden a la curva NDF peso-dólar para el mercado FX Swap y la curva swap COP-LIBOR o UVR-LIBOR⁵⁵ para el mercado CCS. Particularmente, la curva swap COP-LIBOR está compuesta por dos segmentos:

1. La parte corta corresponde a la curva NDF que se puede extender hasta los dos años, siendo los plazos de hasta 1 mes los más líquidos. La construcción de esta curva se realiza a partir de las cotizaciones diarias de los contratos forward de las entidades financieras a los brokers para los nodos de 1 y 2 semanas; 1, 2, 3 y 6 meses; y 1 año. El cálculo de la curva teórica se hace a partir de la ecuación de paridad de tasas de interés, que como se mencionó anteriormente, puede diferir de las tasas de mercado observadas.
2. La curva CCS corresponde a las cotizaciones de los contratos CCS para plazos entre 2 y 15 años. En estas operaciones se intercambian flujos en COP a tasa fija por flujos en USD indexados a la LIBOR, los plazos más líquidos corresponden a 2, 3, 5 y 10 años. Los brokers reportan los cierres de forma diaria a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), información que es utilizada por los proveedores de precios para el cálculo de la curva con base en la cual las entidades deben valorar sus instrumentos.

Teniendo en cuenta la alta participación que tienen los agentes off shore en el mercado de CCS, la evolución de la curva CCS podría reflejar el apetito de dichos agentes por activos de la economía colombiana, donde su demanda por CCS podría contribuir a que esta curva en algunos momentos se ubique por debajo de la

⁵⁵Esta curva es menos líquida que la curva CCS COP-LIBOR y se intercambian flujos en COP indexados a la UVR por flujos en USD indexados a la LIBOR. Por lo general, sólo participa un agente local.

curva de TES⁵⁶. Para el off shore, los CCS pueden ser más atractivos que los TES, debido a que estos últimos involucran un mayor costo por aspectos como jurisdicción⁵⁷, impuestos⁵⁸, convertibilidad y transferibilidad⁵⁹.

A nivel mundial los CCS más negociados son los basis swaps, mientras que en Colombia los más transados son los CCS cupón, donde por lo general se intercambia una tasa variable indexada a la LIBOR por una tasa fija. Sin embargo, con el desarrollo del esquema del IBR⁶⁰, varios agentes consultados estiman que un mercado con potencial de desarrollo es el del basis swap, derivado en el que se intercambiarían flujos en una tasa variable en USD (LIBOR) por flujos en una tasa variable en COP.

Estrategias de los agentes en el mercado de swaps

Además de operaciones de cobertura y especulación, los agentes también aplican estrategias de arbitraje en el mercado de swaps cuando las imperfecciones de éste permiten obtener utilidades. Dentro de estas imperfecciones se pueden citar las siguientes: impuestos, costos de transacción, información asimétrica, restricciones regulatorias y legales, entre otras. A continuación se presenta un ejemplo de una de las estrategias.

Estrategia de Inversión sintética en COP – Asset Swaps

Los agentes aplican una estrategia en el mercado de swaps con el propósito de obtener un rendimiento adicional sobre los TES locales y en otras oportunidades como estrategia de diversificación de sus inversiones. Al inicio, el agente tiene una exposición a un activo que genera rendimientos en dólares, por ejemplo, un bono yankee o un papel representativo de deuda corporativa indexado a LIBOR. Acto seguido, compromete el pago de los flujos en dólares derivados del papel a cambio de un flujo periódico en pesos mediante un CCS. El costo del CCS es la tasa de interés que iguale al valor presente neto (VPN) del papel en dólares descontado a la curva cero cupón en dólares, con el VPN de los flujos correspondientes en pesos descontados a la curva swap COP-USD. En ocasiones, dicha tasa de interés en pesos es superior a las tasas de los TES. Este tipo de operaciones de CCS se conocen como asset swaps.

Ejemplo: El día 16 de mayo de 2013, un operador tiene en su portafolio una inversión de USD 30 millones con vencimiento en octubre de 2015, indexada a la LIBOR -10 p.b.⁶¹. Asumiendo una tasa de cambio de \$1.835, el operador realiza un CCS en el que transforma los flujos semestrales en dólares por flujos en pesos. Para este contrato, la tasa fija para los flujos en pesos que ofrece el mercado corresponde a 4.48%, la cual es superior al 4.19% que renta una inversión en TES para el mismo plazo, además de obtener un mayor rendimiento en pesos el agente cubre el riesgo cambiario de su inversión en moneda extranjera.

⁵⁶Teóricamente la curva CCS debería estar por encima de la curva de TES, debido a que la primera involucra un riesgo de contraparte que es mayor que el riesgo de emisor que tiene la curva de deuda pública local.

⁵⁷Cuando un agente del exterior negocia con TES, debe cumplir con la legislación colombiana mientras que cuando negocia un CCS está sujeto a legislación externa que se acuerde en el contrato ISDA.

⁵⁸Los contratos de CCS de agentes del exterior no son gravados con impuestos tales como renta y retenciones, caso contrario al de las inversiones de portafolio en papeles de deuda local.

⁵⁹Riesgo de Convertibilidad: Capacidad de los agentes de convertir de COP a USD los rendimientos de sus inversiones. Riesgo de Transferibilidad: Capacidad de transferir los resultados de las inversiones al exterior.

⁶⁰El 1 de agosto de 2012, entró en operación un nuevo esquema de formación del IBR para 1 y 3 meses que está fundamentado en la cotización de swaps de tasa de interés (overnight indexed swaps), donde se intercambian los flujos de una tasa fija por una variable que corresponde a la tasa de interés compuesta del IBR overnight durante el periodo de vigencia del swap.

⁶¹Para el plazo correspondiente, el rendimiento de un Treasury es de 0,30% y la LIBOR a 6 meses es 0,42%.

Estadísticas del Mercado de FX swaps y de CCS

De acuerdo con la encuesta trianual que realiza el BIS, para el año 2010⁶² el monto de negociación de las actividades del mercado cambiario (spot + derivados) a nivel mundial se incrementó en un 20 % frente al monto registrado en la encuesta realizada en 2007. Específicamente para abril de 2010, el monto promedio diario de transacciones del mercado cambiario a nivel mundial se ubicó en US\$3,98 billones, de los cuales las operaciones de FX swaps representaban el mayor porcentaje con el 44,3 %, con un monto promedio diario de US\$1,77 billones. En contraste, la encuesta del BIS arroja un monto promedio diario de US\$43 miles de millones para los Currency Swaps⁶³, que representaba un 1.1 % del total (Cuadro 6).

Cuadro 6: Monto transado en el Mercado Cambiario A Nivel Mundial

Mercado	1998	2001	2004	2007	2010
Spot	568	386	631	1'005	1'490
Forwards	128	130	209	362	475
FX Swaps	734	656	954	1'714	1'765
Currency Swaps	10	7	21	31	43
Opciones y otros	87	60	119	212	207
Total	1'527	1'239	1'934	3'324	3'981

Fuente: BIS. Promedios diarios en abril de cada año. Cifras en billones de dólares.

De acuerdo con el reporte de operaciones que diariamente realizan los agentes participantes del mercado cambiario al Banco de la República (BR), y con cifras del año 2012, el mercado de contado⁶⁴ participa diariamente en promedio con el 40,0 % del total del mercado cambiario (US\$928,3 millones) y el de derivados con el restante 60,0 % (US\$1,389.9 millones). A su vez, dentro del mercado de derivados peso/dólar se destaca el mercado de forwards con el 91,4 %; los mercados de FX swaps, opciones y CCS participan con el 3,6 %, 3,3 % y 1,7 %, respectivamente.

En cuanto a las operaciones FX swaps, se destaca la alta volatilidad en los montos diarios de negociación. En adición, se ha presentado una disminución en el monto transado teniendo en cuenta que el promedio para las operaciones peso/dólar en Colombia alcanzó en 2010 una cifra de US\$111,4 millones, y para los siguientes años ha disminuido a niveles de US\$95,5 millones en 2011 y US\$55,1 millones en 2012 (Gráfico 19).

En los últimos 3 años, las operaciones de FX swaps reportadas fueron realizadas en un 99 % entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC), y no se reportaron operaciones entre residentes no IMC y agentes off shore. Por plazo, las operaciones de FX Swaps de 1 y 2 semanas y de 1 mes, concentran en promedio poco más del 75 % de las transacciones (Gráfico 19). Lo anterior, es coherente con la naturaleza de estas operaciones que se utilizan como una estrategia de las entidades para ajustar las necesidades de liquidez en dólares de corto plazo.

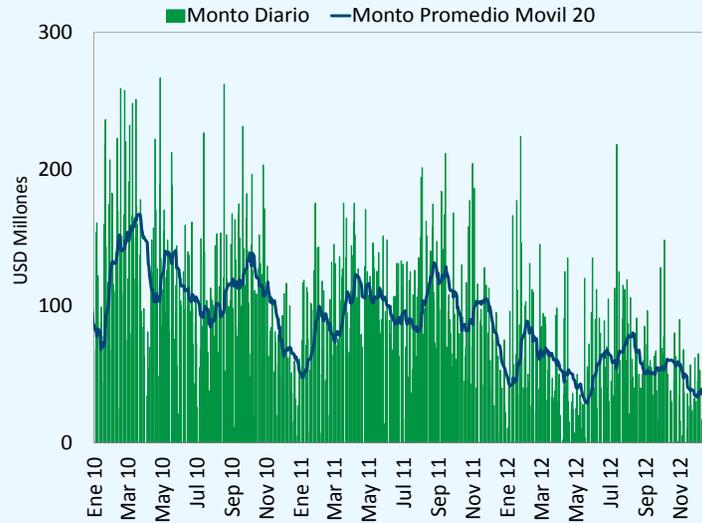
Con respecto al mercado de CCS peso/dólar, y al igual que en el mercado de FX swaps, las cifras muestran una alta volatilidad en el monto diario de negociación. Para el periodo 2010 a 2012, el monto promedio diario de negociación en el mercado local de CCS peso/dólar se ubica alrededor de los USD 26 millones (Gráfico 21), con una tendencia al alza hasta mediados de 2012 (el móvil 20 a mayo 24 es de USD 45,5 millones), y retrocediendo

⁶²Aún no se cuenta con los resultados de la encuesta del BIS para el año 2013.

⁶³De acuerdo con la definición del BIS, estas transacciones involucran el intercambio de flujos en diferentes monedas por lo que se pueden considerar como operaciones CCS. Los FX Swaps se clasifican en una categoría independiente.

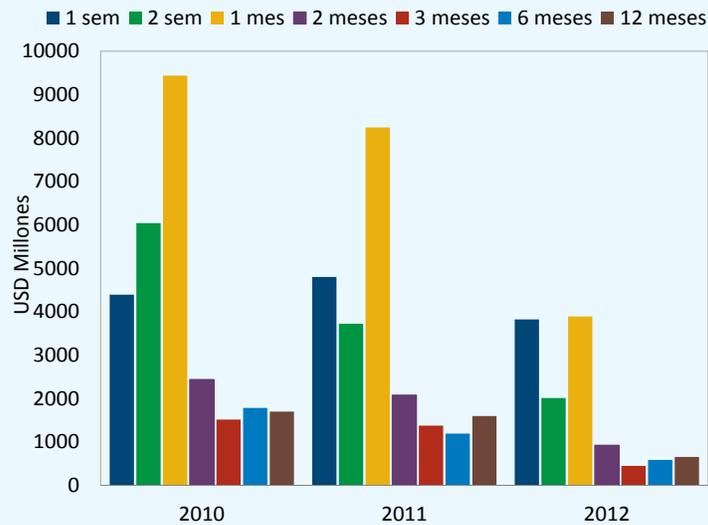
⁶⁴Corresponde al monto negociado y de registros a través del SETFX en las sesiones *spot* y *next day*.

Gráfico 19: Montos del mercado FX Swaps.



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 20: FX Swaps por plazos.

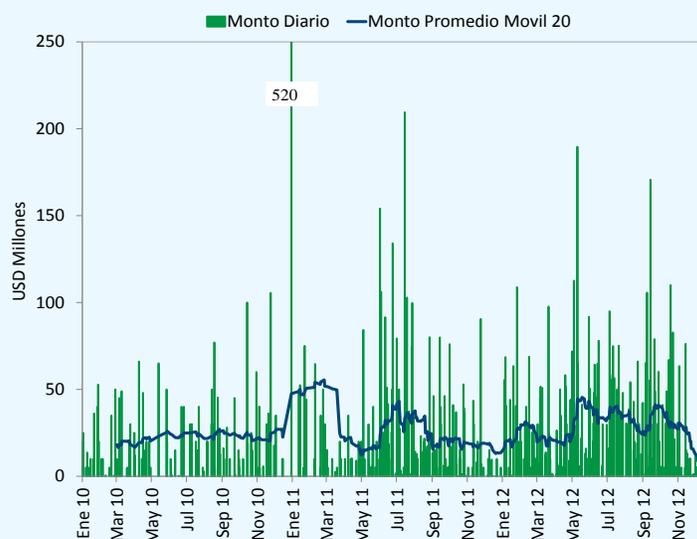


Fuente: Banco de la República.

posteriormente (al cierre de diciembre el móvil 20 se ubica por debajo de los USD 10 millones).

Varios agentes han manifestado que a raíz del reciente desarrollo del mercado de IRS a partir del IBR, algunas de

Gráfico 21: Monto en el mercado CCS.



Fuente: Banco de la República.

sus contrapartes han migrado a este nuevo mercado y reducido sus operaciones en el mercado de CCS.

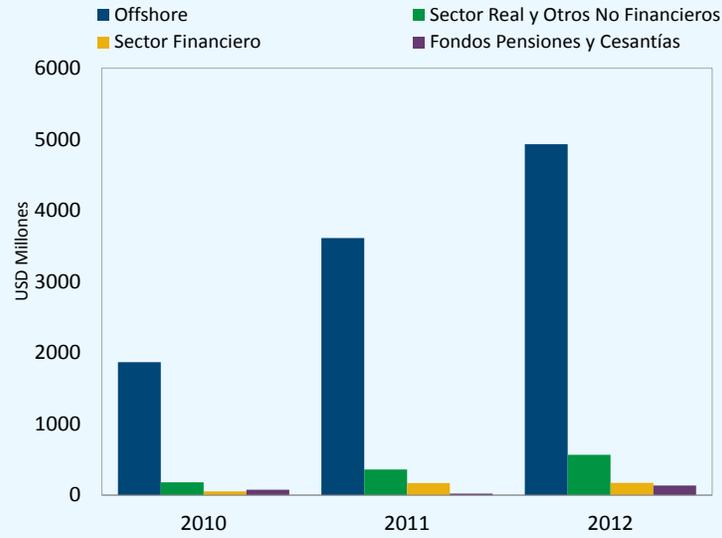
En estas operaciones, los IMC reportan que sus principales contrapartes son agentes off shore, con una participación promedio del 85,9% para los últimos 3 años, seguidas de las empresas del sector real y otras no financieras con una participación promedio del 8,9%. Las operaciones entre IMC en este mercado alcanzan el 3,2% para el periodo reseñado (Gráfico 22). Las operaciones entre residentes no IMC y agentes Off Shore son escasas para 2011 (USD 8,2 millones), pero en 2012 se incrementan de manera significativa al ubicarse en US\$325,0 millones, debido a 2 operaciones puntuales de una entidad.

Al analizar el mercado de CCS de acuerdo con el plazo de las operaciones pactadas (Gráfico 23), se encuentra que aquellas con plazo superior a 5 años son las más representativas; comportamiento que es más evidente en 2012. Para el 2011 se destaca el monto transado para el plazo entre 3 y 5 años pero esto se debe a una operación puntual que se registró al inicio de ese año por un monto de USD 520 millones. El segundo plazo que en promedio más transacciones registra es el de los CCS hasta 2 años.

Conclusiones

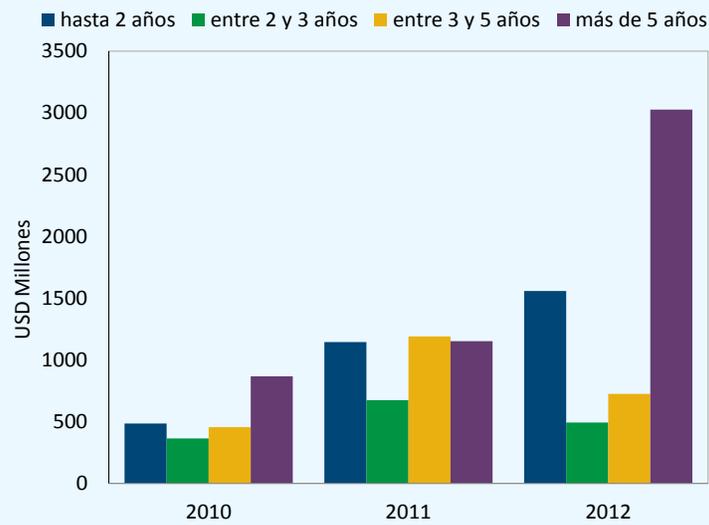
- Los mercados de FX swap son utilizados por las entidades con propósitos de manejo de liquidez en moneda extranjera de corto plazo, sin exponerse al riesgo cambiario y para operaciones de especulación.
- En teoría, los FX Swap responden a la paridad de tasas de interés entre los mercados originarios de las mismas. Sin embargo esta paridad se puede ver afectada por los costos de transacción, colateralización de las

Gráfico 22: Contrapartes en los CCS.



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 23: CCS por plazos.



Fuente: Banco de la República.

operaciones, riesgos de liquidez y crédito, construcción de índices o tasas base, así como por la regulación existente en cada país.

- En los mercados desarrollados, los CCS más transados corresponden a los Basis Swaps (intercambio de flujos a tasas variables), mientras que en Colombia el CCS más utilizado es el de tasa fija en pesos por tasa variable en dólares (CCS COP-LIBOR), con más de un 95 % de participación de acuerdo al reporte que realizan los IMC al BR.
- En Colombia, el tamaño del mercado de los CCS es pequeño y los agentes off shore participan para obtener exposición a la economía colombiana. El movimiento de las curvas CCS podría dar indicios sobre cambios en el apetito de estos participantes.
- En el último año, la estructura del mercado de swaps ha venido cambiando, en mayor medida, por la introducción del esquema del IBR a plazos y la consolidación de la curva Overnight Indexed Swap (OIS), lo que ha contribuido a que los agentes migren del mercado de CCS del tipo cupón al mercado de IRS. En adición, el mercado CCS podría evolucionar hacia los Basis Swaps debido a la disponibilidad de una curva de tasas variables en pesos.

Bibliografía

Amatatsu, Y. Baba, N. (2008). “Price Discovery from Cross-Currency and FX Swaps: A Structural Analysis”. BIS Working Papers N° 264.

Baba, N. Packer, F (2009). “From turmoil to crisis: Dislocation in the FX Swap Market before and after the failure of Lehman Brothers”. BIS Working Papers N° 285.

Bartolini, L. (2002). “Foreign Exchange Swaps”. New England Economic Review, pág. 11 – 12.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el segundo trimestre de 2013, los bancos centrales de Colombia, México, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria. Por su parte, el banco central de Brasil anunció incrementos que en total sumaron 75 p.b. dejando la tasa en 8,0%. Cabe mencionar que su tasa había permanecido inalterada durante el primer trimestre del año.

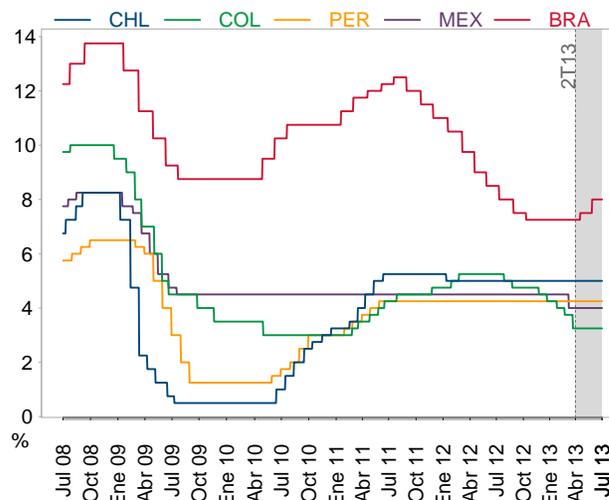
Los bancos centrales de Chile, Perú y México utilizaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones de política monetaria, un lenguaje que reflejaba tranquilidad con respecto a la inflación, pero moderación en el crecimiento de sus economías, disminución en los precios de las materias primas e incertidumbre con respecto al contexto externo. En el mismo sentido, el BR mencionó en sus comunicados, entre otras cosas, que la economía colombiana estaba creciendo por debajo de su potencial, que había una alta probabilidad de que la inflación se mantuviera en el rango meta, y que mantenía inalterado su pronóstico de crecimiento del PIB para 2013⁶⁵.

El caso de Brasil fue diferente al de los demás países de la región analizados, pues el banco central de este país señaló que el alto nivel de inflación demandaba una respuesta de política monetaria. Vale la pena recordar, que el dato de crecimiento de ese país en el 1T13 fue 1,9%, inferior al esperado por los analistas (2,3%) (Gráfico 24 y Cuadro 7).

Con respecto a la inflación, durante el 2T13 ésta presentó comportamientos diferentes entre los países de la región. Sin embargo, puede decirse que, a excepción de México, los datos anuales de junio fueron superiores a los registrados en marzo. En México la inflación disminuyó, aunque el dato de junio continuó ubicándose por encima del límite superior del ran-

⁶⁵entre 3,0% y 5,0%, con 4,3% como cifra más probable.

Gráfico 24: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 7: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Junio LATAM

País	Variación 2T13*	Variación 2013*	T.R Jun-13
Colombia	0	-100	3,25 %
Chile	0	0	5,00 %
Perú	0	0	4,25 %
Brasil	+75	+75	8,00 %
México	0	0	4,00 %

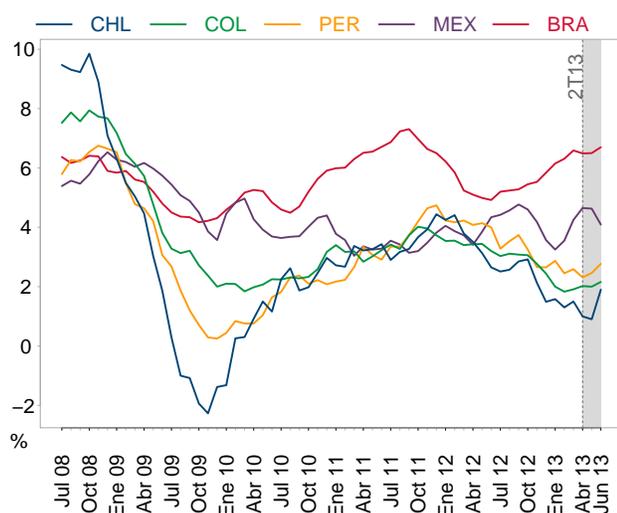
Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

go meta (4,0%). En Brasil, la inflación también superó el rango meta. Por el contrario, el dato de Chile cerró el trimestre en un nivel inferior al límite inferior del rango meta. En cuanto a los datos de Colombia y Perú, éstos se ubicaron dentro del rango (Gráfico 25 y Cuadro 8).

En cuanto a los datos de crecimiento de Colombia, el 20 de junio el DANE informó que el PIB en el primer trimestre de 2013 había registrado un crecimiento de 2,8% en relación al mismo periodo de 2012, dato similar a las expectativas de los analistas (2,7%) pero inferior al crecimiento registrado en el 4T12 de 3,1%. El DANE explicó que las ramas de actividad que habían presentado mayor crecimiento habían si-

do la construcción (16,9%) y las actividades de servicios sociales, comunales y personales (4,5%). Por su parte, las menores variaciones las presentaron explotación de minas y canteras (1,4%) e industrias manufactureras (-4,1%). Con respecto a las proyecciones de crecimiento para 2013, en junio el Gobierno redujo su pronóstico de 4,8% a 4,5%, señalando que la decisión obedecía a la desaceleración presentada en el último semestre de 2012 y el primer trimestre de 2013. Por su parte, ese mismo mes la Junta del BR mencionó en su comunicado, que era de esperar que las acciones de política monetaria y fiscal realizadas hasta ese momento contribuyeran a que en el transcurso del año el producto se situara cerca de su nivel potencial. Adicionalmente, mantuvo su pronóstico entre 3,0% y 5,0%, con 4,3% como cifra más probable.

Gráfico 25: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2013

País	Anual Mar 13	Anual Jun 13	Rango meta 13
Colombia	1,91 %	2,16 %	2,0% - 4,0%
Brasil	6,59 %	6,7 %	2,5% - 6,5%
Chile	1,50 %	1,9 %	2,0% - 4,0%
México	4,25 %	4,09 %	2,0% - 4,0%
Perú	2,59 %	2,77 %	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

A nivel local, este trimestre estuvo caracterizado por amplias condiciones de liquidez, posiblemente relacionadas con el menor saldo promedio de la Tesorería en el BR durante el segundo trimestre, en comparación con el primero, al tiempo que los saldos netos de expansión del BR disminuyeron en menor magnitud. También vale la pena mencionar que a finales de marzo, y durante el segundo trimestre, hubo vencimientos de TES que pudieron generar excesos temporales de recursos al sistema financiero durante el período analizado. Las amplias condiciones de liquidez se reflejaron en el comportamiento de las tasas de interés del mercado de dinero, como la tasa del mercado interbancario (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR), los cuales oscilaron en niveles inferiores al de la tasa de política monetaria, llegando a ubicarse hasta 16 p.b. y 14 p.b. por debajo, respectivamente (Gráfico 26). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas se mantuvo en niveles inferiores al de la tasa de referencia, llegando a presentar una desviación máxima de 128 p.b. por debajo de la misma. Esto ocurrió a finales de mayo, cuando, además de las amplias condiciones de liquidez, algunas entidades con posiciones cortas en títulos intentaban cubrir las posiciones en el mercado de simultáneas.

En cuanto al IBR a plazos superiores a un día, el 28 de junio los indicadores a un (1) mes y tres (3) meses se ubicaron, en términos efectivos anuales, en 3,22% y 3,24%, 3 p.b y 1 p.b. por debajo de la tasa de referencia (3,25%)⁶⁶.

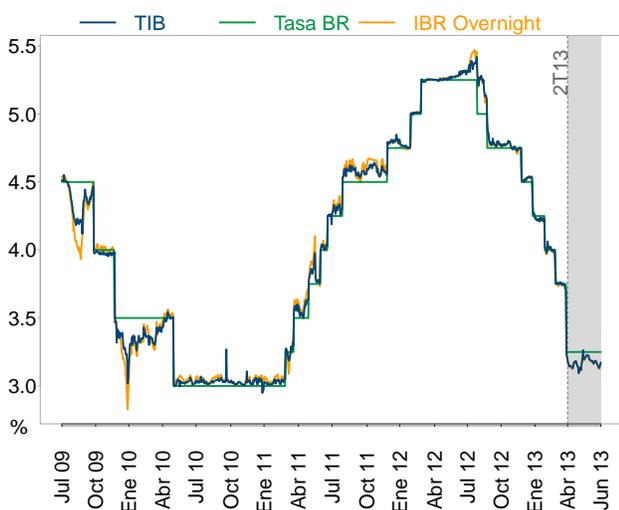
Durante el 2T13 la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR superó la tasa de referencia en siete (7) ocasiones⁶⁷. Entre las razones por las cuales la demanda fue superior al cupo de la subasta del BR en estas jornadas, se encuentran, entre otras, la concentración de recursos en pocos agentes, los límites impuestos por los cupos de crédito entre entidades,

⁶⁶El 27 de marzo el IBR a 1 mes era 3,22% E.A. y el IBR a 3 meses era 3,20% E.A., de tal manera que sus diferencias con la tasa de referencia (3,25%) eran de 3 p.b. y 5 p.b., respectivamente.

⁶⁷Los días 12, 16, 18 y 22 de abril, y 6, 7 y 8 de mayo, la tasa de corte superó la tasa de referencia en 5 p.b., 10 p.b., 32 p.b., 58 p.b., 95 p.b., 100 p.b. y 32 p.b., respectivamente.

el traslado de impuestos a la Tesorería y la cercanía del cierre de la bisemana de encaje, que usualmente se caracteriza por la demanda de liquidez por parte de aquellas entidades que cuentan con niveles de encaje inferiores al monto promedio de depósitos requeridos para la bisemana, y necesitan incrementar su saldos para aumentar dicho promedio.

Gráfico 26: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



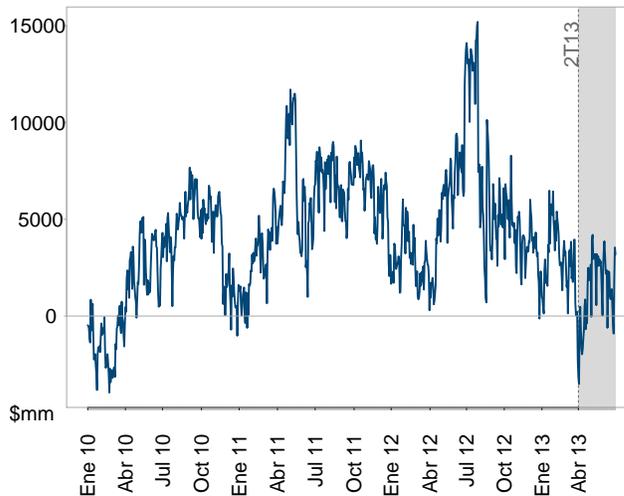
Fuente: Banco de la República.

En cuanto a la posición del BR con el sistema financiero, ésta comenzó el trimestre siendo deudora, pero pasó a ser acreedora en abril y así se mantuvo durante casi todo el trimestre. El BR pasó de tener pasivos con el sistema financiero por \$2.288 miles de millones el 27 de marzo, a tener activos por \$3.172 miles de millones a finales de junio (Gráfico 27).

Con respecto al saldo de la Tesorería en el BR, si se compara el dato del último día de junio con respecto al dato del último día de marzo, se puede decir que durante el trimestre el saldo aumentó⁶⁸. Aunque este incremento está explicado principalmente por el recaudo de impuestos, vale la pena mencionar que también se recibió un pago de dividendos de Ecopetrol. Cabe aclarar que aunque el saldo aumentó entre el 27

⁶⁸El saldo pasó de \$6.559 miles de millones el 27 de marzo a \$12.002 miles de millones el 28 de junio.

Gráfico 27: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



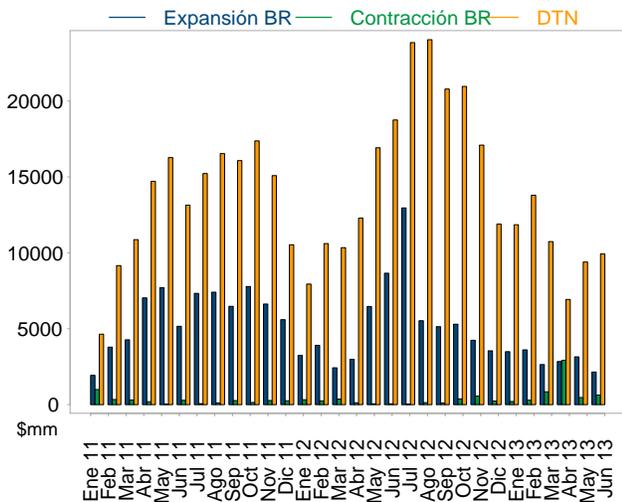
Fuente: Banco de la República.

de marzo y el 28 de junio, durante el trimestre disminuyó hasta encontrar un nivel mínimo de \$4.614 miles de millones a mediados de abril, y que en el 1T13 el promedio diario del saldo de la Tesorería fue de aproximadamente \$12.167 miles de millones, superior al saldo promedio que la DGCPTN registró en el 2T13 \$8.660 miles de millones (Gráfico 28). Por último, los saldos de TES de regulación de liquidez pasaron de \$6.990 miles de millones el 27 de marzo a \$7.252 miles de millones el 28 de junio.

Al comparar los promedios de las tasas del mercado monetario entre el 1T13 y el 2T13, se encuentra que éstas disminuyeron, lo que se relaciona con los menores niveles de la tasa de política monetaria durante el segundo trimestre del año en comparación con el primero. El promedio de la tasa activa⁶⁹ disminuyó 133 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero cayó 94 p.b. (Gráfico 29). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen

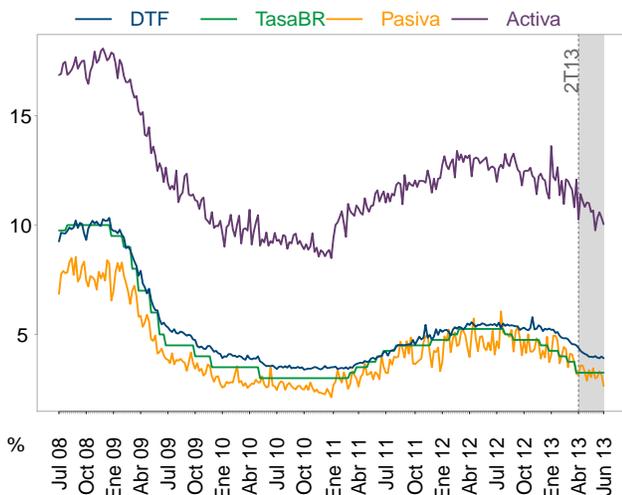
⁶⁹Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

Gráfico 28: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 29: Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2013)

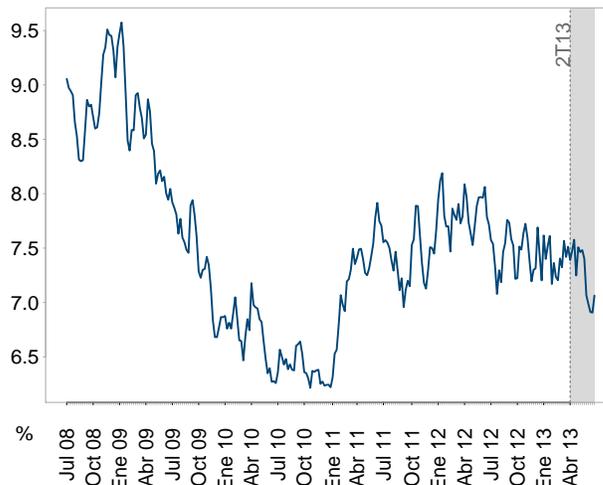


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,50 % a 7,19 %⁷⁰ (Gráfico 30).

⁷⁰Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 1T13 se calcularon con datos semanales entre el 4 de enero y el 29 de marzo, y los promedios del 2T13 se calcularon con datos semanales entre el 5 de

Gráfico 30: Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República. El margen de intermediación se calcula así: $MI = \frac{1 + i_{activa}}{1 + i_{pasiva}} - 1$

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque en algunos casos a un ritmo menor al del trimestre anterior. Con datos disponibles a junio de 2013, los montos de las carteras de microcrédito, consumo y comercial aumentaron 20% (ant:19%), 13% (ant:15%) y 12% (ant:10%), respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 14% (ant:14%)⁷¹ (Gráfico 31).

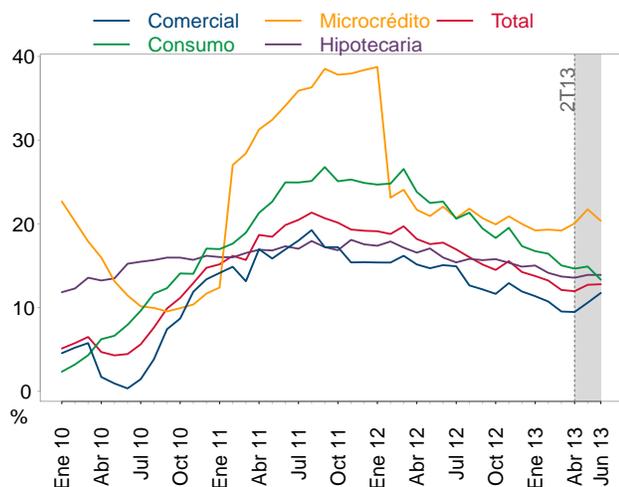
Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁷², en el segundo trimestre los intermediarios financieros señalaron que habían percibido una leve recuperación de la demanda de crédito, en contraste con el trimestre anterior, cuando se había percibido una disminución. Según los bancos encuestados, la mayor dinámica de la cartera se

abril y el 28 de junio de 2013.

⁷¹Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

⁷²Realizada durante las dos primeras semanas de junio.

Gráfico 31: Crecimiento Anual de Cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República. *El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

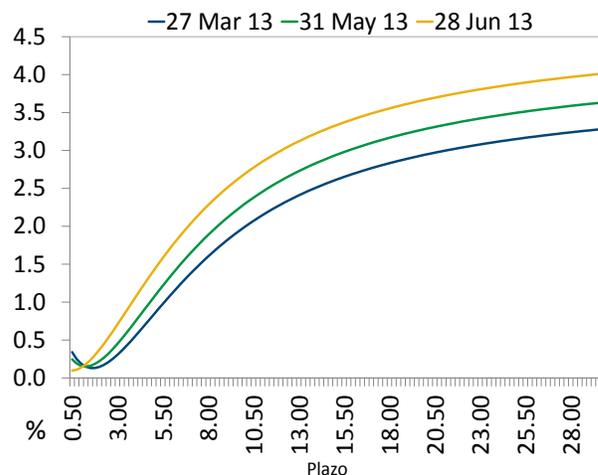
observó en todas sus modalidades, a excepción de la cartera de microcrédito. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC) y las Cooperativas tendrían preferencia por la opción de otorgar créditos de consumo, mientras que en el caso de los bancos, la mayor preferencia corresponde a préstamos a empresas nacionales que producen en el mercado interno. Como razones de estas preferencias se mencionaron la búsqueda de mayores rentabilidades en el caso de las CFC y las cooperativas, y la conservación del nicho de mercado en el caso de los bancos.

6.2 Mercado de Deuda Pública

6.2.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región

Al comparar las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de finales de marzo con las del 28 de junio de 2013, se encuentra que presentaron incremen-

Gráfico 32: Curva Cero Cupón Estados Unidos

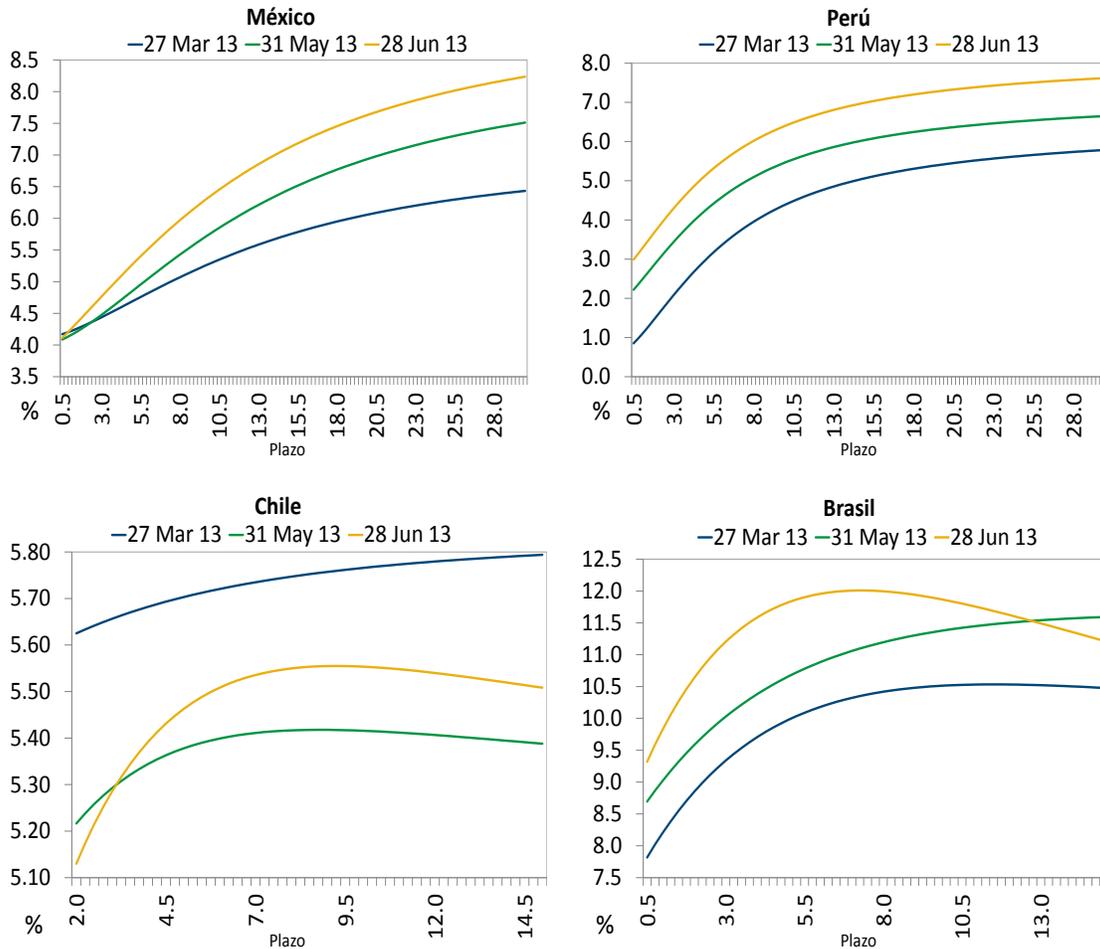


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

tos, principalmente las de mediano y largo plazo. Este comportamiento estuvo asociado a las señales de una posible disminución en el monto de compras de bonos por parte de la Fed antes de lo inicialmente descontado por los mercados (Gráfico 32). La tasa cero cupón del título con plazo a 10 años, que es el más líquido, osciló en un rango entre 1,78 % y 2,82 %.

En cuanto a los bonos de deuda pública interna de los países de la región, durante el 2T13 los bonos de Brasil, México y Perú registraron desvalorizaciones, presentadas particularmente desde mayo, y al parecer explicadas principalmente por un incremento en la percepción de riesgo internacional ante la incertidumbre con respecto al desmonte de las medidas de expansión monetaria de Estados Unidos. Por el contrario, los títulos de Chile se valorizaron, comportamiento que podría estar relacionado con expectativas de recortes de la tasa de referencia en el año 2013, reflejadas en las encuestas que realiza el banco central de ese país (Gráfico 33).

Gráfico 33: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 27 de marzo y el 28 de junio de 2013, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$155.506 miles de millones a \$158.719 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2013 es de \$28.008 miles de millones, de los cuales, al 28 de junio, se habían colocado bonos por un valor nominal cercano a \$15.056 miles de millones⁷³. En cuanto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el saldo autorizado para 2013 es de \$5.000 miles de millones, pero no se ha realizado ninguna subasta. Por último, el cupo autorizado

⁷³A junio 28 se habían colocado cerca de \$10.046 miles de millones en subastas, cerca de \$2.114 miles de millones en convenidas y \$2.909 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con el valor de la UVR del día 28 de junio. Este valor no tiene en cuenta los TES para regular la liquidez.

de los TES emitidos para regular la liquidez de la economía fue ampliado de \$6.000 miles de millones a \$10.000 miles de millones. Al 28 de junio se habían emitido \$4.000 miles de millones de TES de largo plazo y \$4.020 miles de millones de TES de corto plazo, para un total de \$8.020 miles de millones⁷⁴.

Es importante destacar algunos hechos relacionados con las emisiones de TES. Uno de ellos ocurrió el 12 de junio, cuando la Tesorería convocó a una subasta primaria de TES para las referencias con vencimiento en noviembre de 2018, mayo de 2022 y abril de 2028, con cupos de \$250 miles de millones, \$250 miles de millones y \$100 miles de millones, respectivamente. En esta subasta la demanda de la referencia con vencimiento en noviembre de 2018 fue de \$93,3 miles de millones, representando una razón Bid/Cover de 0,4, de tal manera que se aprobó el total de las ofertas presentadas a una tasa de 6%. Esta referencia no se ofreció en la subasta competitiva del 24 de junio.

Posteriormente, el 26 de junio, la Tesorería convocó a una subasta primaria de TES en pesos para realizar una emisión adicional a un plazo de 3 años, inferior al plazo de las referencias que venía subastando (5, 9 y 14 años al vencimiento). Además, anunció un cupo global para todas las referencias de \$300 miles de millones. Cabe anotar que en las subastas que la Tesorería había realizado con anterioridad, determinaba un cupo a subastar por referencia.

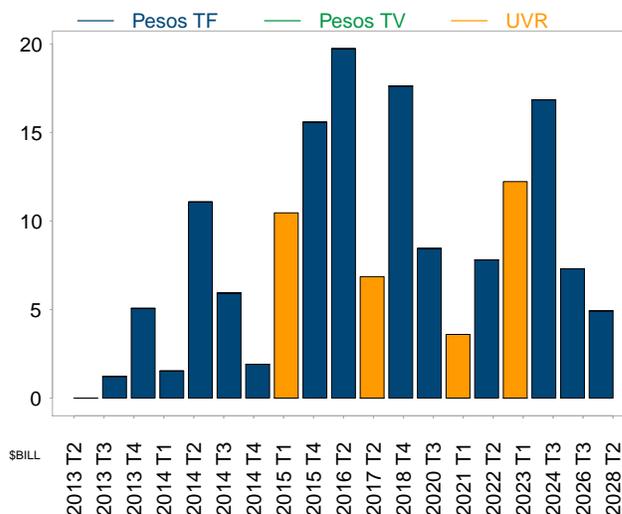
En el Gráfico 34 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 28 de junio, se observa que en lo que queda del año 2013 los vencimientos representan un 3,98% del saldo en circulación, de los cuales cerca del 3,2% (\$5.066 miles de millones) ocurren en el último trimestre del año.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

A diferencia de lo ocurrido en el trimestre anterior, durante este trimestre los bonos de Colombia presen-

⁷⁴De acuerdo al artículo 9 de la Ley 1485 de 2011, los TES para regular la liquidez no tienen efectos presupuestales.

Gráfico 34: Proyección de Vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banco de la República.

taron desvalorizaciones. Las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 78 p.b. entre 0 y 2 años, 170 p.b. entre 2 y 5 años y 198 p.b. entre 5 y 15 años⁷⁵ (Gráficos 35 y 36). De esta manera, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años aumentó, al pasar de 152 p.b. el 27 de marzo a 280 p.b. el 28 de junio de 2013 (Gráfico 37).

Las desvalorizaciones de los TES durante este trimestre se presentaron particularmente en los meses de mayo y junio. Este comportamiento también se observó en la región y en otros países emergentes, y puede atribuirse principalmente a la posible disminución del programa de compra de activos de la Fed, antes de lo esperado. Adicionalmente, las tasas se vieron influenciadas por factores locales como la incertidumbre generada por el impacto que tendría, en caso de ser aprobado, el proyecto de decreto que modificaría el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias, y por los datos de inflación de los meses de abril y mayo que resultaron superiores a los esperados por el mercado.

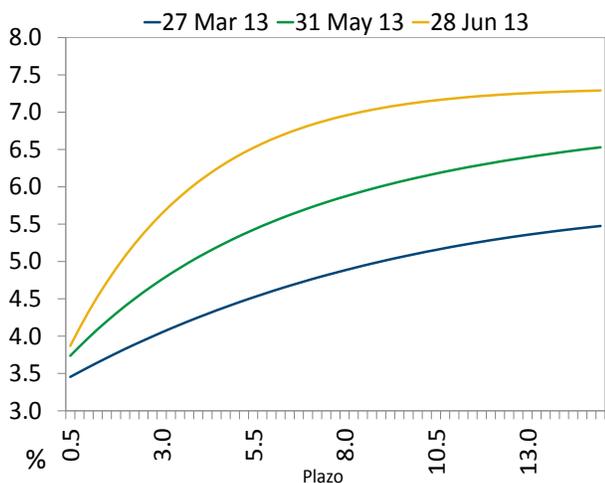
⁷⁵Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 35: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

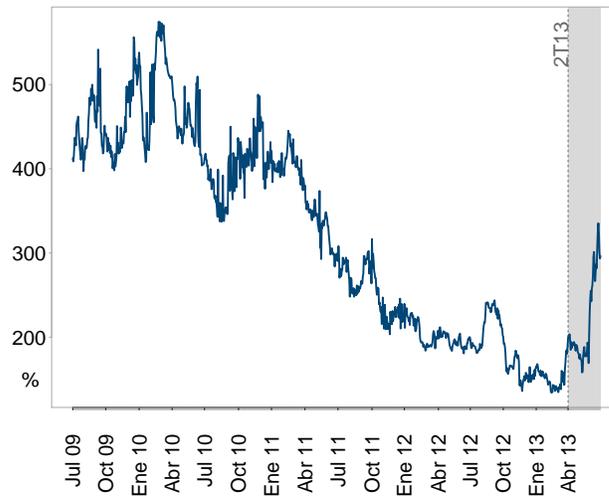
Gráfico 36: Curvas Spot Colombia. Dic. 2012, Feb. 2013 y Mar. 2013



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Es importante mencionar que la agencia S&P aumentó la calificación de la deuda colombiana en moneda extranjera pasándola de BBB- a BBB.

Gráfico 37: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$4.933 miles de millones⁷⁶, inferior al observado en el mismo período del año 2012 (\$6.829 miles de millones aproximadamente) (Gráficos 38 y 39). En el Gráfico 38 puede observarse que, similar a lo ocurrido el trimestre anterior, este trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años), seguidos de los del tramo medio (plazos entre 2 y 5 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 23% a 28% entre el 1T13 y el 2T13, seguidos de los títulos que vencen en mayo de 2014, junio de 2016 y octubre de 2015, cuyas participaciones se ubicaron en 18%, 15% y 12%, respectivamente.

Adicionalmente, durante el período analizado se publicaron otras noticias relevantes, aunque no tuvieron impactos importantes sobre las tasas de los TES. En primer lugar, el Gobierno presentó el plan de impulso económico por \$5,0 billones, y anunció que el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) para el año 2012 había cerrado en 2,3% del PIB, un 0,1% por

⁷⁶Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

debajo de la meta establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2012. En segundo lugar, en mayo el Ministerio de Hacienda radicó en el Congreso de la República el proyecto de Ley de modificación al presupuesto general de la nación (PGN) para el año 2013⁷⁷. Las modificaciones presupuestales comprendían incorporaciones al presupuesto de recursos por \$3,5 billones, reducciones por \$146 mil millones y traslados por \$2,6 billones, para un valor neto de \$3,4 billones. De aprobarse esta propuesta, el valor total del PGN para 2013 sería de \$188,9 billones de pesos.

En tercer lugar, el 14 de junio, el Ministerio de Hacienda presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo según el cual el Gobierno Nacional Central presentaría un déficit de 2,4% del PIB en 2013 y de 2,3% del PIB en 2014. El Plan Financiero de 2013 establece la reducción de las subastas de TES en el mercado local en \$1,5 billones, y prevé unas fuentes de financiamiento en los mercados externos e internos por \$33,8 billones, de los cuales el 14,2% corresponde a endeudamiento externo y el restante 85,8% a colocaciones de TES⁷⁸.

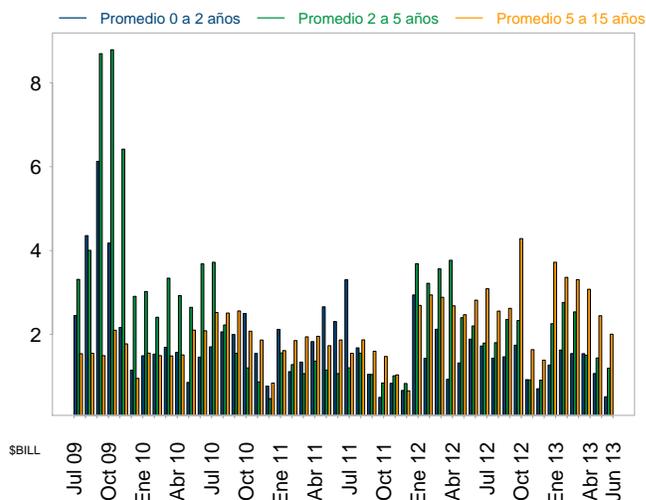
6.3 Contratos de Futuros de TES

En el 2T13 no se negociaron futuros de TES, posiblemente ante factores como la desvalorización de estos títulos y la volatilidad de este mercado. Adicionalmente, durante el trimestre no se presentaron posiciones abiertas en estos contratos.

⁷⁷Se indicó que el proyecto de ley permitiría adecuar la estructura del PGN a algunas novedades surgidas de la Reforma Tributaria, cumplir los acuerdos para apoyar financieramente la caficultura nacional, y financiar la ejecución presupuestal de proyectos en el marco del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE).

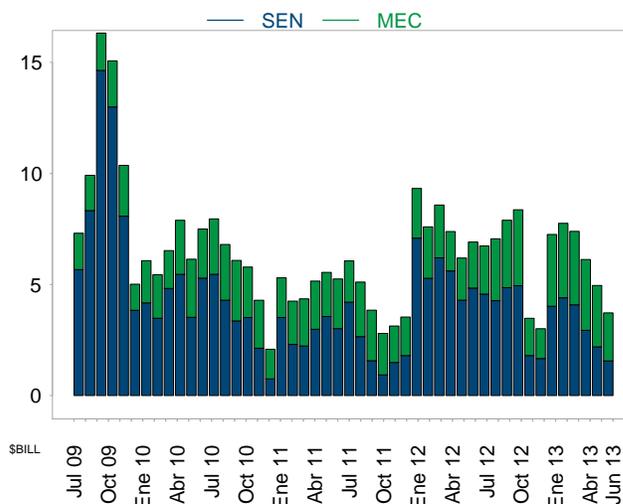
⁷⁸El Plan Financiero de 2014 prevé unas fuentes de financiamiento en los mercados externos e internos por \$39,9 billones, de los cuales el 23,5% corresponde a endeudamiento externo y el restante 76,5% a colocaciones de TES.

Gráfico 38: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



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

Gráfico 39: Monto Promedio Diario Negociado de TES



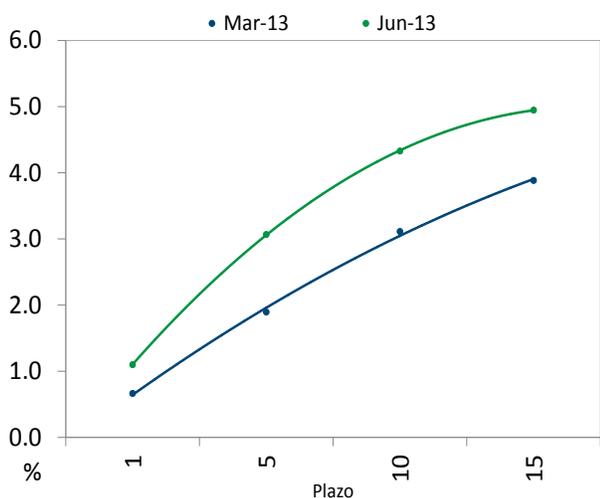
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el segundo trimestre del 2013, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la

región presentaron desvalorizaciones. Este comportamiento estuvo relacionado con el menor apetito por activos de economías emergentes ante de la incertidumbre generada por señales del posible retiro del estímulo monetario de la Fed antes de lo esperado. (Gráficos 40, 41 y 42).

Gráfico 40: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

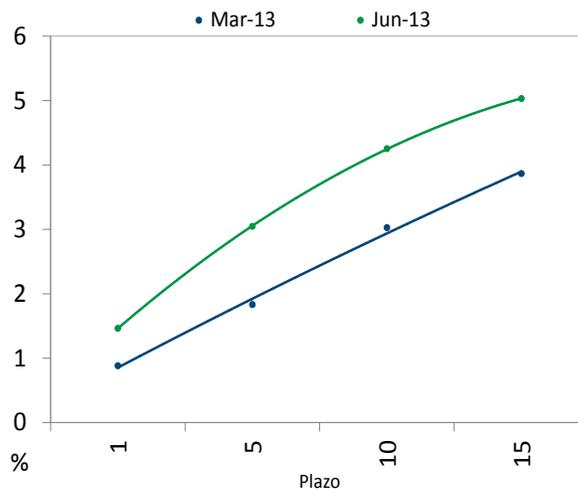
Las primas de riesgo hacia la región siguieron el comportamiento alcista del resto de los países emergentes. De esta forma, durante el 2T13 el EMBI+ aumentó 45 p.b. (15,3 %) y los EMBI país se incrementaron en promedio 46 p.b. (29,4%)⁷⁹. Asimismo, los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región aumentaron en promedio 40 p.b.⁸⁰ (Gráfico 43).

En cuanto a las calificaciones crediticias de los países de la región, Standard and Poor's cambió la perspectiva de la calificación de deuda de largo plazo en moneda extranjera de Venezuela (B+) de estable a negati-

⁷⁹Variaciones EMBI+ países: Colombia: 42 p.b. (29,4%), Brasil: 49 p.b. (25,9%), México: 31 p.b. (19,7%) y Perú 61 p.b. (42,4%). EMBI Global Chile: 27 p.b. (18%).

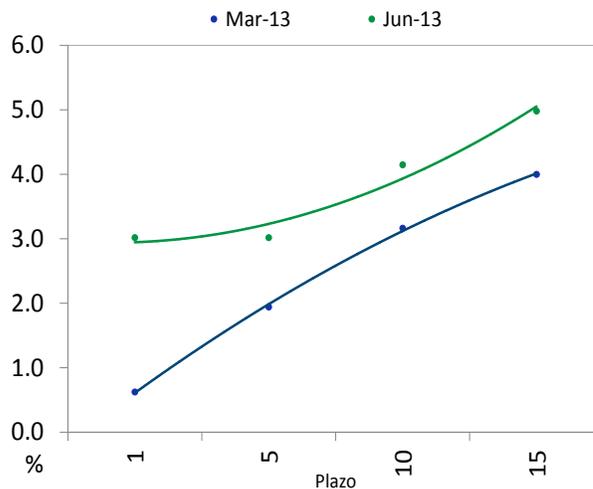
⁸⁰Variaciones: Colombia: 42 p.b. (43%), Brasil: 47 p.b.(34%), México: 33 p.b. (34%), Chile: 32 p.b. (49%) y Perú: 47 p.b. (48%)

Gráfico 41: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



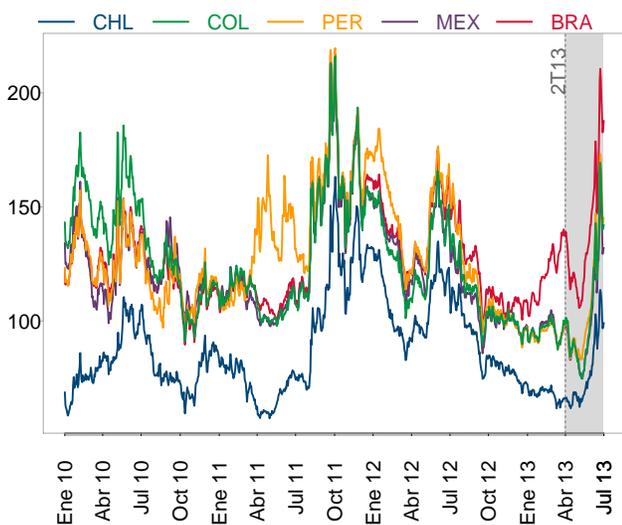
Fuente: Bloomberg.

va, debido al aumento en la incertidumbre política del país que podría debilitar la implementación de políticas económicas y llevar a una mayor inestabilidad. Es-

ta misma agencia, en junio revisó a la baja la perspectiva de la calificación de deuda soberana de largo plazo de Brasil⁸¹ (actualmente es de BBB) de estable a negativa, argumentando que el lento crecimiento económico y la política fiscal expansiva podrían dar lugar a un aumento de la carga de la deuda del gobierno. Según la agencia, la decisión se basó en el persistente crecimiento económico lento de Brasil y una cierta pérdida de credibilidad de la política económica dadas sus señales ambiguas, lo que podría reducir la capacidad del país de manejar un choque externo.

Por otra parte, Fitch Ratings aumentó la calificación de deuda soberana de México⁸² de largo plazo en moneda extranjera de BBB a BBB+ y en moneda local de BBB+ a A-, con perspectiva estable. Según la agencia, este cambio en la calificación refleja la fortaleza macroeconómica del país, el cumplimiento de su meta de inflación y el compromiso del Gobierno de aprobar reformas estructurales.

Gráfico 43: Credit Default Swaps 5 años

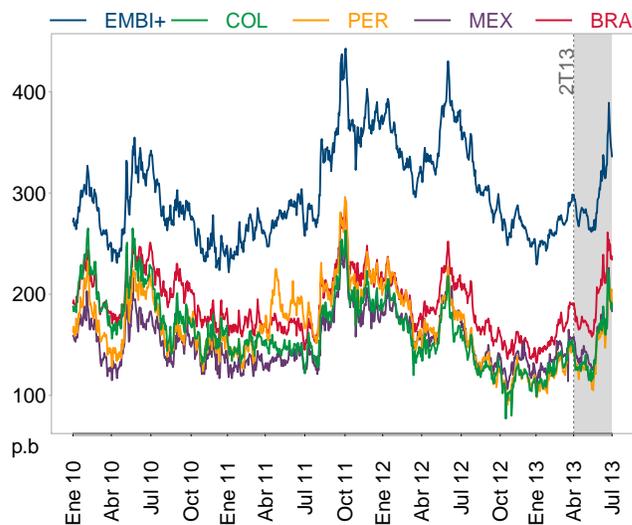


Fuente: Bloomberg.

⁸¹La calificación para Brasil de Moody's es Baa2 y de Fitch Ratings es BBB

⁸²La calificación para México de Moody's es Baa1 y de Standard and Poor's es BBB

Gráfico 44: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

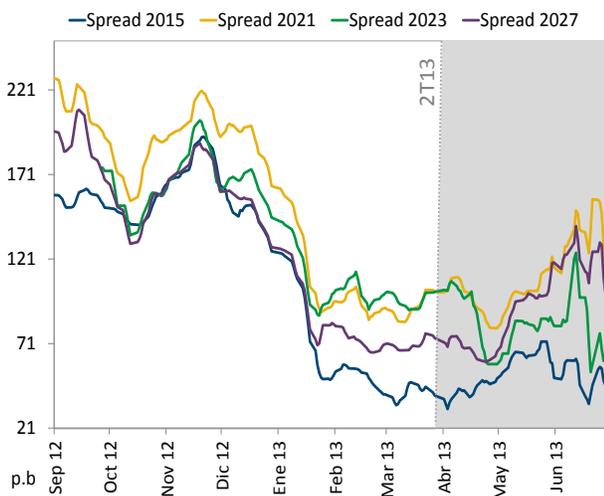
6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Los bonos de la deuda externa colombiana en dólares se desvalorizaron durante el segundo trimestre del año en línea con el comportamiento de los otros países de la región (Gráfico 46). Asimismo, la deuda externa denominada en pesos presentó desvalorizaciones durante el período analizado. En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia y el CDS a 5 años aumentaron 42 p.b. (29,4%) y 42 p.b. (43%), comportamiento similar al promedio de los países de la región (con excepción de Brasil). Este comportamiento estuvo relacionado con las condiciones de riesgo a nivel internacional. No obstante, la agencia Standard and Poor's aumentó la calificación de deuda de largo y corto plazo en moneda extranjera de Colombia de BBB-/A-3 a BBB/A-2 y afirmó la calificación de deuda en moneda local en BBB+. La perspectiva de la calificación pasó de positiva a estable.

En el Gráfico 45 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denomi-

nados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. Recientemente, los spreads han aumentado (con excepción de la referencia que vence en 2023 que disminuyó) producto de incrementos en las tasas de los TES locales superiores a los de los TES Globales.

Gráfico 45: TES Globales vs TES locales

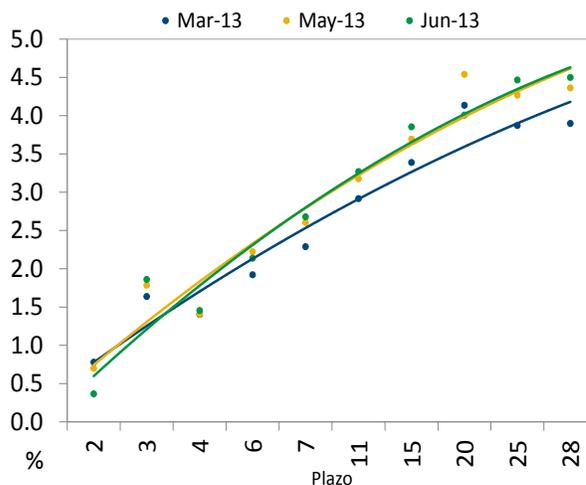


Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional aprobó el nuevo acuerdo de dos años con Colombia en el marco de la Línea de Crédito Flexible⁸³ por un monto de US\$5,84 billones. Según las autoridades colombianas será de carácter preventivo, y ayudará a Colombia a enfrentar eficazmente los choques externos que puedan surgir en el futuro y a mantener un sólido desempeño económico.

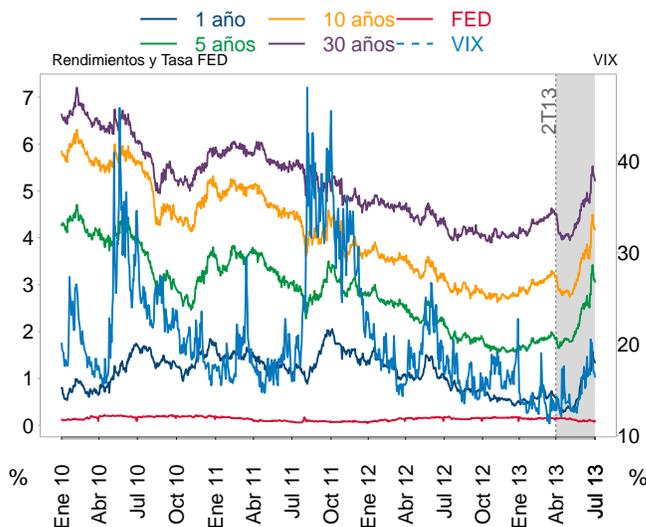
⁸³La Línea de Crédito Flexible es uno de los programas de ayuda que ofrece el FMI y está a disposición de países con fundamentos, políticas e historiales de implementación muy sólidos, y es especialmente útil para fines de prevención de crisis. La LCF es una línea de crédito renovable, que puede aprobarse con plazos de uno o dos años

Gráfico 46: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 47: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED



Fuente: Bloomberg.

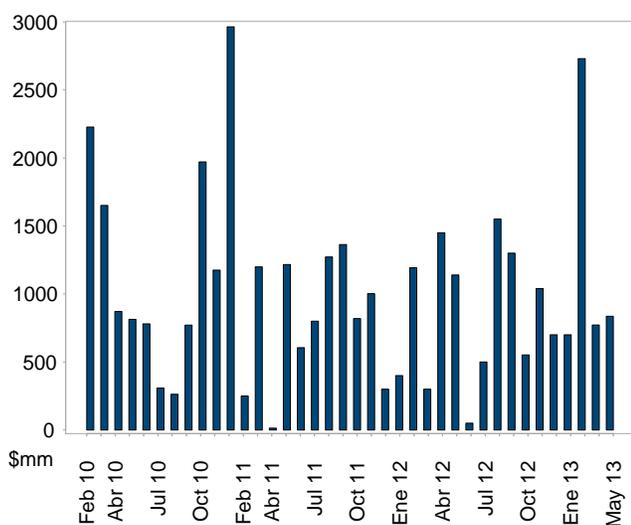
7 Mercado Primario de Deuda Privada

Durante el segundo trimestre de 2013 la dinámica del mercado primario de deuda privada se redujo considerablemente

rablemente en línea con el comportamiento de la percepción de riesgo a nivel internacional y local. Adicionalmente, el comportamiento puede asociarse a la volatilidad que se presentó en los mercados locales y a la incertidumbre sobre el impacto que podría tener sobre el mercado de deuda privada el proyecto que modificaría el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias.

De acuerdo al monto de colocaciones, el mercado primario de deuda privada se deterioró considerablemente respecto a lo observado en el trimestre inmediatamente anterior, con un caída del 80% en el monto de colocación y un monto trimestral equivalente a \$908 miles de millones⁸⁴ (ant: \$4.130 miles de millones) (Gráfico 48). Cabe destacar que dicho nivel de colocaciones es el mínimo desde el 1T08 y que respecto al mismo trimestre del 2012 el monto de colocaciones presentó una caída del 68%.

Gráfico 48: Monto Total Colocado (2010 - 2013)

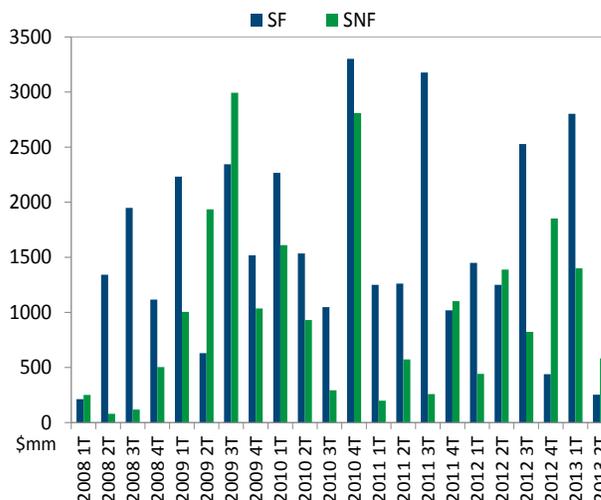


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

La dinámica del mercado se explica principalmente por una disminución en la participación del sector financiero mayor a la reducción registrada en las coloca-

⁸⁴Dicho monto equivale a 0,28 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

Gráfico 49: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

ciones del sector no financiero⁸⁵. Las colocaciones del sector financiero durante el trimestre correspondieron a 0,15 veces su promedio histórico (2T13: \$253 miles de millones, 1T13: \$2.730 miles de millones) mientras las del sector no financiero correspondieron a 0,56 veces (2T13: \$582 miles de millones, 1T13: \$1.400 miles de millones) (Gráfico 49).

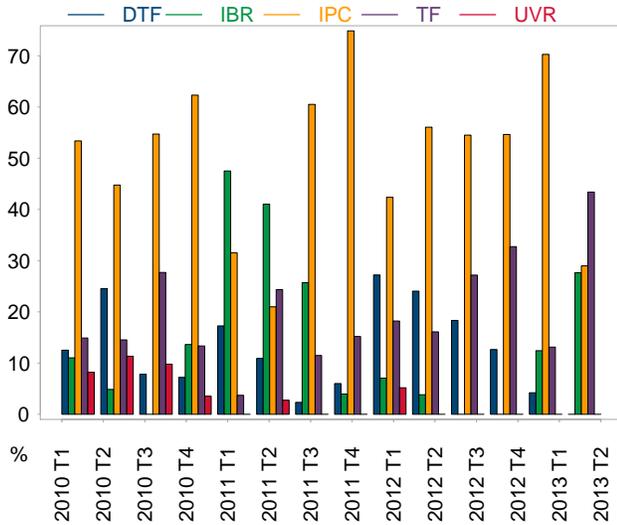
Durante el trimestre únicamente tres entidades realizaron colocaciones: Titularizadora Colombiana (una colocación por \$362 mil millones), Banco de Occidente (tres colocaciones por \$253 mil millones) e Interconexión Eléctrica (dos colocaciones por \$220 mil millones). Dichas colocaciones estuvieron atadas al IPC, al IBR y a tasa fija⁸⁶ (Gráfico 50). Respecto al plazo de dichas colocaciones, la mayoría fue a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 51).

De otra parte, en línea con el comportamiento del mercado, la relación entre el monto demandado y el monto

⁸⁵Las colocaciones del sector financiero cayeron un 90% mientras las del sector no financiero cayeron un 58%

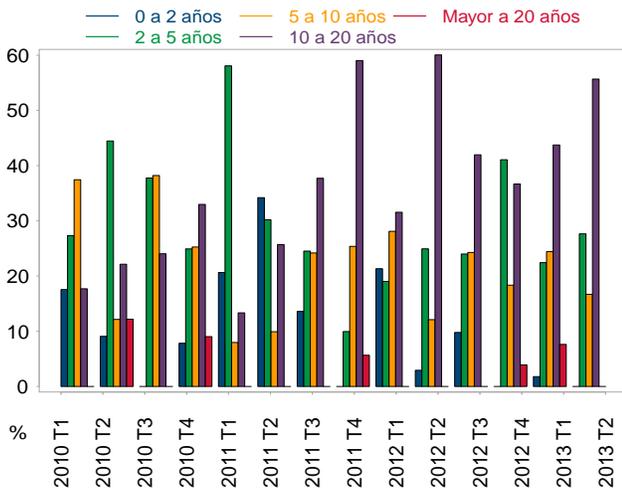
⁸⁶Respecto al monto colocado, durante el trimestre el 43% de colocaciones estuvo atado a una tasa fija, el 28,9% estuvo atado al IPC y el 27,6% al IBR.

Gráfico 50: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

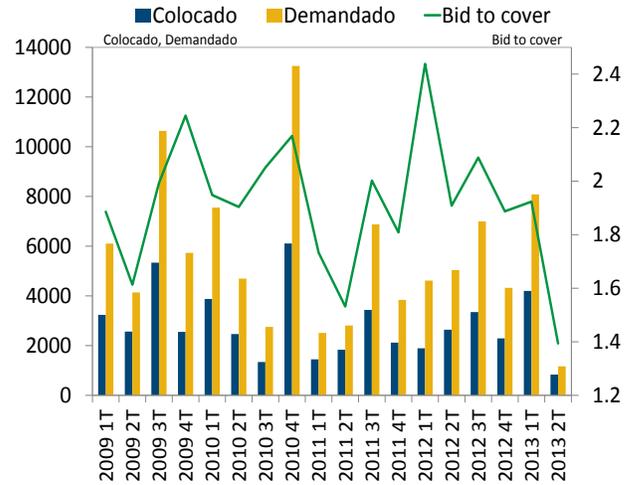
Gráfico 51: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

colocado (*bid to cover*) en las subastas disminuyó respecto al trimestre anterior (-50 p.b); la demanda por colocaciones (\$1.165 miles de millones) fue 1,39 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$8.083 miles de millones, 1.92 veces) (Gráfico 52).

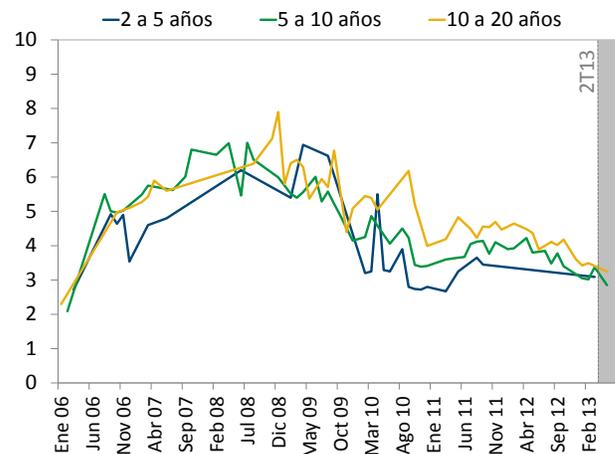
Gráfico 52: Monto Colocado VS Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el segundo trimestre de 2013, la tasa o margen promedio de las colocaciones de deuda privada atadas al IPC, disminuyó para los plazos entre 5 y 10 años y 10 y 20 años. Durante el trimestre no se presentaron colocaciones atadas al IPC para plazos de 1 a 5 años (Gráfico 53).

Gráfico 53: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, cabe resaltar que Ecopetrol informó el cierre de una operación de manejo de deuda y financiamiento en moneda local con siete bancos colombianos⁸⁷ por un valor de \$1,84 billones.

Por último, es importante mencionar que *Moody's* elevó la calificación de crédito corporativo de Ecopetrol de BBB- a BBB, con perspectiva estable, sustentando el importante rol que juega la compañía en la economía colombiana, como la mayor empresa de petróleo y la principal proveedora de productos derivados. Adicionalmente, la agencia revisó la perspectiva de la calificación de Bancolombia S.A. y de Banco de Bogotá S.A. (BBB-/A-3) de positiva a estable. Por otro lado, la misma agencia afirmó las calificaciones del Grupo Financiero BAC (subsidiaria del Grupo Aval)⁸⁸, luego del anuncio de la adquisición del Grupo Financiero Reformador de Guatemala por US\$411 millones⁸⁹. La agencia señaló que ésta adquisición es estratégica y tiene el fin de consolidar la posición del banco en Guatemala, un mercado con un sistema financiero creciente y una economía estable.

8 Mercado Accionario

Durante el segundo trimestre de 2013 en general los índices de países emergentes presentaron desvalorizaciones principalmente ante el contexto internacional. Por otra parte, los índices de países desarrollados presentaron resultados mixtos. Algunos países como

⁸⁷Bancos participantes: Banco de Bogotá S.A. y Banco BBVA Colombia S.A. actuando como Agentes Estructuradores Líderes y Banco de Occidente S.A., Banco Popular S.A., Banco Comercial AV Villas S.A., Banco Agrario de Colombia S.A. y Helm Bank S.A.

⁸⁸Las siguientes calificaciones fueron afirmadas con perspectiva estable: calificación de solidez financiera del Banco en D+; calificaciones de depósitos de largo plazo en moneda local y extranjera en Baa3 y calificaciones de depósitos de corto plazo en moneda local y extranjera en Prime-3.

⁸⁹\$US282 millones fueron recaudados a través de una titularización de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito con un vencimiento de más de 7 años emitida por Credomatic International Corporation y el resto será financiado a través de nueva deuda o aumentando la cantidad de dicha titularización.

Japón y Estados Unidos presentaron valorizaciones en el periodo analizado.

En Estados Unidos las bolsas se valorizaron⁹⁰ ante resultados corporativos considerados positivos y la publicación de datos favorables en el sector laboral e inmobiliario. Se debe mencionar que estas bolsas presentaron desvalorizaciones importantes en el mes de junio por temores de un posible retiro del programa de flexibilización cuantitativa antes de lo esperado.

En Europa el Eurostoxx se desvalorizó 0,8% durante el trimestre ante los temores sobre el crecimiento de la región, el impacto de una posible reducción en el programa de compra de activos por parte de la FED antes de fin de año, y ante datos débiles de crecimiento en China. Esta desvalorización se dio a pesar de noticias positivas como la reducción de la tasa de referencia por parte del BCE a mínimos históricos, la formación de un gobierno de coalición en Italia y a los acuerdos logrados sobre el plan de rescate a Chipre.

En Japón, el índice Nikkei registró una valorización de 20,2% impulsado por las medidas anunciadas por el banco central para lograr la meta de inflación e impulsar el crecimiento (entre las que se destaca el cambio de la tasa de interés a un día como su instrumento principal de política por el control de la base monetaria) y la publicación de datos favorables de actividad económica. Por otra parte, en China el Shanghai Composite disminuyó 11,5% ante la publicación de datos económicos considerados negativos por el mercado, la reducción de la calificación de deuda por parte de Fitch Ratings y las restricciones de liquidez que experimentó el mercado monetario de este país en el periodo analizado.

En América Latina, los índices accionarios de la región presentaron desvalorizaciones ante el aumento de la percepción de riesgo internacional, la caída en el precio internacional de los commodities, y ante la publicación de datos desfavorables y menores proyecciones de crecimiento en la región. El IGBVL fue el

⁹⁰El S&P500 se valorizó un 2,4% y el Dow Jones un 2,3%.

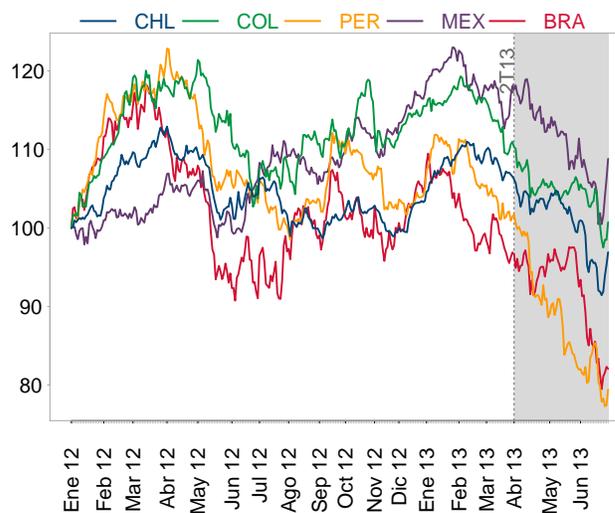
índice que presentó la mayor desvalorización (21,7%), impulsado por la caída del precio de los commodities (especialmente el oro que presentó una caída de (23%)), resultados económicos considerados negativos y resultados corporativos inferiores a los esperados por el mercado. En el trimestre el IBOV de Brasil presentó una desvalorización de 15,8% en un contexto en el cual registró un crecimiento inferior al esperado y una inflación alta, y en el que la agencia Standard & Poor's redujo la perspectiva de la calificación de deuda. También presentaron desvalorizaciones el IGBC de Colombia (9,2%), el IPSA de Chile (9,1%) (que pudo ser impulsado por la caída del precio del cobre en 11%) y el MEXBOI de México (7,8%).

En el Gráfico 55, se pueden observar los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región. Comparando el promedio de los coeficientes de variación del trimestre frente al 1T13, este aumentó para todos los países, especialmente en el mes de junio. En materia de volatilidad condicional⁹¹, durante el 2T13, el promedio en la región también aumentó con respecto al trimestre anterior. Se debe resaltar que en promedio, la mayor volatilidad condicional durante el periodo analizado la presentó el IGBVL de Perú, seguido por el IBOV de Brasil, el MEXBOL de México, el IGBC de Colombia y el IPSA de Chile (Gráfico 56).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁹², durante el 2T13 los inversionistas colombianos en neto vendieron acciones locales a inversionistas extranjeros por \$396 millones frente \$5.067 millones del trimestre anterior. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 57) presentó una caída de 15,9% durante el periodo analizado.

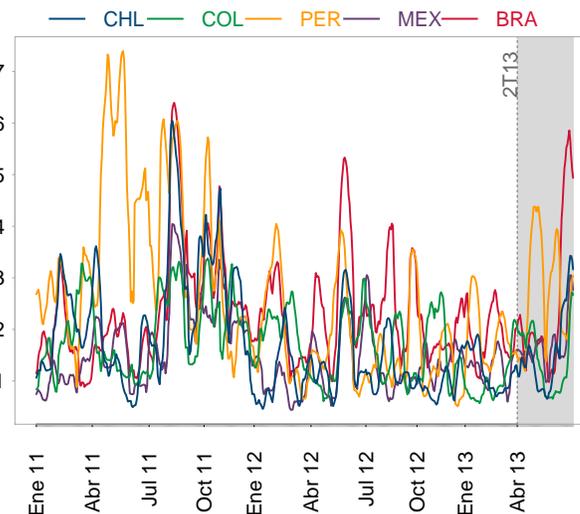
En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario aumentó levemente frente al trimestre anterior. Durante el 2T13, se negociaron diariamente en promedio \$159 miles de millones, frente a un promedio diario negociado en el 1T13 de \$150 miles de millones (Gráfico 58). El mes con mayores negocia-

Gráfico 54: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero de 2012

Gráfico 55: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



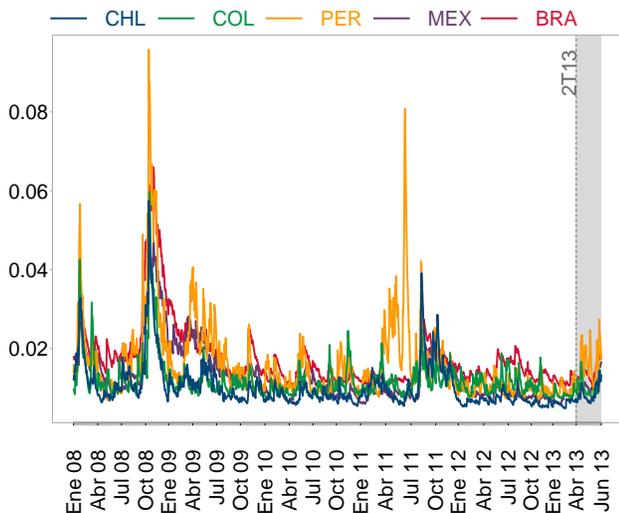
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. Ventana móvil de 20 días.

ciones fue mayo, cuando se negociaron en promedio \$189 miles de millones diarios, lo que coincidió con una caída importante en los índices colombianos.

⁹¹ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

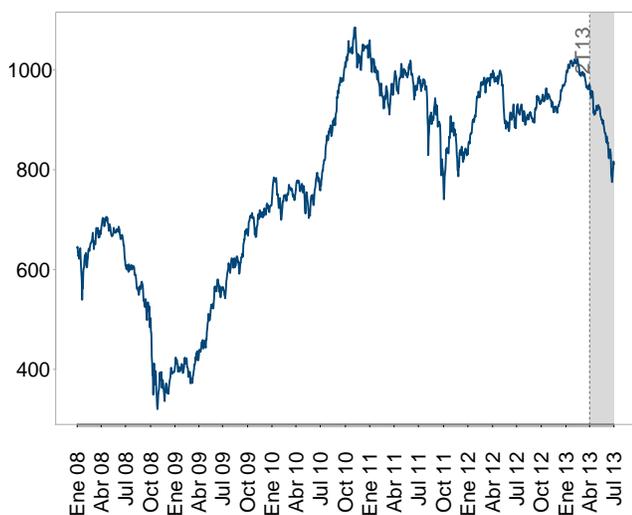
⁹² Fuente: MILA.

Gráfico 56: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

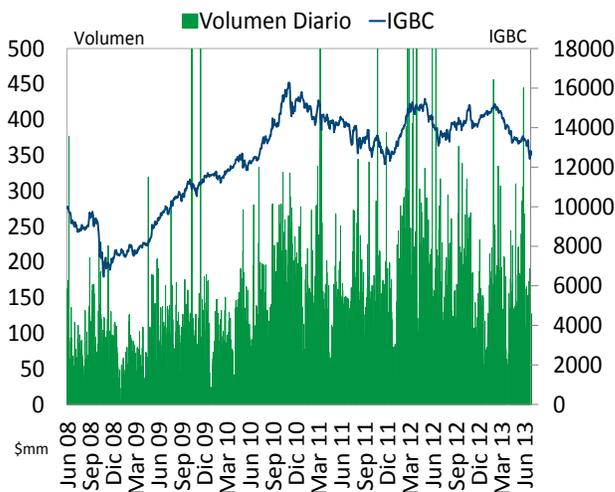
Gráfico 57: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron desvalorizaciones durante el periodo analizado de 9,2%, 9,0% y 8,7% respectivamente, ante el aumento de la percepción de riesgo internacional, el crecimiento de la economía colombiana por debajo de su potencial y la

Gráfico 58: IGBC y Volumen Transado Diario



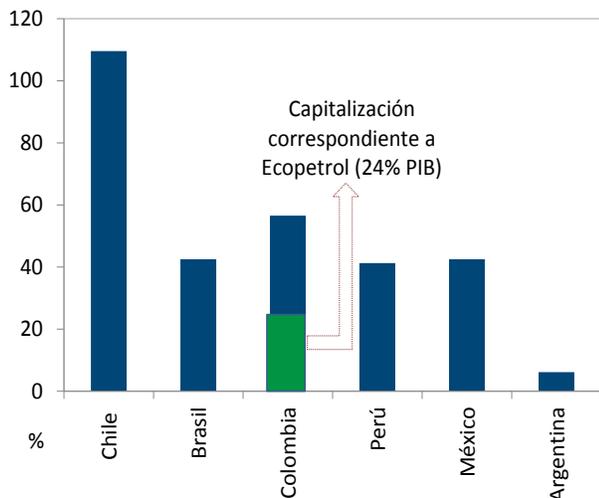
Fuente: Bloomberg.

caída en el precio de algunas acciones ligadas al sector petrolero (con un alto peso en estos índices). En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 118 contratos frente a 133 contratos negociados en el 1T13⁹³ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

En el mercado secundario de acciones, los principales demandantes netos durante el trimestre fueron las sociedades comisionistas de bolsa (que habían presentado una posición cercana a 0 en el trimestre anterior) y los agentes extranjeros que demandaron en neto \$770 miles de millones y \$598 miles de millones respectivamente. Por otra parte, los principales oferentes netos fueron los fondos de pensiones y cesantías que habían presentado una posición compradora por \$240 miles de millones (posiblemente motivados por la publicación del proyecto de decreto sobre la rentabilidad mínima), las personas naturales y los programas ADR que vendieron en neto \$385 miles de millones, \$381 miles de millones y \$366 miles de millones respectivamente.

⁹³El valor de cada contrato es igual a 25.000 pesos multiplicados por el valor del COLCAP

Gráfico 59: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

Durante el 2T13, hubo colocaciones por \$1,6 billones mientras que en el trimestre anterior, no se realizaron emisiones. Con datos del PIB de 2012⁹⁴ y datos de capitalización bursátil a junio de 2013, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 67 se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 109% de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; seguido por el de las bolsas de Colombia (56,5%) y Brasil (42,5%). Los indicadores de Perú y México se ubicaron en 42,5% y 41,2% respectivamente (Gráfico 59).

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a junio de 2013⁹⁵, la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 92,7%; seguida por las bolsas de México (35%), Chile (14,9%), Colombia (8,9%) y Perú (3,2%) (Gráfico 67).

⁹⁴Fuente: FMI.

⁹⁵Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil.