



# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre de 2013

Banco de la República

Enero de 2014

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

## **Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados**

Sandra Benítez  
Directora

## **Sección Desarrollo de Mercados**

Juan Sebastián Rojas  
Jefe

Nathali Cardozo  
Diego Alejandro Martínez  
José Fernando Moreno  
Lina Vanessa Patiño  
Juan Sebastián Rassa  
Tatiana Venegas

## **Estudiantes en práctica profesional**

Diana Milena Boada  
Daisy Johana Pacheco

## Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Mercado cambiario . . . . .	6
2.2	Mercado monetario . . . . .	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	7
2.4	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>9</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>12</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>15</b>
5.1	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	19
	Recuadro 1: Resultados de la encuesta trianual organizada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el mercado cambiario y de derivados 2013 . . . . .	22
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>37</b>
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia . . . . .	37
6.2	Mercado de Deuda Pública . . . . .	42
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región . . . . .	42
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	44
6.3	Contratos de Futuros de TES . . . . .	48
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región . . . . .	48
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	51
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>52</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>54</b>

## Índice de Gráficos

1	Indices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	9
2	Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro . . . . .	10
3	Tasa de política monetaria e interbancaria de EE.UU. . . . .	11
4	Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra . . . . .	11
5	CDS a 5 años de algunos países emergentes . . . . .	12
6	Índices de Confianza . . . . .	13
7	Índice de Confianza de la Economía (ICEA) . . . . .	14
8	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	15
9	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna . . . . .	15
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y Tasa TES 30 Días . . . . .	16
11	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	16
12	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	17
13	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	19
14	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	19
15	Forwards y Futuros CRCC . . . . .	21
16	Posición propia de contado, Posición propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	21
17	Negociaciones cambiarias por instrumento, neto-neto (USD billones) . . . . .	23
18	Distribución instituciones financieras no reportantes, neto-neto (%) . . . . .	24
19	Negociaciones cambiarias por contraparte, neto-neto (USD billones) . . . . .	25
20	Negociaciones anualizadas mercado cambiario/PIB, neto-bruto (número de veces) . . . . .	26
21	Negociaciones anualizadas mercado cambiario/PIB, neto-bruto (número de veces) . . . . .	26
22	Promedio diario negociaciones mercado cambiario, neto-bruto (USD millones) . . . . .	27
23	Composición forwards cambiarios por plazo, neto-bruto (%) . . . . .	28
24	Composición FX swaps por plazo, neto-bruto (%) . . . . .	28
25	Promedio diario negociaciones derivados tasa de interés, neto-bruto (USD millones) . . . . .	29
26	Negociaciones derivados tasa de interés/derivados cambiarios, neto-bruto (%) . . . . .	30
27	Negociaciones derivados tasa de interés/derivados cambiarios, neto-bruto (%) . . . . .	30
28	Monto promedio diario de operaciones cambiarias, neto-bruto (USD millones) . . . . .	31
29	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	37
30	Indice de Precios al Consumidor . . . . .	38
31	Promedio Mensual de Saldos Diarios . . . . .	40
32	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	40
33	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	40
34	Tasas de Interés Activa y Pasiva . . . . .	41
35	Margen de Intermediación . . . . .	41
36	Crecimiento Anual de Cartera . . . . .	42
37	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	42
38	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	43
39	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	45
40	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	45
41	Curvas Spot Colombia . . . . .	46
42	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	46
43	Monto promedio negociado por plazos de TES . . . . .	47

44	Monto promedio diario negociado de TES por sistema . . . . .	47
45	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	49
46	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	49
47	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	49
48	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	50
49	Credit Default Swaps 5 años . . . . .	50
50	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	51
51	Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia . . . . .	51
52	TES Globales vs TES locales . . . . .	52
53	Monto Total Colocado (2010 - 2013) . . . . .	52
54	Monto Colocado por Sector . . . . .	53
55	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	53
56	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	53
57	Monto Colocado VS Monto Demandado . . . . .	54
58	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación . . . . .	54
59	Índices accionarios países desarrollados . . . . .	55
60	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	56
61	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región . . . . .	56
62	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	57
63	S&P MILA 40 . . . . .	57
64	IGBC y Volumen Transado Diario . . . . .	58
65	Capitalización Bursátil/PIB . . . . .	58

## Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo . . . . .	13
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	16
3	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI . . . . .	17
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas) . . . . .	18
5	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	18
6	Variación de negociaciones por instrumento y contraparte, neto-neto (USD billones) . . . . .	24
7	Variación de negociaciones diarias promedio entre 2010 y 2013 desagregadas por instrumento, neto-bruto (USD millones) . . . . .	27
8	Monto total y promedio diario de operaciones del mercado cambiario, neto-bruto (USD millones)	32
9	Monto transado en el mercado cambiario por monedas, neto-bruto (USD millones) . . . . .	32
10	Monto transado en el mercado cambiario por instrumento y contraparte, neto-bruto (USD millones)	33
11	Monto transado de entidades financieras no reportantes desagregado por instrumento, neto-bruto (USD millones) . . . . .	33
12	Negociaciones por tipo y método de ejecución, neto-bruto (USD millones) . . . . .	34
13	Negociaciones por contraparte y método de ejecución, neto-bruto (USD millones) . . . . .	35
14	Derivados de tasa de interés transados por contraparte, neto-bruto (USD millones) . . . . .	35
15	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM . . . . .	37
16	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2013 . . . . .	38
17	Crecimiento 2T13 y Expectativas para 2013 . . . . .	39

## 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 año 2013 se caracterizó por una profunda incertidumbre en los mercados financieros con respecto a la continuidad del programa de estímulo anunciado por la Reserva Federal (Fed) en septiembre de 2012. A partir de mayo de 2013, cuando los miembros de la Fed indicaron que el ritmo de compras podría ser modificado si se daba una recuperación sostenida en el mercado laboral estadounidense, los mercados internacionales, principalmente los de economías emergentes, experimentaron fuertes turbulencias. Lo anterior ante las expectativas de posibles salidas de capitales que, además de otros factores como altos déficits de cuenta corriente y elevados niveles de inflación, afectaron el desempeño de sus mercados financieros y contribuyeron a la desvalorización de sus monedas.

Las expectativas con respecto al “*tapering*” persistieron en el cuarto trimestre de 2013, y finalmente se materializaron el 18 de diciembre con el anuncio del recorte del programa de estímulo de la Fed en USD10 billones. Este periodo estuvo además enmarcado por las discusiones en el Congreso de los Estados Unidos (EE.UU.) con respecto al presupuesto del Gobierno Federal y por la nominación de Janet Yellen como sucesora de Ben Bernanke en la presidencia de la Fed. En este contexto, las monedas de países desarrollados presentaron comportamientos mixtos frente al dólar y sus mercados bursátiles se valorizaron. Por su parte, en los países de la región se observaron desvalorizaciones en el mercado de deuda pública y renta variable, y sus monedas se debilitaron frente al dólar. A nivel local, el COLCAP se desvalorizó y el peso colombiano se depreció. Además, algunos indicadores de percepción de riesgo local mejoraron, los bonos de deuda pública interna se valorizaron ante la publicación de datos positivos de crecimiento y la mejora en la calificación de la deuda por parte de *Fitch Ratings*, y las colocaciones de deuda privada aumentaron con respecto a las observadas en el trimestre anterior.

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 el entorno económico 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 el 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 de los mercados accionarios a nivel regional y local.

## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Mercado cambiario

En 2013 el dólar se apreció frente al yen, al dólar australiano y al dólar canadiense, mientras que se depreció frente al euro, la libra esterlina y al franco suizo. En América Latina y en la mayoría de países emergentes el dólar se fortaleció de manera importante debido principalmente a la incertidumbre sobre el "tapering". Las monedas que presentaron la mayor depreciación en el año fueron las de Argentina, Indonesia y Sudáfrica.

En el cuarto trimestre de 2013 las monedas de países desarrollados presentaron comportamientos mixtos frente al dólar. Las monedas que más se apreciaron fueron la corona islandesa, el zloty polaco y el euro. Las monedas que más se depreciaron en el mismo periodo fueron el peso argentino, la rupia de Indonesia y el bath tailandés. En Latinoamérica las monedas presentaron resultados mixtos: el real brasileño, el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano se depreciaron frente al dólar, mientras que el peso mexicano se apreció.

### 2.2 Mercado monetario

Durante el año 2013 continuaron los estímulos monetarios por parte de bancos centrales de países desarrollados mediante tasas de referencia bajas (en mínimos históricos) y programas de compra de activos. Asimismo, en Latinoamérica algunos bancos centrales redujeron sus tasas de política durante el año, lo que pudo estar en línea con la incertidumbre por las decisiones de la Fed en torno a sus medidas de intervención.

Durante el 4T13 continuaron los estímulos monetarios en países desarrollados, sin embargo, en diciembre la Fed redujo el tamaño de su programa de compras de títulos de USD\$85 billones a USD\$75 billones, lo que estuvo asociado a la recuperación de la economía y el mercado laboral en línea con sus proyecciones. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,5% y el monto de su programa de compra de activos. Adicionalmente, Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de interés 25 p.b. a un mínimo histórico de 0,25%. De otro lado, el Banco Central de Japón mantuvo su política de control de la base monetaria como instrumento principal de política, de manera que continuó con sus operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual entre JPY60 – JPY70 trillones.

En Latinoamérica, el BR mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia, mientras que en Chile, el banco central redujo su tasa en dos ocasiones alcanzando un recorte acumulado de 50 p.b. y una tasa de 4,5%. Asimismo, los bancos centrales de México y Perú recortaron su tasa 25 p.b., ubicándolas en 3,5% y 4,0%, respectivamente. Por el contrario, el Banco Central de Brasil anunció incrementos en su tasa de política que en total sumaron 100 p.b., de tal manera que ésta se ubicó 10,0%.

### 2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

A lo largo del 2013, los títulos de deuda pública interna de EE.UU. y los países de la región presentaron algunas desvalorizaciones, con excepción de los de Chile lo que pudo estar relacionado, entre otros factores, con la incertidumbre sobre la continuidad del programa de estímulo por parte de la Fed. Asimismo, los bonos de deuda pública externa de los países de la región se desvalorizaron, lo cual también pudo estar relacionado con la incertidumbre internacional.

Durante el trimestre, los mercados de deuda pública interna y externa de EE.UU. y los de los países de la región, incluyendo Colombia, estuvieron alineados con las expectativas en torno al posible recorte del programa de compra de activos por parte de la Fed (*tapering*), por lo que los bonos presentaron desvalorizaciones, con excepción de los de Chile.

En cuanto a los mercados de deuda pública interna en Latinoamérica, la evolución de cada mercado presentó particularidades ante diferencias en los contextos macroeconómicos y las posturas de política monetaria de cada país. En Colombia los bonos se valorizaron, aunque en noviembre las tasas presentaron incrementos que pudieron estar asociados a la incertidumbre internacional. En el resto de la región se presentaron desvalorizaciones, con excepción de Chile. En el caso de Brasil, los bonos se desvalorizaron para todos los plazos, lo cual pudo estar asociado a presiones inflacionarias, menores expectativas de crecimiento y a los incrementos en la tasa de política monetaria.

Durante el periodo, en EE.UU. los bonos del Tesoro de mediano y largo plazo se desvalorizaron, lo cual pudo estar relacionado con la suspensión del techo de la deuda y el compromiso de la Fed de continuar con su política monetaria expansiva, mientras que los títulos de corto plazo se valorizaron.

Por su parte, durante el trimestre los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región, incluyendo los de Colombia, se desvalorizaron. No obstante, los títulos de más corto plazo se valorizaron en Colombia, Perú y México.

### 2.4 Mercado accionario

En lo corrido del año la valorización de las bolsas de los países desarrollados estuvo influenciada principalmente por la publicación de datos económicos positivos, los programas de estímulos monetarios de varios bancos centrales y los bajos niveles de percepción de riesgo. De otra parte, la desvalorización en 2013 de los índices accionarios de América Latina estuvo influenciada por la disminución en el precio de productos minerales, la reducción en las proyecciones de crecimiento de la región y las expectativas en torno al *tapering*. En 2013 todas las bolsas de la región se desvalorizaron.

Durante el 4T13 los índices accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones, mientras que los índices de los países de América Latina, con excepción de México, presentaron desvalorizaciones. Las valorizaciones en los países desarrollados, se dieron principalmente por la reducción de la percepción de riesgo internacional ante la publicación de datos positivos y mejores perspectivas económicas.

En América Latina, los índices accionarios de Colombia, Chile, Brasil y Perú presentaron desvalorizaciones en

el trimestre, influenciados por la reducción en el precio de algunos *commodities*, las menores expectativas de crecimiento de la región para 2013, la incertidumbre sobre el “*tapering*”. La desvalorización del índice en Colombia estuvo también explicada por la desvalorización de la acción de Ecopetrol de 15,5%. Por otra parte, la valorización del índice accionario de México pudo estar soportada por el aumento en la calificación de deuda por parte de Standard and Poor’s, la aprobación por la Cámara de diputados del proyecto de reforma fiscal, la aprobación de la reforma energética en el Congreso y la mejora en las perspectivas económicas de la economía estadounidense.

### 3 Entorno internacional

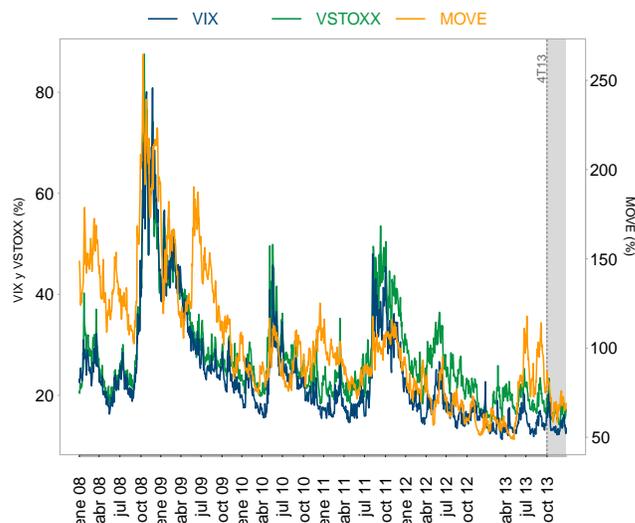
El 2013 se caracterizó por una disminución de los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional (VIX, VSTOXX y MOVE), los cuales registraron niveles mínimos no observados desde antes de la crisis mundial de 2008. Asimismo, los índices accionarios de economías desarrolladas se valorizaron, destacándose que en Estados Unidos (EE.UU) el Dow Jones y el S&P alcanzaron máximos históricos. En particular para el cuarto trimestre de 2013 (4T13) los índices accionarios de los países desarrollados presentaron un comportamiento positivo<sup>1</sup>, y la percepción de riesgo internacional disminuyó<sup>2</sup> (Gráfico 1). En 2013 el comportamiento de los mercados financieros estuvo influenciado principalmente por las expectativas en torno al “*tapering*”, así como a otras noticias relevantes sobre el desempeño de la economía estadounidense que afectarían esta medida. En particular, a finales de diciembre los mercados se ajustaron a la decisión de la Reserva Federal (Fed) de reducir el programa de compra de activos (17-18 de diciembre) y mejoraron su percepción de riesgo ante los datos positivos de la economía estadounidense.

Al inicio del 4T13 aumentó la incertidumbre en los mercados financieros debido a la falta de un acuerdo en torno al presupuesto para el año fiscal 2014 que implicó la suspensión temporal de las actividades de varias agencias gubernamentales estadounidenses. Asimismo, las divisiones entre Demócratas y Republicanos con respecto a la ampliación del techo de la deuda estadounidense y el *credit negative watch* (“vigilancia negativa”), que colocó la agencia Fitch sobre la calificación de deuda de EE.UU., deterioraron los indicadores de percepción de riesgo. Sin embargo, a mediados

<sup>1</sup>En el 4T13 los índices Nasdaq, S&P500 y Dow Jones se valorizaron 10,7%, 9,9% y 9,6%, respectivamente. Asimismo, se valorizaron el Nikkey de Japón 12,7% y el FTSE 100 de Inglaterra 4,4%. El Eurostoxx se valorizó 7,5%, impulsado por las valorizaciones que presentaron las bolsas de Alemania (11,1%) y Francia (3,7%). Por su parte, el índice accionario de China disminuyó 2,7%.

<sup>2</sup>En el periodo analizado el VIX pasó de 16,6% a 13,72% y el VSTOXX pasó de 19,45% a 17,25%.

Gráfico 1: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

del mes de octubre los líderes de los partidos políticos acordaron suspender el techo de la deuda estadounidense hasta el 7 de febrero de 2014 y dar autoridad de gasto al Gobierno hasta el 15 de enero del mismo año. Lo anterior mejoró la percepción de riesgo de los agentes.

Desde finales de octubre hasta mediados de noviembre, en EE.UU. los agentes mejoraron su percepción de riesgo ante la publicación de comunicados con un tono optimista por parte de la Fed y datos positivos de la economía estadounidense<sup>3</sup>, que dieron indicios de la recuperación económica del país. Por su parte, en Europa y en países emergentes, la percepción de riesgo desmejoró ante las potenciales consecuencias de la reducción en la liquidez internacional. Además, en el

<sup>3</sup>Se publicaron datos positivos de ventas al por menor de octubre (obs: 0,4%, esp: 0,1%, ant: 0%), de producción industrial de septiembre (obs: 0,6%, esp y ant: 0,4%), de PMI Compuesto (obs: 51,9, esp y ant: 51,5) y de servicios (obs: 51,6, esp: 50,9). Asimismo, en agosto el índice de precios de vivienda S&P Case-Schiller aumentó en términos anuales 12,82%, el crecimiento más alto desde febrero de 2006 (esp: 12,5%, ant: 12,31%). Finalmente, en octubre, el índice ISM manufacturero se ubicó en 56,4, su mayor nivel desde abril de 2011 (esp: 55, ant: 56,2).

caso de Europa la percepción de riesgo aumentó por: (i) la publicación de datos negativos de crecimiento económico de la Zona Euro<sup>4</sup>. (ii) la reducción por parte de Standard & Poor's de la calificación de deuda soberana de largo plazo en moneda local y extranjera de Francia de AA+ a AA; y (iii) la reducción del pronóstico de crecimiento de la Zona Euro por parte de la Comisión Europea para 2014 de 1,2% a 1,1%.

A pesar de lo anterior, noticias económicas del entorno macro en EE.UU., la nominación de Janet Yellen a la presidencia de la Fed, así como señales de miembros de la Fed en torno a la continuidad de una política monetaria expansiva, contribuyeron a mejorar los indicadores de percepción de riesgo. Es importante resaltar que en este mismo periodo el Banco Central Europeo (BCE) redujo sorpresivamente su tasa de interés en 25 p.b. a un mínimo histórico de 0,25% (Gráfico 2), ante el fortalecimiento del euro y la desaceleración que ha experimentado la inflación a niveles por debajo de 1%. Esta decisión aumentó las expectativas del mercado de nuevas medidas de estímulo por parte del BCE como resultado de un escenario económico adverso.

En diciembre, la publicación de noticias positivas relevantes en EE.UU.<sup>5</sup>, Europa<sup>6</sup> y China<sup>7</sup>, además del

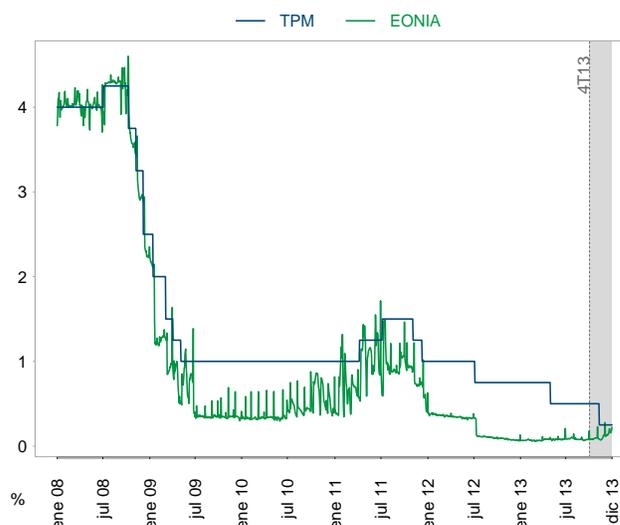
<sup>4</sup>En el 3T13 el PIB de la Zona Euro se expandió 0,1% (esp: 0,5%, ant: 0,3%), presentando en términos anuales una contracción de 0,4% (esp: -0,3%, ant: -0,6%). El PIB de Alemania registró un crecimiento de 0,3% (esp: 0,3%, ant: 0,7%), mientras que los de Francia (esp: 0%, ant: 0,5%) e Italia (esp: -0,1%, ant: -0,3%) se contrajeron 0,1%.

<sup>5</sup>El PIB del 3T13 se expandió 3,6% con respecto al 2,8% registrado en 2T13 (esp: 3,1%). En noviembre la tasa de desempleo disminuyó a 7% (esp: 7,2%, ant: 7,3%), y las nóminas no agrícolas aumentaron 203 mil, por encima del esperado (esp: 185 mil, ant: 200 mil).

<sup>6</sup>En la Zona Euro, Moody's aumentó la calificación de deuda soberana de Grecia (de Caa3 a C) y mejoró la perspectiva de la calificación de España (Baa3) de negativa a estable. Asimismo, el Gobierno británico revisó al alza sus proyecciones de crecimiento de Reino Unido para 2013 de 0,6% a 1,4% y para 2014 de 1,8% a 2,4%, y el Banco Central de Alemania las elevó de 0,3% a 0,5% para 2013 y de 1,5% a 1,7% para 2014.

<sup>7</sup>Las ventas al por menor aumentaron en noviembre 13,7%, por encima del esperado (esp: 13,2%, ant: 13,3%). El superávit comercial del mes de noviembre aumentó a USD33,80 billones (esp: USD21,20 billones, ant: USD31,11 billones). Las exporta-

Gráfico 2: Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

acuerdo alcanzado entre los líderes de los partidos Demócrata y Republicano sobre el presupuesto del Gobierno de EE.UU. antes de lo esperado<sup>8</sup> y su posterior aprobación en el Congreso, generaron un incremento en las expectativas de algunos agentes de que el "tapering" se daría en diciembre en lugar de marzo de 2014<sup>9</sup>. En este contexto, el VIX y VSTOXX aumentaron y el MOVE<sup>10</sup> disminuyó.

Finalmente, las expectativas del "tapering" se materializaron el 18 de diciembre cuando la Fed anunció el re-

ciones aumentaron 12,7% (esp: 7%, ant: 5,6%) y las importaciones 5,3% (esp: 7%, ant: 7,6%).

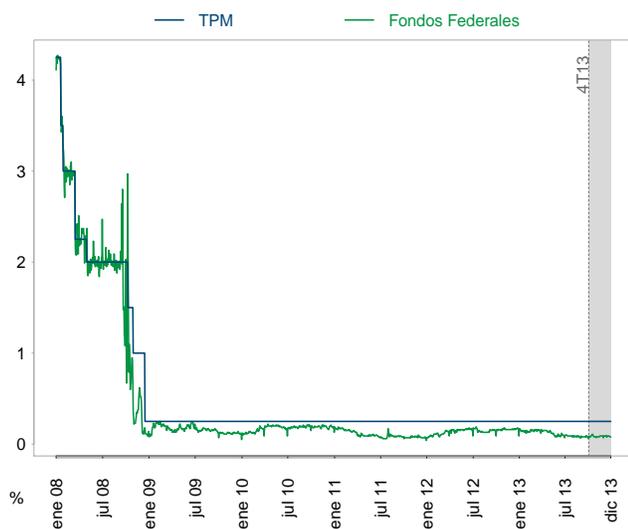
<sup>8</sup>Este acuerdo reduciría el impacto de los recortes automáticos en el gasto público decretados en marzo de 2013, al permitir un incremento en los gastos de agencias federales y de programas discrecionales por USD63 billones en un lapso de dos años. Además, reduciría el déficit entre USD20 billones y USD23 billones en los próximos 10 años lo cual representaría un alivio en la carga fiscal de la economía estadounidense.

<sup>9</sup>Esto corresponde a las encuestas realizadas por Bloomberg respecto a los montos del programa de la Fed.

<sup>10</sup>Merrill Lynch Option Volatility Estimate. Este es un índice ponderado, a partir de opciones sobre los bonos del tesoro de EE.UU. a 2, 5, 10 y 30 años, de la volatilidad implícita normalizada a 1 mes de la curva de rendimientos.

corte del programa de compras en USD10 billones<sup>11</sup>. No obstante, consideró apropiado mantener la tasa de referencia en sus niveles actuales (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3), incluso si la tasa de desempleo cae por debajo de 6,5%, y si la inflación permanece por debajo de la meta de 2,0%. La decisión ha ido disipando la incertidumbre en los mercados como resultado del creciente optimismo sobre la economía estadounidense y ante la percepción de que el programa de compras se reducirá de manera gradual y que las tasas de interés permanecerán bajas por más tiempo.

Gráfico 3: Tasa de política monetaria e interbancaria de EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

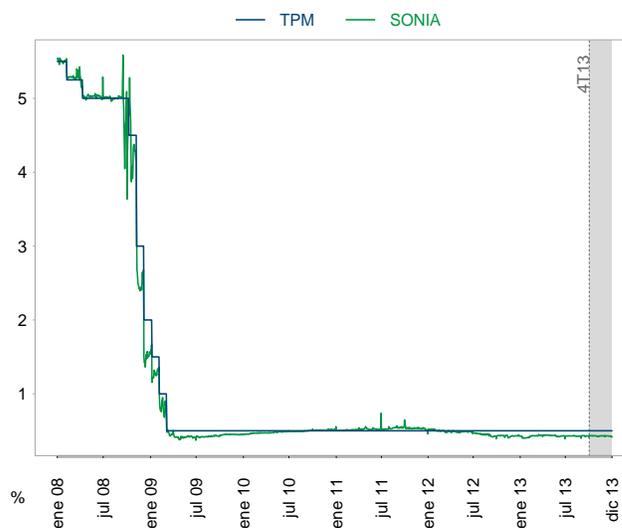
En Inglaterra, el Banco Central mantuvo su tasa de referencia (0,5% - Gráfico 4) al igual que el monto de su programa de estímulo. Adicionalmente, se conocieron datos positivos como el de crecimiento para el 3T13<sup>12</sup> y el del PMI del mes de noviembre<sup>13</sup>.

<sup>11</sup>La Fed disminuyó las compras de títulos hipotecarios de USD40 billones a USD35 billones mensuales y las de títulos del Tesoro a largo plazo de USD45 billones a USD40 billones mensuales.

<sup>12</sup>En el 3T13 el PIB de Reino Unido aumentó 0,8% (ant: 0,7%) su mejor nivel desde 2010

<sup>13</sup>En noviembre el índice PMI manufacturero para Reino Unido se ubicó en 58,4 puntos, alcanzando su mayor nivel desde febrero de 2011; el dato fue superior a las expectativas del mercado (esp: 56,1, ant: 56,5).

Gráfico 4: Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

De otro lado, en Japón se debe resaltar que en el 4T13 el Gobierno implementó una serie de medidas económicas que buscan garantizar el retorno a una senda de crecimiento sólida, fomentando la demanda del sector privado, principalmente a través del consumo, la inversión en capital y la promoción de innovaciones. Lo anterior, con el fin de contrarrestar los efectos que sobre el crecimiento pudiese tener el incremento en el impuesto al consumo que comenzará en abril de 2014. Por su parte, el Banco Central de Japón revisó al alza sus proyecciones de crecimiento para el año fiscal 2014 (que comienza en abril) de 1,3% a 1,5%, afirmando que la economía japonesa puede seguir creciendo por encima de su potencial.

Por su parte, en China los indicadores mostraron un mayor dinamismo en su actividad económica. En el 3T13 el PIB se expandió 7,8% frente al mismo periodo del año anterior (esp: 7,8%, ant: 7,5%), registrando su mayor ritmo de crecimiento desde el cuarto trimestre de 2012. Asimismo, se publicaron datos favorables de comercio exterior y manufacturas. En cuanto a política monetaria es importante destacar que en el trimestre el Banco Central anunció algunas medidas monetarias como parte de su esfuerzo por liberalizar las

tasas de interés de la economía<sup>14</sup>, y reafirmó su compromiso de ampliar la banda de cotización del yuan, con el fin de hacerlo más flexible.

Para el caso de América Latina, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados mixtos.

En el 3T13 los datos de crecimiento del PIB de Colombia (5,1 % anual), Chile (4,7 %), Perú (4,4 % anual) y México (1,3 % anual) superaron las expectativas del mercado<sup>15</sup>. Además, en el periodo se destaca el aumento que realizó la agencia Fitch sobre la calificación de deuda soberana en moneda extranjera de Colombia, debido a la mejora en las cuentas externas y en la situación fiscal del país, además de la credibilidad y consistencia de las políticas económicas que han permitido enfrentar los choques externos. Esta misma agencia aumentó la calificación de deuda soberana de Perú de largo plazo en moneda local (de BBB+ a A-) y extranjera (de BBB a BBB+), y Standard & Poor's aumentó la calificación de deuda soberana de México de largo plazo en moneda local (de A- a A) y extranjera (de BBB a BBB+).

Por su parte, los indicadores recientes de la economía brasilera siguen mostrando un débil crecimiento. En el 3T13 el PIB de Brasil se contrajo 0,5 % (trimestral), registrando su mayor caída desde el primer trimestre de 2009 (esp: -0,3 %, ant: 1,8 %)<sup>16</sup>. Además, Moody's cambió la perspectiva de la calificación de deuda de Brasil de positiva a estable (Baa2), afirmando que los principales indicadores de crédito del país se estaban deteriorando, y que había evidencia de que el bajo crecimiento de la economía se extendería por un largo periodo de tiempo.

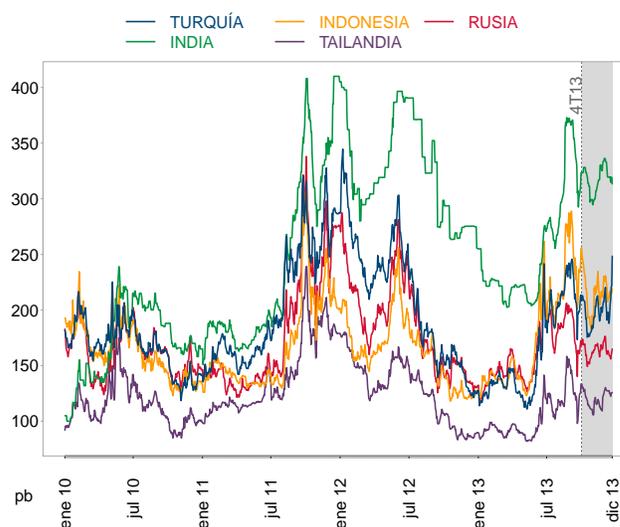
<sup>14</sup>El Banco Central de China anunció una nueva tasa preferencial de préstamos (*Loan Prime Rate*), diseñada para dar una mejor orientación al mercado en la fijación de los tipos de interés, y autorizó a las instituciones financieras del país a emitir certificados de depósito interbancario con el fin de expandir los mecanismos de financiación y promover el desarrollo del mercado monetario.

<sup>15</sup>El mercado esperaba un crecimiento del PIB del 3T13 de 1 % para México, de 4,3 % para Colombia, de 4,3 % para Perú y de 4,4 % para Chile.

<sup>16</sup>En términos anuales, el PIB se expandió 2,2 % (esp: 2,4 %, ant: 3,3 %).

En cuanto a los indicadores de riesgo de otros países emergentes (CDS a 5 años), respectó al último dato del 3T13 estos disminuyeron para la mayoría de los países analizados<sup>17</sup> con excepción de Turquía el cual aumentó 31 p.b., lo cual fue explicado principalmente por la crisis política que se presentó en dicho país durante el trimestre (Gráfico 5).

Gráfico 5: CDS a 5 años de algunos países emergentes



Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la política monetaria de países emergentes, como se puede observar en el Cuadro 1, los bancos centrales de Brasil (+100 p.b.), India (+25 p.b.) e Indonesia (+25 p.b.) incrementaron sus tasas de referencia. Por su parte, los bancos centrales de Chile, Perú y México las disminuyeron 50 p.b, 25 p.b. y 25 p.b., respectivamente, en un contexto de menor dinamismo en sus economías.

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 2013 la percepción de riesgo de los agentes a nivel local desmejoró respecto a lo observado durante

<sup>17</sup>Las variaciones fueron: Indonesia (-34 p.b), India (-10 p.b), Rusia (-7,5 p.b) y Tailandia (-6,28 p.b)

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

	Oct 2013	Dec 2013	Δ 4T13 (p.b)	Δ 2013 (p.b)
Serbia	11,00 %	9,50 %	-150	-175
Hungría	3,60 %	3,00 %	-60	-275
Chile	5,00 %	4,50 %	-50	-50
Egipto	8,75 %	8,25 %	-50	-100
Tailandia	2,50 %	2,25 %	-25	-50
Perú	4,25 %	4,00 %	-25	-25
Rumania	4,25 %	4,00 %	-25	-125
Suecia	1,00 %	0,75 %	-25	-25
Zona Euro	0,50 %	0,25 %	-25	-50
México	3,75 %	3,50 %	-25	-100
Colombia	3,25 %	3,25 %	0	-100
Turquía	4,50 %	4,50 %	0	-100
India	7,50 %	7,75 %	25	-25
Indonesia	7,25 %	7,50 %	25	175
Brasil	9,00 %	10,00 %	100	275

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

2012. La mayoría de indicadores de confianza en promedio se ubicaron por debajo de lo observado en 2013. Sin embargo y a pesar de esta tendencia, los márgenes de las tasas activas se redujeron considerablemente ante las reducciones en la tasa de referencia por parte del BR. Cabe resaltar que las expectativas de crecimiento<sup>18</sup> mejoraron considerablemente durante el 2013.

En el 4T13 los indicadores de confianza del consumidor y comerciantes, al igual que los componentes de crecimiento e inflación de la encuesta realizada a analistas financieros, mejoraron. Este comportamiento, estuvo alineado con la publicación del dato de crecimiento del PIB de Colombia para el 3T13 (5,1 %) el cual superó las expectativas, y con la mejora en la calificación de deuda soberana de Colombia de BBB- a BBB por parte de *Fitch Ratings*<sup>19</sup>.

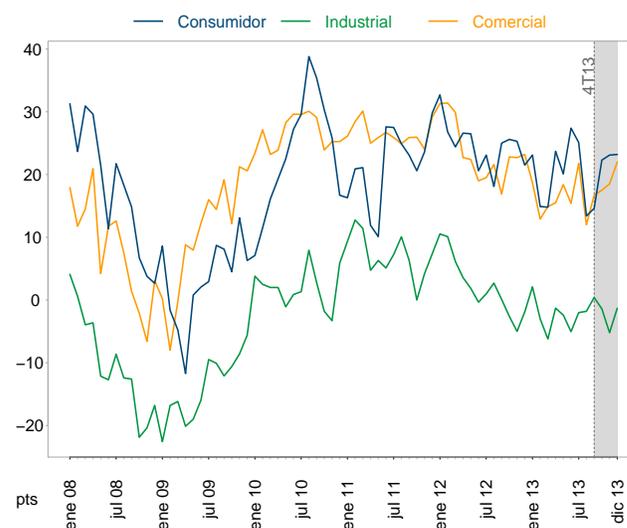
En el Gráfico 6, se presentan los índices de confian-

<sup>18</sup>Dadas por el ICEA.

<sup>19</sup>La agencia argumentó que su decisión obedecía a la mejora en las cuentas externas del país y la situación fiscal, además de la credibilidad y consistencia de las políticas económicas que han permitido enfrentar los choques externos. Adicionalmente, señaló que el nivel de la deuda pública como porcentaje del PIB (37,1 %) permanece por debajo de la de otros países con la misma calificación y se espera que permanezca estable, gracias al déficit moderado y a la continua senda de crecimiento.

za de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo<sup>20</sup>. Se puede observar que los indicadores de consumidores y comerciantes mejoraron mientras el de industriales desmejoró respecto al último dato observado en el trimestre anterior.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El índice de confianza industrial del mes de diciembre disminuyó respecto al de septiembre<sup>21</sup> (-1,7 pps) y se ubicó por debajo de su media calculada entre 2001 y 2007<sup>22</sup>. El comportamiento del índice de confianza industrial durante el trimestre se explica por el dete-

<sup>20</sup>Los 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 consultada.

<sup>21</sup>Respecto al promedio del trimestre anterior, el promedio del 4T13 se ubicó -2,17 pps por debajo.

<sup>22</sup>De 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 diciembre de 2007. Con el fin de tomar el último ciclo completo estimado por los autores se toma el periodo que comprende noviembre de 2000 y noviembre de 2007.

rioro de su componente de expectativas de producción para los siguientes tres meses que contrarrestó el efecto positivo de los demás componentes: i) volumen actual de pedidos y ii) nivel de existencias. Por su parte, respecto a septiembre, el índice de confianza de comerciantes del mes de diciembre mejoró<sup>23</sup>, aunque se ubicó por debajo de la media calculada entre 2001 y 2007 (-1 pps). El comportamiento del índice de confianza comercial estuvo explicado principalmente por una mejora en sus tres componentes i) situación actual del negocio, ii) nivel de existencias y iii) situación para el próximo semestre desmejoró.

El comportamiento de los índices para el mes de octubre, estuvo en línea con la publicación de los datos de producción industrial y ventas al por menor de este mes publicados por el DANE<sup>24</sup>. Del mismo modo, este comportamiento fue acorde con la publicación de los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de octubre por parte de la ANDI, en las que se observó que en lo corrido de 2013 hasta octubre la producción industrial continuó en terreno negativo mientras las ventas totales mantuvieron su recuperación<sup>25</sup>.

Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de noviembre mejoró (8,5 pps) respecto al registrado en el mes de septiembre. El comportamiento del índice estuvo influenciado por un mejor comportamiento de sus dos componentes: i) expectativas y ii) condiciones actuales, principalmente en octubre. Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica 0,6 pps por encima de su promedio calculado entre 2001 y 2007 (último dato 3T13: +0,1 pps).

Es de anotar, que la mejora en los indicadores tanto

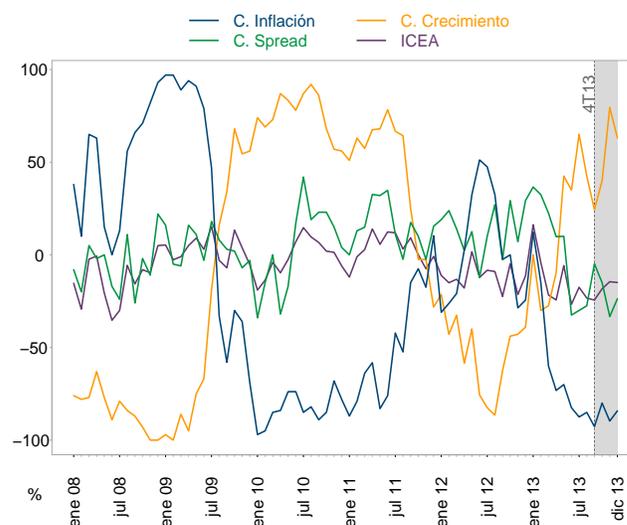
<sup>23</sup>Respecto a septiembre el índice de noviembre se ubicó 5,3 pps por encima. Respecto al promedio del trimestre anterior, el promedio del 4T13 se ubicó 1,2 pps por encima.

<sup>24</sup>Variación producción industrial octubre: -0,1% (esp: -0,1%, ant: -0,6%). Variación ventas al por menor octubre: 6,6% (esp: 4,7%, ant: -0,6%).

<sup>25</sup>Para el mes de octubre la encuesta señaló que la producción industrial año corrido disminuyó 0,3% (-0,7% a junio) frente al mismo periodo de 2012. Por su parte, las ventas totales aumentaron año corrido hasta septiembre de 2013 1,4% (0,9% a septiembre) frente al mismo período del año anterior.

de comerciantes como consumidores se dio luego del deterioro registrado en el 3T13 cuando el comportamiento pudo estar influenciado por el efecto del paro agrario llevado a cabo en agosto.

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



Fuente: Fedesarrollo.

Al analizar el índice ICEA<sup>26</sup> publicado por Fedesarrollo, éste reflejó una mejora importante tanto en el componente de expectativas de crecimiento (menos agentes esperaban que el crecimiento disminuyera y más que aumentaría) como en el de expectativas de inflación (menos agentes esperaban que la inflación aumentaría). Es de anotar que para la fecha de elaboración de la encuesta de diciembre, los agentes no conocían el dato del crecimiento del PIB, el cuál sorprendió positivamente al mercado. Por su parte, las expectativas respecto al *spread* soberano desmejoraron (menos administradores esperaban un menor *spread* dentro de 6 meses). En el agregado<sup>27</sup>, el ICEA de di-

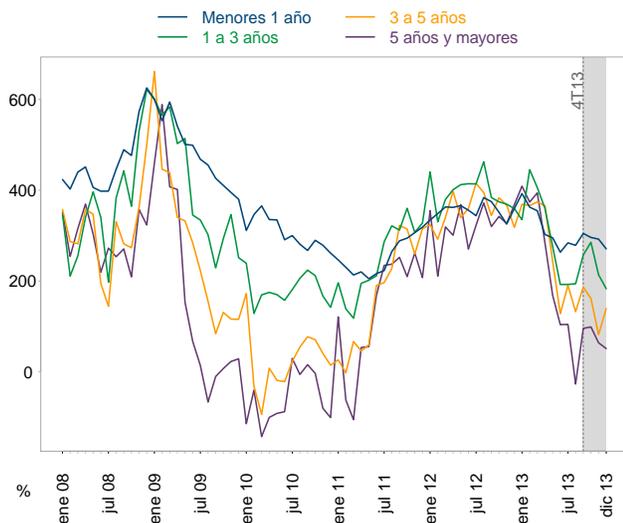
<sup>26</sup>Índice de Confianza de la Economía de los Analistas Financieros.

<sup>27</sup>El 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.

ciembre aumentó 9 pps respecto a septiembre (Gráfico 7). Cabe resaltar que el índice se ubicó 8,92 pps por debajo de su promedio calculado desde 2008 (septiembre: 18,8 pps por debajo).

Por otro lado, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES presentaron un comportamiento mixto. El promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES del 4T13 respecto al promedio de 3T13 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: -2 p.b., entre 1 y 3 años: +12 p.b., entre 3 y 5 años: -42 p.b. y a más de 5 años: 13 p.b. (Gráfico 8). Este comportamiento se asocia principalmente a disminución de las tasas de cartera preferencial las cuales superaron las valorizaciones observadas en el mercado de deuda pública. Por su parte, el *spread* entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días disminuyó 16 p.b. (Gráfico 10) ante una valorización de las tasas de tesorería y una desvalorización de los TES.

Gráfico 8: *Spread* Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



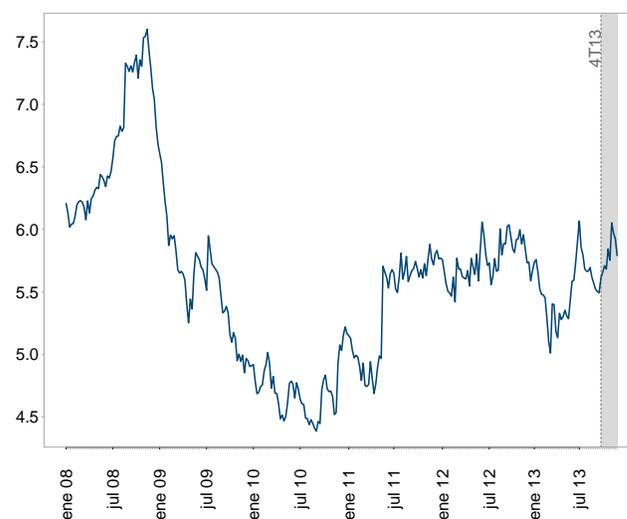
Fuente: Banco de la República.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes del activo total de los establecimientos de crédito<sup>28</sup>,

<sup>28</sup>Con base en este indicador, un aumento en la proporción del

respecto al trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública aumentó retornando a la tendencia que se había registrado desde principios de mayo, en la cual los establecimientos de crédito habían modificado la composición de su portafolio, aumentando su participación en cartera y reduciendo la de TES (Gráfico 9). Lo anterior indica una menor percepción de riesgo por parte de los establecimientos de crédito.

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



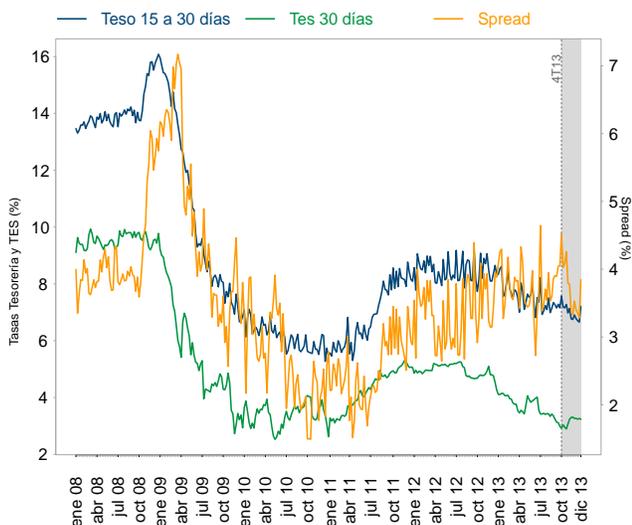
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República.

## 5 Mercado Cambiario

En 2013 el dólar presentó un comportamiento mixto frente a sus principales cruces: se apreció frente al yen (22,3%), al dólar australiano (16,5%) y al dólar canadiense (6,8%), mientras que se depreció frente al euro (4,3%), a la libra esterlina (2,1%) y al franco suizo (2,8%). En América Latina y en la mayoría de países emergentes, el dólar se fortaleció de manera importante debido principalmente a la incertidumbre sobre

activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inversiones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción 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.

el "tapering".

En particular, en el 4T13 el dólar se debilitó frente al euro (2,0%), la corona danesa (2,0%), la libra esterlina (1,9%) y el franco suizo (1,9%), mientras que se fortaleció frente al yen (7,0%), al dólar australiano (4,6%), el dólar canadiense (3,3%) y el dólar neozelandés (1,2%). En el trimestre las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron la corona islandesa y el zloty polaco con variaciones de 4,5% y 3,7%, respectivamente. De otra parte, las monedas que presentaron la mayor depreciación fueron el peso argentino, la rupia de indonesia y el bath tailandés, con variaciones de 12,6%, 7,0% y 5,0%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

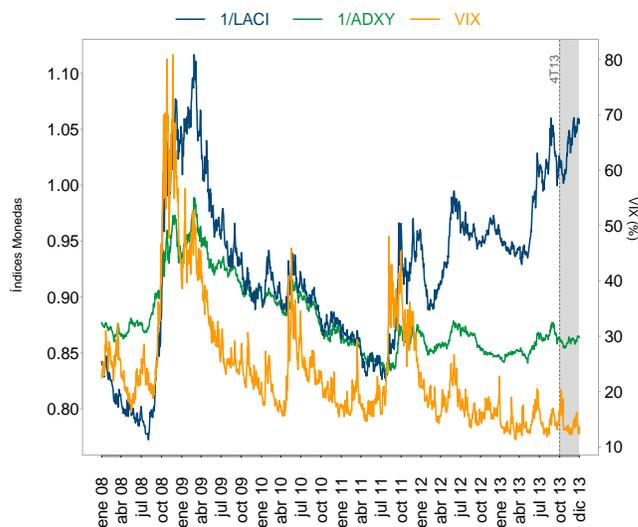
Por su parte, en 2013 las monedas de América Latina se debilitaron frente al dólar, principalmente las de Brasil (15,2%), Perú (9,7%), Chile (9,6%) y Colombia (9%). Este mismo comportamiento se observó en el 4T13 donde el real brasilero (6,4%), el peso chileno (4,2%), el peso colombiano (0,96%) y el sol peruano (0,5%) se depreciaron, mientras que el peso mexicano

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2013	4T 2013	País	2013	4T 2013
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	-4,2%	-2,0%	Korea del Sur	-1,4%	-1,8%
Gran Bretaña	-2,1%	-1,9%	India	13,0%	-1,1%
Australia	16,5%	4,6%	Hong Kong	0,0%	0,0%
Nueva Zelanda	-0,1%	1,2%	China	-2,7%	-1,0%
Canadá	6,8%	3,3%	Malasia	7,6%	1,1%
Dinamarca	-4,2%	-2,0%	Tailandia	7,2%	5,0%
Suiza	-2,8%	-1,9%	Indonesia	26,2%	7,0%
Japón	22,3%	7,0%	índice I/ADXY	2,0%	-0,1%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	9,0%	1,0%	Islandia	-10,7%	-4,5%
Brasil	15,2%	6,4%	Rusia	8,2%	1,4%
México	0,4%	-0,2%	Polonia	-2,6%	-3,7%
Argentina	32,7%	12,6%	Rep. Checa	4,5%	4,6%
Perú	9,7%	0,5%	Israel	-6,8%	-1,3%
Chile	9,6%	4,2%	Sur África	22,9%	3,9%
índice I/LACI	10,3%	3,8%	USTW	4,37%	1,7%

Fuente: Bloomberg.

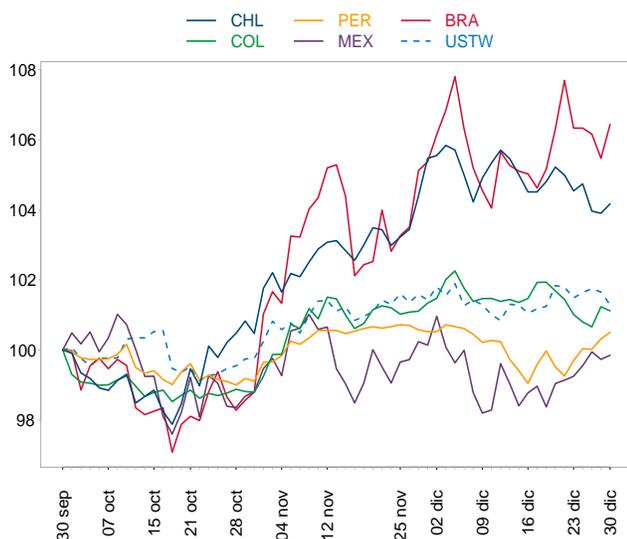
Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

se apreció 0,2% <sup>29</sup> (Gráfico 12).

Gráfico 12: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de septiembre 2013

Cuadro 3: Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

	$\Delta$ T.C.	$\Delta$ CDS	$\Delta$ EMBI
México	-0,2%	-25,5%	-9,7%
Chile	4,2%	-9,2%	-12,9%
Brasil	6,4%	9,7%	-3,8%
Colombia	1,0%	-10,0%	-10,1%
Perú	0,5%	-10,6%	-9,4%

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg. Variaciones entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre de 2013

El comportamiento de la mayoría de monedas de la región estuvo influenciado principalmente por las dinámicas de la percepción de riesgo internacional que, como se mencionó en la sección *Entorno Internacional*, estuvo asociada a la incertidumbre sobre el *tapering* y a las noticias que afectarían esta medida.

Es importante destacar que en el periodo analizado algunos bancos centrales de países emergentes<sup>30</sup> firma-

<sup>29</sup>Variación de las tasas de cambio entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre de 2013.

<sup>30</sup>Los bancos centrales de China e Indonesia (CHY100 billo-

ron acuerdos de *currency swaps* bilaterales, los cuales tuvieron como fin impulsar el comercio bilateral y la inversión directa entre los países, así como reforzar la disponibilidad de liquidez en el corto plazo. De otra parte, los altos niveles de inflación y de déficit de cuenta corriente que aquejan a países como Turquía e Indonesia, así como algunos problemas de orden político, propiciaron la fuerte depreciación de sus monedas. Específicamente, en el periodo analizado la rupia de indonesia y la lira turca se debilitaron respecto al dólar 7% y 5,2%, respectivamente. En este contexto, el Banco Central de Indonesia decidió incrementar en 25 p.b. hasta un nivel de 7,50% su tasa de interés de referencia, y el Banco Central de Turquía incrementó el monto mínimo del programa de subastas de venta de dólares de USD20 millones a USD50 millones.

De otro lado, en la región se destaca la depreciación que presentó el real brasilero en el 4T13, la cual pudo estar asociada a mayores salidas de divisas del país y a expectativas de menor crecimiento económico, tras la publicación de datos negativos de actividad económica<sup>31</sup>. En el periodo, el Banco Central de Brasil (BCB) continuó interviniendo en el mercado cambiario a través de contratos swaps y venta de dólares con pacto de recompra, como parte del programa anunciado en agosto de 2013 (entre el 1 de octubre y el 30 de diciembre, el BCB intervino en el mercado cambiario mediante la venta de *swaps* por USD50.104 millones y venta de dólares con pacto de recompra por USD9.600 millones.). Por su parte, el Banco Central de Perú intervino en el mercado cambiario a través de la venta directa de dólares (USD 1.891 millones) y de subastas de certificados de depósito reajustables (CDR)<sup>32</sup>, con el fin de frenar la depreciación del sol.

nes/IDR 175 trillones (USD16 billones)), Zona Euro y China (EUR45 billones/CHY350 billones), Corea del Sur e Indonesia (IDR115 trillones/KRW10,7 trillones (USD10 billones)), China e Islandia (CHY3,5 billones/ISK66 billones(USD550 millones)) y Japón e Indonesia (USD22,76 billones).

<sup>31</sup>En el 3T13 el PIB registró una contracción de 0,5%, su mayor caída desde el primer trimestre de 2009 (esp: -0,3%, ant: 1,8%). En términos anuales, el PIB se expandió 2,2% (esp: 2,4%, ant: 3,3%).

<sup>32</sup>Los CDR son valores emitidos por el Banco Central de Reserva

De otro lado, en el 4T13 los Bancos Centrales de Colombia y México realizaron compras netas de dólares en el mercado cambiario por un monto de USD700 millones y USD3.930 millones<sup>33</sup>, respectivamente.

Se destaca que ante el anuncio de la Fed de reducir su programa de compra de activos, las monedas de la región y de otras economías emergentes mostraron comportamientos mixtos. Así, por ejemplo, entre el 17 y el 30 de diciembre se depreciaron la lira turca 4,3%, el real brasilero 1,7%, la rupia de indonesia 0,7%, el sol peruano 0,9% y el peso mexicano 0,9%, mientras que se apreciaron el peso colombiano 0,5%, el peso chileno 0,3% y la rupia india 0,2%. En este contexto se destacan las medidas tomadas por el BCB, el cual extendió su programa de intervención hasta el 30 de junio de 2014<sup>34</sup> y anunció algunas modificaciones al programa que entrarían en vigencia a partir del 2 de enero de 2014: (i) el BCB subastará diariamente USD200 millones a través de contratos *swaps*, (ii) las subastas de venta de dólares con pacto de recompra se realizarán en función de las condiciones de liquidez del mercado cambiario, y (iii) siempre que lo considere necesario, el BCB puede realizar operaciones adicionales de venta de dólares a través de los instrumentos que tenga a su alcance. Asimismo, el Banco Central de Turquía anunció el 24 de diciembre que para contener la volatilidad de la tasa de cambio, entregaría al mercado aproximadamente USD 6 billones a través de subastas de venta de dólares por montos mínimos diarios de USD450 millones en lo que quedaba de diciembre, y de USD100 millones diarios en enero de 2014.

Adicionalmente, se debe resaltar que entre el 30 de

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. Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre el Banco Central colocó PEN 3.526 millones en CDR.

<sup>33</sup>Las compras netas corresponden al esquema estructural de operaciones cambiarias del Banco Central de México con PEMEX.

<sup>34</sup>En agosto el Banco Central anunció que el programa estaría vigente entre el 23 de agosto y que se extendería al menos hasta el 31 de diciembre de 2013.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
<b>2010</b>	3,060	8,967	0	41,952	20,503
<b>2011</b>	3,720	3,737	12,000	58,305	23,306
<b>2012</b>	4,844	13,497	0	3,491	16,287
<b>1T13</b>	2,113	4,370	0	5,473	0
<b>2T13</b>	2,007	840	0	-26,824	1,120
<b>3T13</b>	1.950	-3.315	0	-56.832	5.952
Oct-13	229	-15	0	-20.374	1.799
Nov-13	210	-1.116	0	-18.756	2.540
Dic-13	261	-760	0	-20.574	-409
<b>4T13</b>	700	-1.891	0	-59.704	3.930
<b>2013</b>	6.769	4	0	-137.885	17.296
RI Oct. 30	43.298	63.914	40.817	376.891	174.053
4T13/ RI	1,6%	-3,0%	0%	-15,8%	2%

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 (BCM) y las compras netas del BCM a PEMEX.

septiembre y el 30 de diciembre los CDS<sup>35</sup> de las economías de la región (a excepción de los de Brasil) y los precios de los productos básicos en promedio disminuyeron (en el Cuadro 5 se presentan los productos cuyos precios registraron las mayores disminuciones)

Cuadro 5: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Sep 2013	30 Dic 2013	Variación
Oro	1328,9	1196,5	-10,0%
Trigo	6,6	6,0	-9,9%
Plata	21,7	19,6	-9,8%
Pétroleo	102,3	99,3	-3,0%
Maíz	4,2	4,1	-2,8%
Algodón	87,5	85,2	-2,6%
Aluminio	1803,0	1771,0	-1,8%
<b>CRB INDEX</b>	<b>285,5</b>	<b>282,6</b>	<b>-1,0%</b>

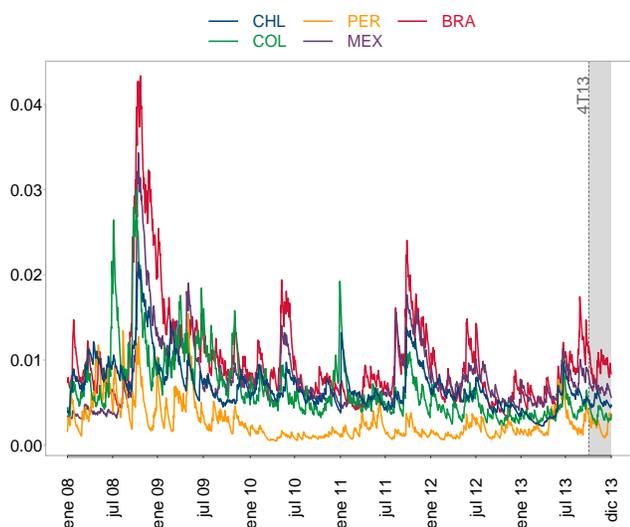
Fuente: Bloomberg.

En el trimestre analizado la volatilidad promedio de las monedas de la región disminuyó con respecto al promedio observado en el trimestre anterior. El real brasilero presentó la mayor volatilidad condicio-

<sup>35</sup>Los CDS de los países de la región presentaron las siguientes variaciones entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre de 2013: México -25,5%, Perú -10,6%, Colombia -10%, Chile -9,2% y Brasil +9,7%.

nal<sup>36</sup> mientras que el peso colombiano fue la segunda moneda menos volátil de la región (Gráfico 13).

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

### 5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre la tasa de cambio pasó de \$1.908,58 a \$1.926,89 por dólar<sup>37</sup>, lo cual representa una depreciación de 0,96 %<sup>38</sup>.

En el periodo analizado, el comportamiento del peso, al igual que el de las demás monedas de la región, estuvo influenciado principalmente por la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional (Gráfico 14) y en menor medida por factores internos.

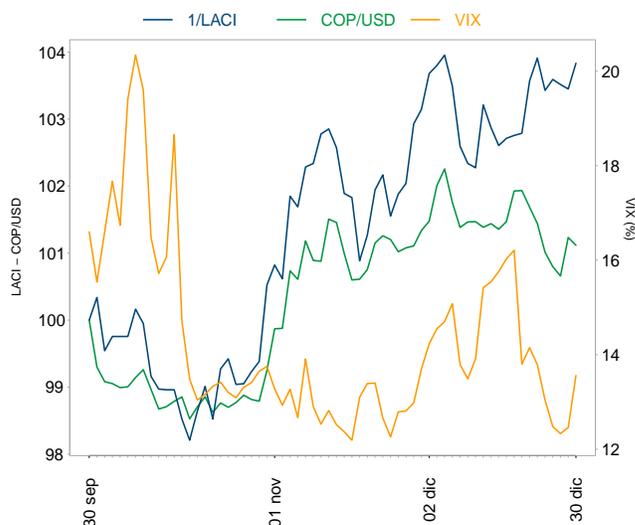
La depreciación del peso se dio a pesar de que a nivel local: (i) Fitch Ratings aumentó la calificación de deuda soberana de Colombia de BBB- a BBB, y cam-

<sup>36</sup> Medida a través de modelos GARCH(1,1).

<sup>37</sup> Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET-ICAP FX.

<sup>38</sup> La variación de la tasa de cambio en octubre fue de -1,0%, en noviembre de 2,3% y en diciembre de -0,3%.

Gráfico 14: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/COP: 30 de septiembre 2013

bió la perspectiva de positiva a estable<sup>39</sup>, (ii) se publicaron datos positivos de confianza al consumidor para el mes de septiembre, octubre y noviembre, (iii) se conocieron datos positivos de empleo para los meses de agosto, septiembre y octubre, y (iv) aumentaron las expectativas de crecimiento económico ante la publicación del dato del PIB para el 3T13 (obs: 5,1 % anual, esp: 4,3 %).

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>40</sup>, en 2013 se presentaron salidas de divisas por cuenta corriente de USD5.603 millones y por cuenta de capital reintegros de USD11.754 millones, explicados principalmente por los reintegros netos de capital oficial (USD13.814 millones). Por la cuenta de capital priva-

<sup>39</sup> La agencia afirmó que esta decisión refleja la mejora en las cuentas externas y en la situación fiscal del país, además de la credibilidad y consistencia de las políticas económicas que han permitido enfrentar los choques externos. Adicionalmente, señaló que la deuda pública (37,1% del PIB) permanece por debajo de la de otros países con la misma calificación, y se espera que permanezca estable, sustentada por un déficit moderado y una continua senda de crecimiento.

<sup>40</sup> La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: [http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see\\_s\\_externo.htm](http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm).

do se presentaron salidas netas de USD2.240 millones que resultan de ingresos por inversión directa neta<sup>41</sup> de USD16.412 millones, por inversión de portafolio neta<sup>42</sup> de USD2.665 millones y por endeudamiento neto de USD2.103 millones; y de salidas por el rubro de operaciones especiales<sup>43</sup> de USD23.420 millones. Cabe resaltar que la inversión extranjera de portafolio en Colombia aumentó 44 % y la inversión colombiana de portafolio en el exterior 85 %, frente al observado en 2012.

Por su parte, en el 4T13 se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD2.344 millones, de los cuales USD4.643 corresponde a reintegros de capital oficial y USD3.066 millones a salidas de la cuenta de capital privado. Las salidas de capital privado se explican por reintegros de inversión extranjera directa neta (USD4.246 millones) y de endeudamiento neto (USD529 millones), y por salidas de operaciones especiales (USD7.562 millones) y de inversión extranjera de portafolio neta (USD77 millones). Es importante destacar que en noviembre se presentaron salidas de divisas por inversión extranjera de portafolio en Colombia de USD305 millones, lo cual no se observaba desde agosto de 2012.

De otro lado, en el 4T13 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD1.789 millones, explicado por salidas netas de USD1.660 millones en la balanza comercial y de USD128 millones en la balanza de servicios y transferencias.

En el 4T13 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD86.719 millones<sup>44</sup>, de los cuales USD18.435 millones correspondieron a operaciones entre dos IMC

<sup>41</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos la inversión directa colombiana en el exterior

<sup>42</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

<sup>43</sup>Registra 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.

<sup>44</sup>USD30.746 en octubre, USD27034 en noviembre y USD28.939 en diciembre. Fuente: reportes al BR.

y USD68.284 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente.

Durante el año, las negociaciones de futuros y mini-futuros de TRM disminuyeron 20 % y 9 % respectivamente, mientras que los forwards compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron (20 %). En cuanto a los futuros de TRM<sup>45</sup>, durante el 4T13 se negociaron un total de 51.147 contratos, volumen inferior al negociado durante el 3T13 (57.097 contratos), por un monto total de USD2.557 millones. Al 30 de diciembre de 2013 la posición abierta ascendía a 2957 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2014. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>46</sup>, se negociaron un total de 9.163 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (15.066 contratos) por un total de USD45,82 millones (Gráfico 15). La posición abierta de mini futuros al 30 de diciembre ascendía a 585 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2014.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensados en la CRCC pasaron de USD10.530 millones en el 3T13 a USD13.265 millones en el 4T13 (Gráfico 15). La posición abierta de los forwards de tasa de cambio al 30 de diciembre ascendía a alrededor de USD3.280 millones. Adicionalmente, la compensación de forwards de tasa de cambio por cámara retomó durante el 2013 la tendencia al alza en sus negociaciones, la cual fue interrumpida a finales de 2012.

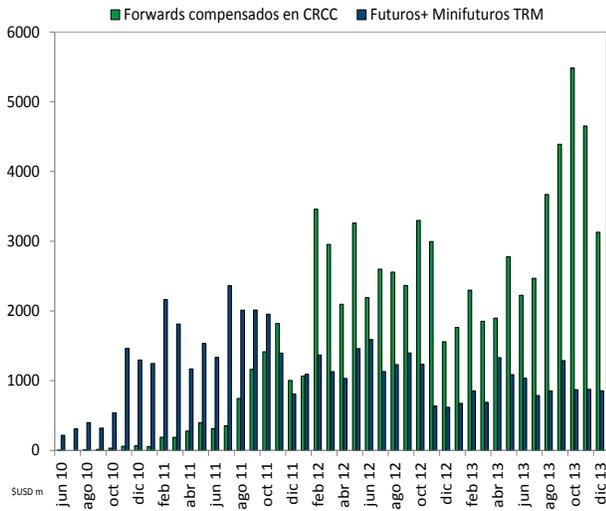
Por otro lado, en 2013 la Posición Propia de Contado (PPC)<sup>47</sup> de los IMC disminuyó USD136 millones y se ubicó al cierre del mismo en USD1.250 millones (Gráfico 16). El promedio diario de la PPC de 2013 fue USD2.196 millones, superior al promedio de 2012

<sup>45</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>46</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

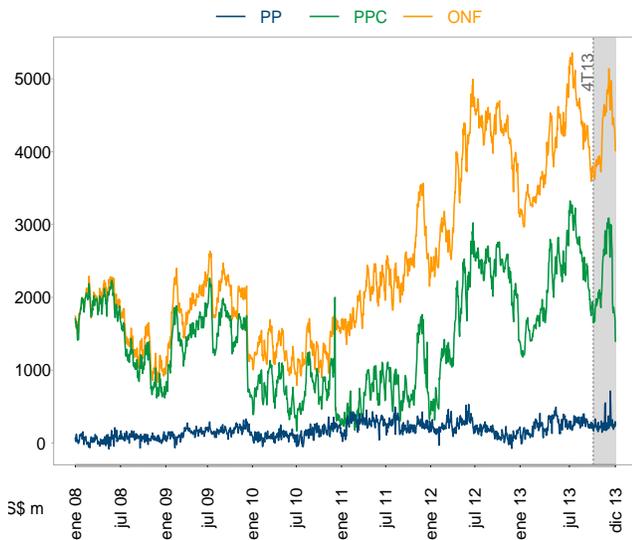
<sup>47</sup>La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias 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.

Gráfico 15: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16: Posición propia de contado, Posición propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

(USD1.941 millones)

En el cuarto trimestre la PPC disminuyó USD645 millones y en promedio fue inferior a la observada en el 2T13 y 3T13. A pesar de la caída de la PPC, las obligaciones netas a futuro aumentaron en el trimestre USD134 millones.

## Recuadro 1: Resultados de la encuesta trianual organizada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el mercado cambiario y de derivados 2013

### Introducción

El Banco de Pagos Internacionales (BIS), realizó en 2013 una actualización de la información sobre el volumen de negociación en el mercado cambiario de contado y de las operaciones de derivados OTC<sup>48</sup> de tasa de cambio y tasa de interés. Adicionalmente, se realizó una actualización de los saldos de las operaciones de derivados OTC a nivel global. Para ello se solicitó la participación de bancos centrales y autoridades monetarias de 53 países, los cuales se encargaron de administrar la encuesta. En esta encuesta, se destaca una mayor información sobre las contrapartes con respecto a las encuestas anteriores, además de un mayor énfasis en los métodos de negociación utilizados.

El objetivo de este ejercicio es obtener una base de información amplia e internacionalmente consistente, del tamaño, estructura y actividad del mercado de moneda extranjera y del mercado de derivados sobre el mostrador (OTC). Las estadísticas de esta encuesta permiten incrementar la transparencia del mercado y facilitarán la comprensión y el monitoreo de la actividad del sistema financiero a nivel global.

Colombia fue invitada a participar, y el Banco de la República se encargó de administrar y consolidar los resultados de la encuesta en el país, los cuales fueron remitidos al BIS para su consolidación a nivel global. Los reportantes para Colombia fueron las entidades financieras con mayor participación en el mercado cambiario.

La encuesta se dividió en dos partes. La primera, se orientó a reunir información del volumen de negociación durante abril de 2013 del mercado cambiario de contado y de las operaciones de derivados OTC de tasa de cambio y tasa de interés. En la segunda parte, se reunió información del saldo vigente de los instrumentos derivados OTC a junio de 2013. En este informe, se presenta un breve resumen de los resultados encontrados a nivel global, se presentan los resultados consolidados para Colombia y se realizan algunas comparaciones con los países de la región.

### Resultados Globales

Las negociaciones sobre divisas a nivel global en la encuesta de abril de 2013 fueron de USD5.344 billones (ajustado por entidades reportantes locales y del exterior para evitar doble conteo, neto-neto<sup>49</sup>), lo que representa un aumento del 35 % frente a la encuesta realizada en 2010 (Gráfico 17). Entre los posibles motivos de este aumento, se destaca la amplia liquidez internacional (incluyendo los programas de flexibilización cuantitativa y el cambio de régimen monetario en Japón), unido con menores costos de transacción en el mercado cambiario (Schrimpf y Rime, 2013).

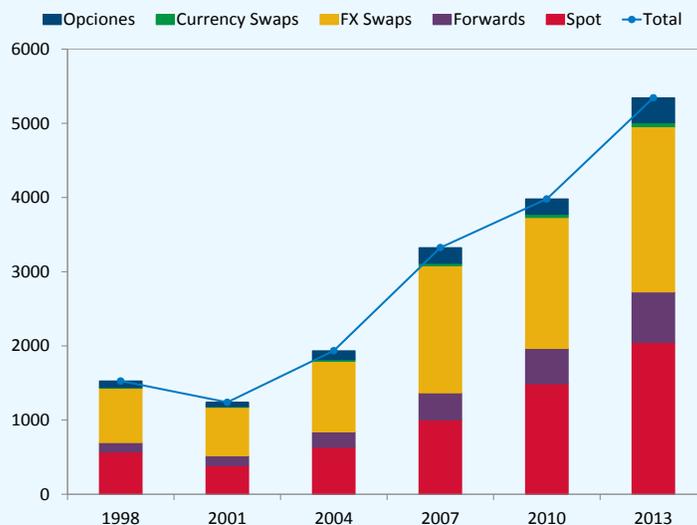
El BIS agrupó las operaciones por tipo de contraparte en tres grupos: (i) entidades reportantes<sup>50</sup> (entidades fi-

<sup>48</sup>De acuerdo al BIS, el mercado de derivados OTC no incluye las negociaciones a través de bolsas.

<sup>49</sup> Para evitar el doble conteo, se deben ajustar las negociaciones que son reportadas por dos entidades reportantes. En el caso de los resultados globales, la información se ajusta por entidades locales y extranjeras (neto-neto), mientras que en los resultados por país, se ajusta por entidades locales (neto bruto).

<sup>50</sup>Las entidades reportantes son entidades financieras que participan activamente en el mercado cambiario y de derivados OTC, por cuenta

Gráfico 17: Negociaciones cambiarias por instrumento, neto-neto (USD billones)



Fuente: BIS.

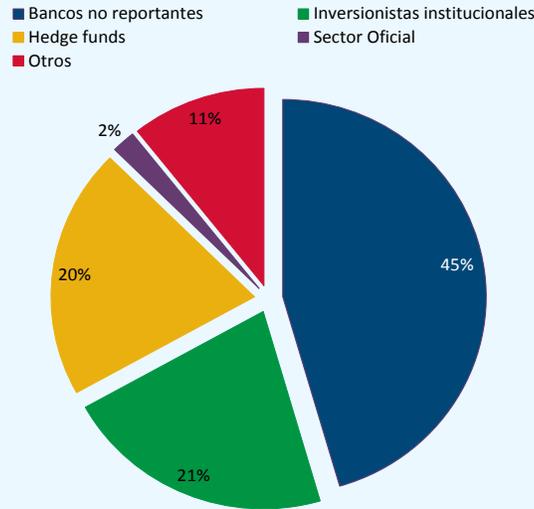
nancieras que participaron en la encuesta nivel global), (ii) otras instituciones financieras (bancos no reportantes, inversionistas institucionales, sector oficial, hedge funds y otros); y (iii) entidades no financieras. Al descomponer la participación de las entidades financieras no reportantes en el mercado cambiario, se encontró que el 45 % se atribuye a bancos pequeños, probablemente dedicados a negocios particulares (y que generalmente no son creadores de mercado), seguidos por inversionistas institucionales y hedge funds (Gráfico 18).

El aumento de las negociaciones entre 2013 y 2010, fue impulsado principalmente por las entidades financieras no reportantes (Cuadro 6), las cuales vienen presentando una tendencia de crecimiento más acelerada que las entidades reportantes desde 2001 (Gráfico 19). De acuerdo al BIS, lo anterior ha resultado en una estructura de mercado más diversa que en los años anteriores, que se podría explicar por factores como las innovaciones tecnológicas, que han traído menores costos de transacción y han permitido un mayor acceso a estas plataformas, a través de un prime broker<sup>51</sup>, a bancos pequeños, hedge funds y otras entidades; además, una mayor diversificación en los portafolios de activos internacionales también pudo aumentar las negociaciones en el mercado cambiario global. Esto último se habría dado ante los rendimientos históricamente bajos en los países desarrollados, que pudieron haber incentivado a los inversionistas a diversificar su portafolio aumentando su exposición a activos de economías emergentes. Adicionalmente, la mayor concentración de la industria financiera en algunos bancos reportantes pudo haber reducido las negociaciones entre dichas entidades, ya que éstas podrían realizar actualmente una mayor cantidad de neteos internos de sus negociaciones; por ejemplo, al concentrar una mayor parte de las negociaciones

propia y/o de terceros. Estas entidades fueron escogidas por los bancos centrales y autoridades monetarias de cada país. El Banco de la República escogió las entidades reportantes buscando lograr una muestra representativa del mercado cambiario local.

<sup>51</sup>Estas instituciones pueden realizar negociaciones de forma anónima en las plataformas de negociación a través del prime broker. Estos servicios se ofrecen manteniendo una relación crediticia con los clientes, lo cual incluye exigencias de colateral. Por ejemplo, EBS y Reuters permitieron la entrada, a través de un primer broker, a los hedge funds y otro tipo de clientes desde 2004, y se volvieron una vía de negociaciones utilizada activamente por firmas especializadas en negociaciones de alta frecuencia.

Gráfico 18: Distribución instituciones financieras no reportantes, neto-neto (%)



Fuente: BIS.

asociadas a una moneda con entidades que buscan cobertura cambiaria, se reduce la necesidad de cubrir la posición cambiaria tomada, ya que una parte de las compras y ventas realizadas se netean entre sí.

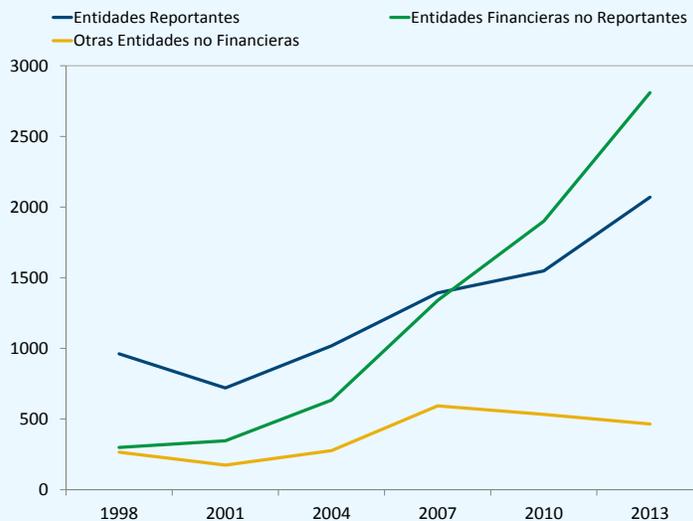
Cuadro 6: Variación de negociaciones por instrumento y contraparte, neto-neto (USD billones)

	Monto Negociado 2013	Cambio frente a 2010	Crecimiento (%)	Contribución crecimiento mercado (%)
<b>Total</b>	5345	1373	34,58	100
<b>Por Instrumento</b>				
Spot	2046	558	37,50	40,64
Forward	680	205	43,31	14,96
FX Swap	2228	469	26,66	34,14
Currency Swap	54	11	26,28	0,82
Opciones	337	130	62,62	9,44
<b>Por Contraparte</b>				
Entidades Reportantes	2070	526	34,10	38,32
Financieras no Reportantes	2809	914	48,19	66,52
Otras no Financieras	465	-68	-12,49	-4,92

Fuente: BIS

En términos de contribución al crecimiento frente a la encuesta de 2010, los mayores aumentos en las negociaciones se dieron en el mercado spot (USD558 billones) y en los Foreign Exchange swaps (FX swaps) (USD469 billones) (Cuadro 6). Por otra parte, en términos de contribución al crecimiento total de las negociaciones cambiarias por contraparte, se resalta el crecimiento de USD914 billones en las negociaciones de las instituciones financieras no reportantes.

Gráfico 19: Negociaciones cambiarias por contraparte, neto-neto (USD billones)



Fuente: BIS.

### Comparaciones internacionales

Tomando el volumen de negociaciones anualizado como proporción del PIB<sup>52</sup> de cada país de la encuesta (ajustado por entidades reportantes locales para evitar doble conteo, neto-bruto), Colombia se ubica en el puesto 43 de 53, por debajo de algunos países de la región como Chile (18), México (33) y Perú (41), y por encima de Brasil (47) y Argentina (53) (Gráfico 20).

Adicionalmente, aunque el indicador de volumen de negociaciones anualizadas del mercado cambiario como proporción del PIB en Colombia viene presentando una tendencia ascendente desde 2001 (Gráfico 21), este indicador continúa ubicándose por debajo del promedio de la región<sup>53</sup>, de los países emergentes y los países desarrollados.

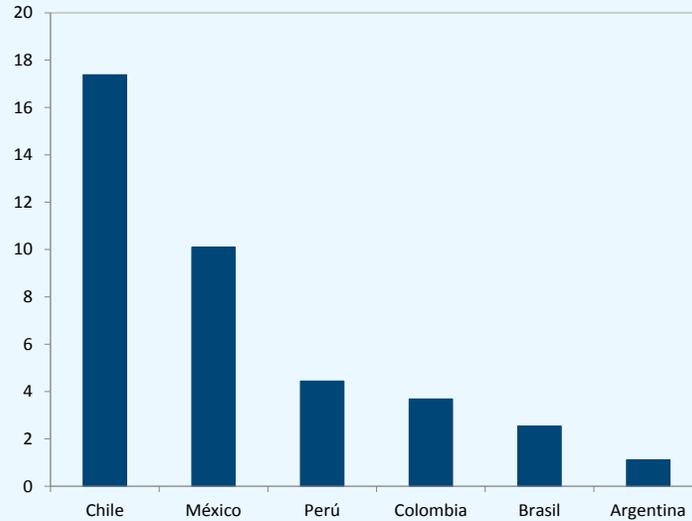
Teniendo en cuenta la evolución de las negociaciones promedio diarias en el mercado cambiario desde 2001, Colombia, Argentina y Perú se han ubicado significativamente por debajo de los otros países de la región (Gráfico 22). El crecimiento de los montos negociados promedio, tanto en valor como en porcentaje, en el mercado cambiario entre 2010 y 2013 fue menor en Colombia que en los países de la región, exceptuando Argentina que presentó una variación negativa en este periodo (Cuadro 7); el aumento en Colombia fue de USD549 millones (19,6%), frente al de Brasil de USD3.110 millones (22%), Chile de USD6.411 millones (115%), México de USD15.094 millones (89%) y Perú de USD747 millones (52%), mientras que Argentina presentó una reducción de USD253 millones (-15,7%).

El crecimiento de las negociaciones en el mercado cambiario colombiano (Cuadro 7) en los últimos tres años se

<sup>52</sup>Se tomó el PIB de 2011 que es el último dato sin proyecciones para todos los países. Fuente: FMI.

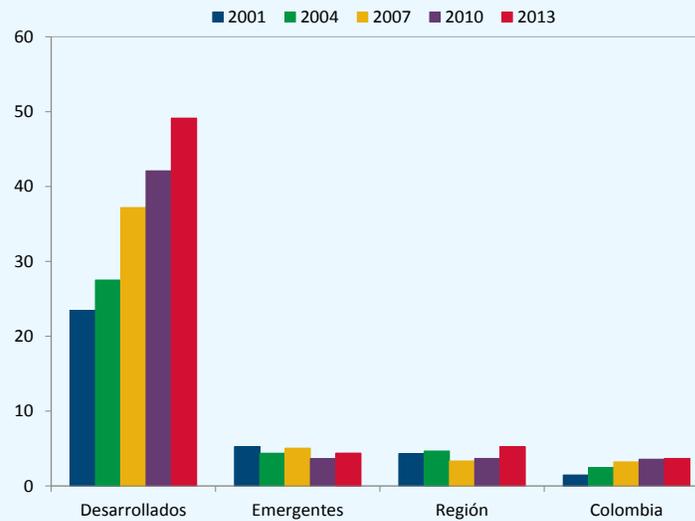
<sup>53</sup>Para las comparaciones con la región se tomaron Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.

Gráfico 20: Negociaciones anualizadas mercado cambiario/PIB, neto-bruto (número de veces)



Fuente: BIS y FMI. Cálculos DODM.

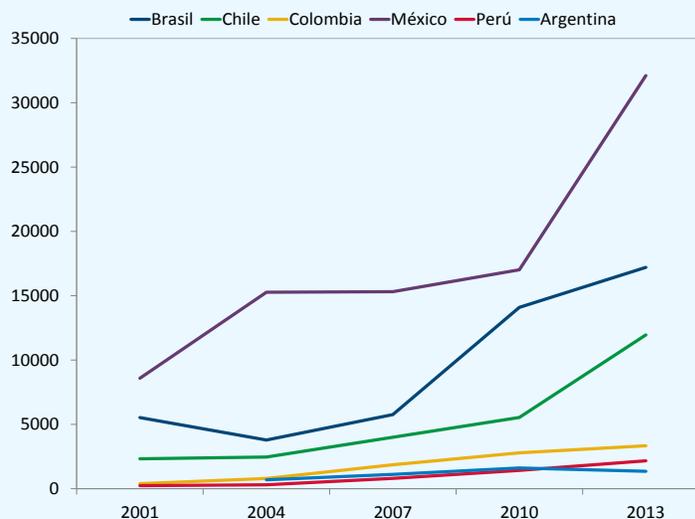
Gráfico 21: Negociaciones anualizadas mercado cambiario/PIB, neto-bruto (número de veces)



Fuente: BIS y FMI. Cálculos DODM.

debió principalmente al crecimiento de las negociaciones de forwards. Por otra parte, en Brasil el crecimiento estuvo impulsado tanto por el mercado de forwards como por los cross-currency swaps, en Chile por el mercado de contado y por el mercado forward, en México por el crecimiento en los FX swap (el instrumento con mayores

Gráfico 22: Promedio diario negociaciones mercado cambiario, neto-bruto (USD millones)



Fuente: BIS.

negociaciones desde 2007 en este país), y en Perú el crecimiento se dio casi en su totalidad por las negociaciones en el mercado de contado.

Cuadro 7: Variación de negociaciones diarias promedio entre 2010 y 2013 desagregadas por instrumento, neto-bruto (USD millones)

	Total 2010	Total 2013	Variación	Cambio Spot	Cambio Forward	Cambio FX Swaps	Cambio Currency Swap	Cambio Opciones
ARG	1613	1360	-253	-270	17	0	0	0
BRA	14094	17203	3110	-1129	2606	204	2185	-756
CHL	5544	11956	6411	3288	2398	690	-102	138
COL	2794	3343	549	47	461	14	-10	37
MEX	17019	32112	15094	1764	1071	12010	113	135
PER	1425	2171	747	580	102	52	6	6

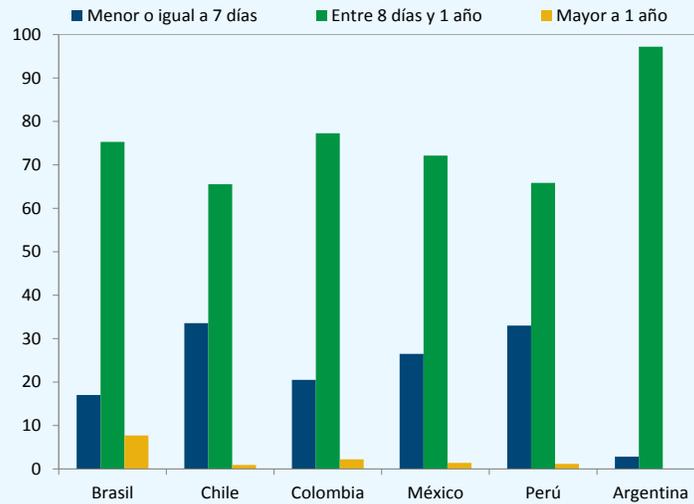
Fuente: BIS.

Finalmente, en cuanto a la composición de los forwards sobre tasa de cambio y FX swaps por plazo, en general, en la región predominan los plazos menores a 1 año<sup>54</sup>. En los forwards sobre tasa de cambio, el plazo entre 8 días y un año tiene una participación mayor al 60% sobre las negociaciones para todos los países de la región (Gráfico 23). Por otra parte, en la composición de los FX swaps por plazo (Gráfico 24), en Colombia, Brasil y Chile predomina el plazo entre 8 días y un año (con una participación entre el 60% y el 75%), mientras que en Perú y México

<sup>54</sup>Esto está en línea con los resultados de la encuesta de junio para Colombia, que reflejan que agregando los forwards y los FX swaps (sin ajustar por transacciones entre entidades reportantes), el 88% de las posiciones abiertas al 30 de junio tenían una madurez menor a 1 año, seguidas por las posiciones con madurez entre 1 y 5 años (6%), y mayores a 5 años (6%).

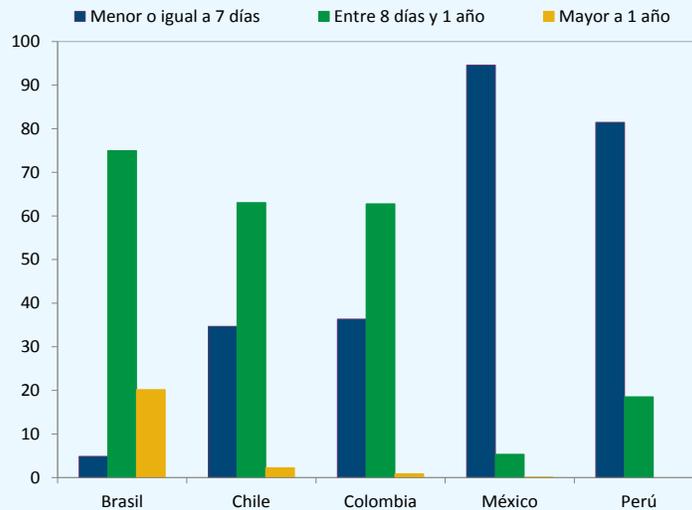
predomina el plazo menor o igual a 7 días (con una participación mayor al 80 %). Adicionalmente, se destaca que Brasil es el único país donde las negociaciones a plazos mayores a 1 año tienen una participación importante (20 %).

Gráfico 23: Composición forwards cambiarios por plazo, neto-bruto (%)



Fuente: BIS.

Gráfico 24: Composición FX swaps por plazo, neto-bruto (%)

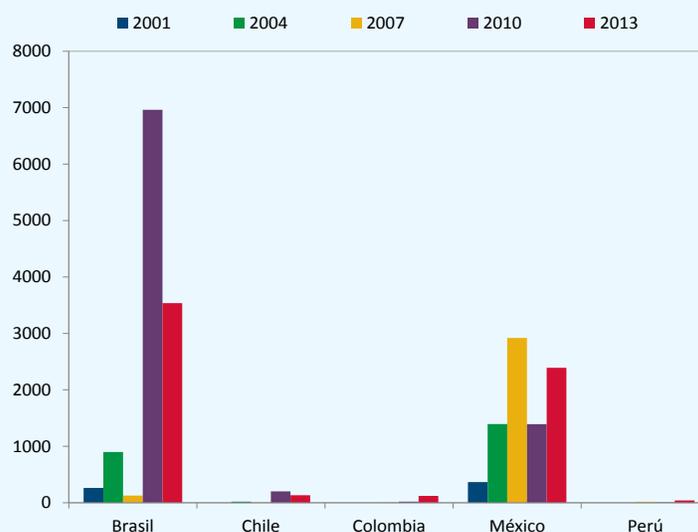


Fuente: BIS.

Por otra parte, las negociaciones promedio diarias sobre derivados de tasa de interés en moneda local en el mes de

abril fueron de USD3.537 millones en Brasil y de USD2.390 millones en México, mientras que en Chile, Colombia y Perú estos montos fueron considerablemente inferiores (USD132 millones, USD120 millones y USD40 millones respectivamente) (Gráfico 25); y en Argentina no se presentaron negociaciones en este mercado. De esta manera, en la región predomina el mercado de derivados cambiarios frente al de tasas de interés, aunque este no fue el caso de Brasil en 2010 (Gráfico 26). Es así como se encuentra una diferencia importante en el desarrollo del mercado de derivados de tasas de interés brasilero frente a los otros países de la región. La proporción entre las negociaciones de derivados de tasa de interés y derivados cambiarios a abril de 2013 se ubica en 7,9% para Colombia, por debajo de Brasil (37%) y México (9,5%), y por encima de Perú (7%) y Chile (2,2%). En este punto se debe resaltar el aumento presentado en este indicador en Colombia entre 2013 y 2010 (al igual que Perú), tendencia distinta a la presentada en Brasil, Chile y México.

Gráfico 25: Promedio diario negociaciones derivados tasa de interés, neto-bruto (USD millones)

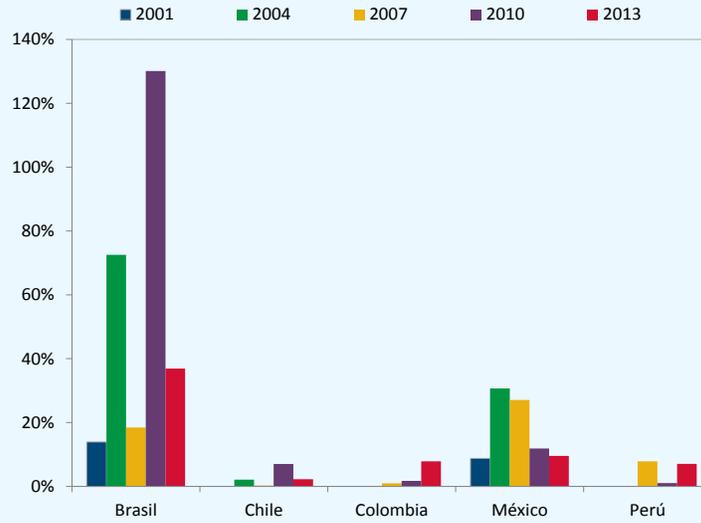


Fuente: BIS.

Finalmente, al comparar la proporción entre los derivados de tasa de interés y los derivados cambiarios con otros tipos de economías<sup>55</sup> (Gráfico 27), se encuentra que en general predominan los derivados cambiarios, aunque dicha característica es menos marcada en los países desarrollados. La mencionada proporción para Colombia se ubica significativamente por debajo del promedio de los países desarrollados, emergentes, y de la región (cuya composición, como se describió anteriormente, es bastante heterogénea).

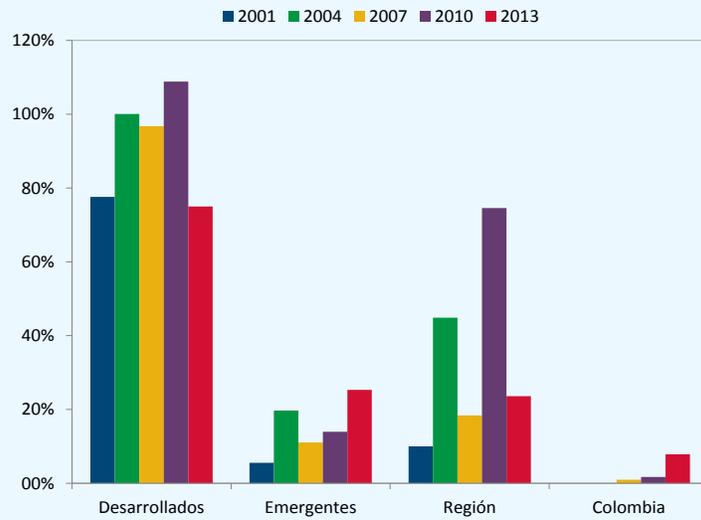
<sup>55</sup> Para cada tipo de economía, se realizó una ponderación por el tamaño de cada país.

Gráfico 26: Negociaciones derivados tasa de interés/derivados cambiarios, neto-bruto (%)



Fuente: BIS. Cálculos DODM.

Gráfico 27: Negociaciones derivados tasa de interés/derivados cambiarios, neto-bruto (%)



Fuente: BIS y FMI. Cálculos DODM.

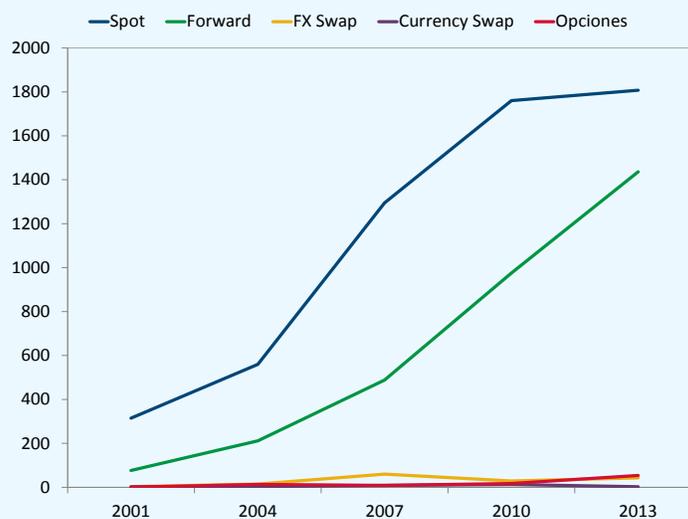
### Cifras consolidadas del mercado cambiario en Colombia durante 2013 (neto-bruto)

#### a. Montos totales y composición cambiaria de las operaciones pactadas

El monto de negociación del mercado cambiario de contado ascendió a USD39.768 millones (neto-bruto), y el de las operaciones de derivados a USD33.774 millones durante el mes de abril, para un total de USD73.542 millones. De las operaciones de derivados, USD31.593 millones corresponden a contratos forward, USD941 millones a FX swaps, USD56 millones a currency swaps y USD1.183 millones a opciones sobre el tipo de cambio<sup>56</sup> (Cuadro 8). Por otra parte, como se mencionó anteriormente, el crecimiento del mercado cambiario colombiano entre 2010 y 2013 se debe casi en su totalidad al mercado de forwards (Gráfico 12).

Adicionalmente, de acuerdo a la segunda parte de la encuesta, el 76% de las operaciones abiertas de derivados cambiarios al 30 de junio (sin ajustar por las transacciones entre las entidades reportantes) se encontraban concentradas en forwards y FX swaps, seguidas por opciones (12%) y currency swaps (12%).

Gráfico 28: Monto promedio diario de operaciones cambiarias, neto-bruto (USD millones)



Fuente: Banco de la República.

El 93% del total de operaciones del mercado cambiario en el mes de abril se concentró en operaciones Peso Colombiano - Dólar Americano, el 5,5% en operaciones Dólar Americano-Euro y el resto en operaciones que involucraron otros pares de monedas (Cuadro 9). Las operaciones de contado estuvieron concentradas en transacciones Peso Colombiano-Dólar Americano, que ascendieron a USD36.281 millones y representaron el 91% del total transado, seguidas por las transacciones Dólar Americano-Euro que ascendieron a USD2.871 millones y representaron el 7% del total. Adicionalmente, en cuanto a las operaciones de derivados reportadas, las operaciones Peso Colombiano-

<sup>56</sup>Los resultados de la encuesta de saldos para Colombia, señalan que el 91% de las opciones que se encontraban vigentes al 30 de junio (sin ajustar por transacciones entre entidades reportantes), tenían una madurez menor a 1 año, seguidas por las posiciones con una madurez entre 1 y 5 años (9%).

Cuadro 8: Monto total y promedio diario de operaciones del mercado cambiario, neto-bruto (USD millones)

	Monto Transado	Participacion (%)	Promedio Diario	Aumento frente a encuesta anterior (promedio diario, %)
<b>Spot</b>	<b>39767,9</b>	<b>54,07</b>	<b>1807,6</b>	<b>2,6806471</b>
<b>Derivados</b>	<b>33773,8</b>	<b>45,92</b>	<b>1535,2</b>	<b>48,5</b>
Forward	31592,5	42,95	1436,0	47,3
FX Swap	941,5	1,28	42,8	50,1
Currency Swap	56,4	0,07	2,6	-79,7
Opciones	1183,4	1,60	53,8	212,8
<b>Total</b>	<b>73541,7</b>	<b>100</b>	<b>3342,8</b>	<b>19,6</b>

Fuente: Banco de la República.

Dólar Americano fueron las más representativas, ascendiendo a USD32.068 millones y representando el 95 % del total, seguidas por las operaciones Dólar Americano-Euro que representaron al 3,5 % del total.

Cuadro 9: Monto transado en el mercado cambiario por monedas, neto-bruto (USD millones)

	Contado + Derivados	Contado	Derivados	Forwards	FX Swaps	Currency Swaps	Opciones	Derivados
<b>MONTO TOTAL</b>	<b>73542</b>	<b>39768</b>	<b>33774</b>	<b>31593</b>	<b>941</b>	<b>56</b>	<b>1183</b>	<b>33774</b>
	<b>DISTRIBUCIÓN (%)</b>							
COP-USD	92,9 %	91,2 %	94,9 %	95,0 %	85,8 %	100,0 %	100,0 %	94,9 %
COP-EUR	0,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
COP-OTRAS	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
USD-EUR	5,5 %	7,2 %	3,5 %	3,5 %	6,4 %	0,0 %	0,0 %	3,5 %
USD-MXN	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %
USD-JPY	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	2,2 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %
USD-CAD	0,3 %	0,2 %	0,5 %	0,4 %	3,9 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %
USD-GPB	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %
USD-CHF	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
USD-AUD	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
USD-OTRAS	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %

Fuente: Banco de la República.

## b. Operaciones Cambiarias Clasificadas por Contraparte

Al señalar las operaciones cambiarias realizadas por las entidades reportantes, estas especificaron las contrapartes de sus operaciones. Como se mencionó anteriormente, en la encuesta las posibles opciones eran: otras entidades reportantes, entidades financieras no reportantes y otras entidades no financieras. Las anteriores opciones debían ser desagregadas de forma general en entidades locales y extranjeras, además de otras posibles desagregaciones. En el Cuadro 10, se puede observar las contrapartes de las operaciones cambiarias totales realizadas por las entidades reportantes locales en el mes de abril de 2013, ajustando por doble conteo. Como lo muestra este cuadro, los mayores montos transados se realizaron con entidades locales, con un monto de USD51.773 millones (70 %).

Por tipo de contraparte, la mayor cantidad de negociaciones se realizaron entre entidades reportantes. Dicho monto ascendió a USD33.354 millones, de los cuales USD15.802 millones fueron negociados entre entidades locales y USD17.552 millones con entidades extranjeras. La alta participación de las entidades extranjeras reportantes se

Cuadro 10: Monto transado en el mercado cambiario por instrumento y contraparte, neto-bruto (USD millones)

	Spot	Forward	FX Swap	Currency Swap	Opciones	Total
<b>Entidades Reportantes</b>	<b>14487</b>	<b>17422</b>	<b>912</b>	<b>34</b>	<b>500</b>	<b>33354</b>
Locales	11816	3063	778	8	137	15802
Extranjeras	2671	14359	134	26	363	17552
<b>Entidades Financieras no Reportantes</b>	<b>14626</b>	<b>10489</b>	<b>23</b>	<b>1</b>	<b>170</b>	<b>25309</b>
Locales	12731	8174	23	1	165	21094
Extranjeras	1895	2315	0	0	4	4215
<b>Otras Entidades No Financieras</b>	<b>10654</b>	<b>3681</b>	<b>7</b>	<b>21</b>	<b>514</b>	<b>14878</b>
Locales	10652	3681	7	21	514	14876
Extranjeras	2	0	0	0	0	2
<b>Total</b>	<b>39768</b>	<b>31593</b>	<b>941</b>	<b>56</b>	<b>1183</b>	<b>73541</b>
Locales	35199	14919	808	30	816	51773
Extranjeras	4568	16674	134	26	367	21769

Fuente: Banco de la República.

vio reflejada principalmente en el mercado de forwards (USD14.358 millones)<sup>57</sup>. Por otra parte, el monto negociado con entidades financieras no reportantes ascendió a USD25.309 millones que corresponden en su mayoría a operaciones con entidades locales (USD21.094 millones), y el monto negociado con otras entidades no financieras ascendió a USD14.878 millones, el cual fue transado casi en su totalidad con entidades locales.

La distribución de los montos negociados descrita anteriormente, difiere de lo observado a nivel global, donde se encontró que los mayores montos transados se realizaron con entidades financieras no reportantes. Sin embargo, el mayor crecimiento en los montos totales transados en abril de 2013 frente al mismo mes de 2010 lo presentaron las entidades financieras no reportantes (USD10.892 millones), superior al presentado por las entidades financieras reportantes (USD4.718 millones) y por otras entidades no financieras (USD2.053 millones). De esta forma, el mayor crecimiento porcentual frente a 2010, lo tuvieron las entidades financieras no reportantes (76%), seguidas por las entidades reportantes (17%) y otras entidades no financieras (16%).

Finalmente, en cuanto a la composición de las entidades financieras no reportantes, se destaca la participación de los inversionistas institucionales, especialmente en el mercado de forwards, además de los bancos pequeños no reportantes (Cuadro 11).

Cuadro 11: Monto transado de entidades financieras no reportantes desagregado por instrumento, neto-bruto (USD millones)

	Fin. No Reportantes	Bancos No Reportantes	Inversionistas Institucionales	Hedge Funds	Sector Oficial	Otros
<b>Spot</b>	14626	3795	3741	1156	650	5285
<b>Forward</b>	10489	2192	7889	154	239	15
<b>FX Swap</b>	23	23	0	0	0	0
<b>Currency Swap</b>	1	0	1	0	0	0
<b>Opciones</b>	170	4	165	0	0	0
<b>Total</b>	<b>25309</b>	<b>6015</b>	<b>11796</b>	<b>1310</b>	<b>888</b>	<b>5300</b>

Fuente: Banco de la República.

<sup>57</sup>En la encuesta de 2010, el monto negociado en contratos forward con entidades reportantes extranjeras ascendía a USD6.256 millones.

### c. Volumen de negociaciones por método de ejecución (neto-bruto)

La encuesta también permitió tener información sobre el método de ejecución de las operaciones. De forma general, esta se puede distinguir entre cuatro tipos de categorías: i) voz directa, que se refiere a negociaciones realizadas por teléfono sin intermediación de una tercera parte, ii) voz indirecta, que se refiere a negociaciones realizadas por teléfono con intermediación de una tercera parte (por ejemplo a través de un broker), iii) electrónica directa, en la cual se incluyen las negociaciones realizadas mediante una plataforma electrónica que no tenga intermediación por una tercera parte (por ejemplo Bloomberg y Reuters Conventional Dealing), y iv) electrónica indirecta, en la que se incluyen las negociaciones realizadas mediante una plataforma electrónica con intermediación de por medio (por ejemplo vía un sistema de emparejamiento).

Los resultados sobre el método de ejecución muestran que las operaciones de contado se realizan principalmente por plataformas electrónicas de negociación directas (54%), mientras que los derivados en general son negociados por voz (56%), principalmente de forma directa (Cuadro 12). En el mercado forward la mayor parte de las negociaciones también se realizan por voz (55%), al igual que los FX swaps (52%) y las opciones (64%), mientras que los currency swaps son negociados en su totalidad por voz.

Cuadro 12: Negociaciones por tipo y método de ejecución, neto-bruto (USD millones)

Instrumento	Voz		Electrónico					Residuo	Total
	Directo	Indirecto	Directo		Indirecto				
			Propiedad Banco	Otro	Reuters/EBS	Otro sistema	Otro		
<b>Spot</b>	<b>10332</b>	<b>818</b>	<b>929</b>	<b>19028</b>	<b>1037</b>	<b>4596</b>	<b>70</b>	<b>2960</b>	<b>39770</b>
<b>Derivados</b>	<b>10435</b>	<b>8409</b>	<b>697</b>	<b>4009</b>	<b>2442</b>	<b>5767</b>	<b>82</b>	<b>1933</b>	<b>33773</b>
Forward	9634	7905	643	3396	2441	5609	78	1887	31592
Swap	71	417	0	325	1	124	4	0	941
Currency Swaps	24	32	0	0	0	0	0	0	56
Opciones	705	55	55	289	0	34	0	46	1184
<b>Total</b>	<b>20767</b>	<b>9227</b>	<b>1626</b>	<b>23037</b>	<b>3479</b>	<b>10363</b>	<b>152</b>	<b>4893</b>	<b>73543</b>

Fuente: Banco de la República.

Adicionalmente, al observar las negociaciones por método de ejecución y contraparte, se resalta que la mayor parte de las negociaciones entre entidades reportantes locales se realizaron por plataformas electrónicas (65%), tanto por métodos directos como indirectos (Cuadro 13). En cuanto a las operaciones con entidades financieras no reportantes, estas se realizan en su mayoría por métodos electrónicos de comunicación directos (56%). Finalmente, las negociaciones con entidades no financieras se realizan, en su mayoría por voz, de forma directa (82%).

### d. Volumen de negociación de operaciones de derivados sobre tasa de interés

Las entidades encuestadas reportaron negociaciones de contratos de derivados sobre tasa de interés durante abril de 2013 por un total de USD2.653 millones, de los cuales USD2.359 millones son operaciones swap<sup>58</sup>. Del total de operaciones, USD2.243 millones se realizaron con entidades financieras reportantes, USD390 millones fueron operaciones realizadas con entidades financieras no reportantes, y USD20 millones con otras entidades no financieras (Cuadro 14). Este mercado tuvo un crecimiento de 747% con respecto a 2010, lo cual puede ser explicado en

<sup>58</sup> Esto es consistente con la segunda parte de la encuesta, donde se observa que el 92% de las posiciones abiertas al 30 de junio estaban concentradas en swaps, seguidas por forwards (8%).

Cuadro 13: Negociaciones por contraparte y método de ejecución, neto-bruto (USD millones)

Instrumento	Voz		Electrónico				Residuo	Total	
	Directo	Indirecto	Directo		Indirecto				
			Propiedad Banco	Otro	Reuters/EBS	Otro sistema			Otro
<b>Entidades Reportantes</b>	<b>810</b>	<b>8499</b>	<b>1194</b>	<b>10316</b>	<b>3403</b>	<b>6973</b>	<b>10</b>	<b>2149</b>	<b>33354</b>
local	379	2287	380	8500	342	2924	4	986	15802
extranjera	431	6212	814	1816	3061	4049	6	1163	17552
<b>Fin. no Reportantes</b>	<b>7699</b>	<b>717</b>	<b>294</b>	<b>12615</b>	<b>68</b>	<b>2932</b>	<b>66</b>	<b>919</b>	<b>25309</b>
<b>Otras no Fin.</b>	<b>12258</b>	<b>11</b>	<b>138</b>	<b>107</b>	<b>9</b>	<b>457</b>	<b>76</b>	<b>1824</b>	<b>14880</b>
<b>Total</b>	<b>20767</b>	<b>9227</b>	<b>1626</b>	<b>23037</b>	<b>3479</b>	<b>10363</b>	<b>152</b>	<b>4893</b>	<b>73543</b>

Fuente: Banco de la República.

parte por los swaps que hacen parte del esquema IBR, los Overnight Indexed Swaps, y por el uso de los forwards atados a TES.

Cuadro 14: Derivados de tasa de interés transados por contraparte, neto-bruto (USD millones)

	Forward	Swap	Opciones	Total
<b>Entidades Reportantes</b>	<b>140</b>	<b>2103</b>	<b>0</b>	<b>2243</b>
Locales	36	478	0	514
Extranjeras	104	1625	0	1729
<b>Otras Entidades Financieras</b>	<b>154</b>	<b>236</b>	<b>0</b>	<b>390</b>
Locales	154	205	0	360
Extranjeras	0	31	0	31
<b>Otras Entidades No Financieras</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>20</b>
Locales	0	20	0	20
Extranjeras	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>294</b>	<b>2359</b>	<b>0</b>	<b>2653</b>
Locales	190	703	0	894
Extranjeras	104	1656	0	1759

Fuente: Banco de la República

De acuerdo a la segunda parte de la encuesta, estas negociaciones se realizan a plazos mayores que los derivados sobre tipo de cambio. El 43 % de las posiciones abiertas de los derivados sobre tasa de interés al 30 de junio tenían una madurez menor 1 año, seguidos por plazos entre 5 y 10 años (31 %) y el plazo entre 5 y 10 años (26 %).

## Conclusiones

A nivel global, se encontró que el mercado cambiario presentó un aumento importante (35 %), relacionado principalmente con negociaciones llevadas a cabo con entidades financieras no reportantes (principalmente bancos no reportantes e inversionistas institucionales). De acuerdo al BIS, la estructura más diversa del mercado se debe en parte a unos menores costos de transacción y un mayor acceso a las plataformas tecnológicas, además de una diversificación en los portafolios internacionales y una mayor cantidad de neteos internos por parte de los bancos más importantes.

Al comparar el mercado cambiario colombiano con otros países a nivel global y de la región, se observa un rezago importante, teniendo en cuenta la razón de negociaciones en el mercado cambiario/PIB de los distintos países. Colombia se ubicó en el puesto 43 de 53 a nivel global, y en el puesto 4 de 6 tomando los países de la región. El rezago del mercado colombiano frente a la región también se evidenció al comparar su crecimiento (tanto absoluto como relativo) frente a la encuesta de 2010, ya que se ubicó por debajo de los países de la región excepto Argentina.

En cuanto a las contrapartes de las negociaciones reportadas por las entidades, aunque la composición difiere de la observada a nivel global, se observa una tendencia similar, ya que las entidades financieras no reportantes tuvieron el mayor crecimiento frente a 2010. Por otra parte, el crecimiento del mercado cambiario colombiano estuvo impulsado principalmente por el mercado de forwards, donde tuvieron una participación importante los inversionistas extranjeros reportantes.

Finalmente, se debe resaltar el aumento de 747 % en el mercado de derivados de tasa de interés frente a 2010, lo cual se debe en parte a los swaps utilizados para el esquema de formación del IBR, los Overnight Indexed Swaps, y los forwards atados a los TES. A pesar de lo anterior, el mercado de derivados de tasa de interés se encuentra rezagado frente a algunos países de la región, y a otros países emergentes y desarrollados.

## Referencias

Monetary and Economic Department, 2012. "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity: Reporting guidelines for turnover in April 2013". Bank for International Settlements, Septiembre.

Monetary and Economic Department, 2013. "Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results". Bank for International Settlements, Septiembre.

Dagfinn Rime y Andreas Schrimpf, 2013. "The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013 Triennial Survey," BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, Diciembre.

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el 2013 se observó una disminución de las tasas de interés de referencia de los países de la región, con excepción de Brasil. Así, los bancos centrales de Colombia, México, Chile y Perú recortaron sus tasas de política en 100 p.b., 100 p.b., 50 p.b. y 25 p.b., a 3,25%, 3,5%, 4,5% y 4%, respectivamente<sup>59</sup>. Por otra parte, a lo largo del año el Banco Central de Brasil incrementó su tasa de política 275 p.b., de manera que para diciembre se ubicó en 10,0%<sup>60</sup>.

En el 4T13 el BR mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia, mientras que en Brasil el banco central dio continuidad al ciclo de política contraccionista iniciado en el 2T13 con el objetivo de controlar la inflación. En este sentido, anunció incrementos de su tasa de referencia que en total sumaron 100 p.b., de tal manera que esta se ubicó en 10,0%<sup>61</sup>. Por el contrario, los bancos centrales de Chile, México y Perú recortaron sus tasas 50 p.b.<sup>62</sup>, 25 p.b.<sup>63</sup> y 25 p.b.<sup>64</sup>, ubicándolas en 4,5%, 3,5% y 4,0%, respectivamente. Adicionalmente, el Banco Central de Perú redujo sus tasas de encaje<sup>65</sup>, dando continuidad a las medidas de flexibilización del régimen de encajes que había comenzado a implementar desde abril, con la finalidad de promover una evolución ordenada del crédito y otorgar mayores fuentes de financiamiento en soles (Gráfico 29 y Cuadro 15).

En Chile, los comunicados que acompañaron los re-

<sup>59</sup>Desde sus niveles registrados en enero de 2013: 4,25%, 4,5%, 5,0% y 4,25%, respectivamente.

<sup>60</sup>Su nivel en enero de 2013 era 7,25%.

<sup>61</sup>Los incrementos de las tasas se dieron el 9 de octubre y el 27 de noviembre. En ambos casos, cada aumento fue de 50 p.b..

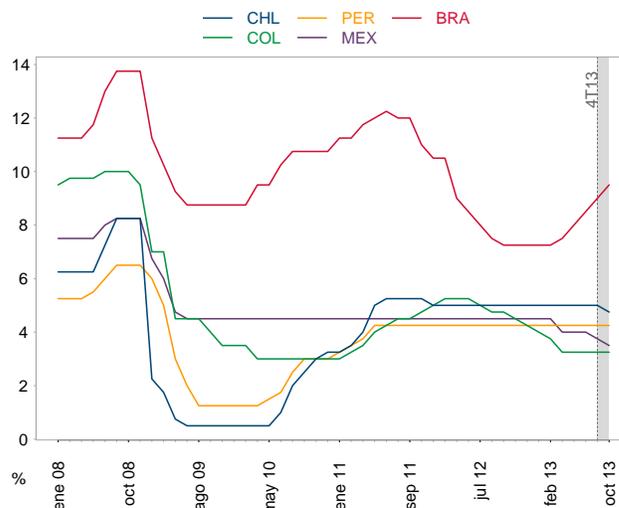
<sup>62</sup>En Chile, el banco central recortó su tasa el 17 de octubre y el 19 de noviembre. En ambos casos, cada recorte fue de 25 p.b..

<sup>63</sup>En México, el recorte se realizó el 25 de octubre

<sup>64</sup>En Perú, la tasa se recortó el 7 de noviembre.

<sup>65</sup>En diciembre se redujo la tasa de encaje en moneda nacional de 16% a 15%.

Gráfico 29: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 15: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM

País	Variación 3T13*	Variación 2013*	T.R Sep-13
COL	0	-100	3,25%
CHL	-50	-50	4,50%
PER	-25	-25	4,00%
BRA	+100	+275	10,00%
MEX	-25	-100	3,50%

Fuente: Bloomberg. \* Puntos básicos.

cortes señalaron que el ritmo de la actividad se había moderado por debajo de su potencial y la evolución de la inflación se encontraba por debajo de lo proyectado, permaneciendo por debajo del rango de tolerancia (2,0% - 4%)<sup>66</sup>. Por otra parte, en México se destacó el débil crecimiento externo, un considerable grado de holgura en el mercado laboral y en la economía en su conjunto, y se señaló que la inflación permanecía controlada de manera que no había superado el 3,5%<sup>67</sup>. En otro escenario, en Perú se indicó que la decisión estuvo influenciada por el debilitamiento de la actividad económica, resultado de un menor crecimiento de las exportaciones por la desaceleración de sus

<sup>66</sup>La inflación fue de 1,96% en septiembre y 1,53% en octubre.

<sup>67</sup>La inflación fue de 3,39% en septiembre y 3,36% en octubre.

socios comerciales y menores precios de exportación, y se proyectó que la inflación permanecería cerca del límite superior del rango meta para luego converger a 2% en el 2014. Adicionalmente, en los tres casos se mencionó un endurecimiento de las condiciones externas, principalmente por la incertidumbre internacional relacionada con el posible desmonte del programa de compra de activos en EE.UU.

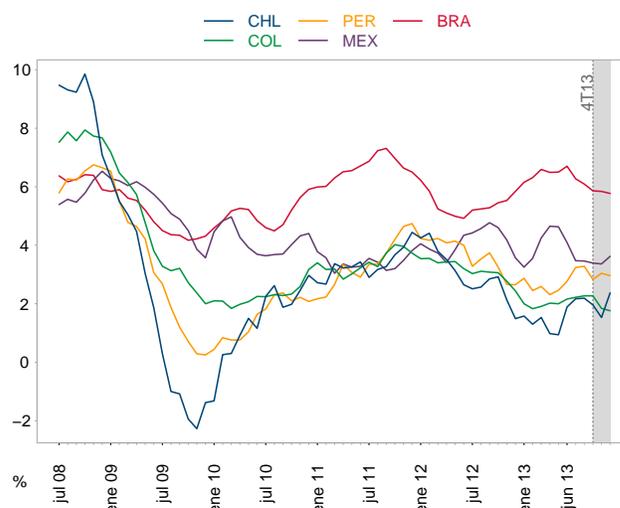
A su vez, el Banco Central de Perú recortó en diciembre su tasa de crecimiento del PIB proyectada para 2013 de 5,5% a 5,1%, señalando un “menor dinamismo de la demanda interna, principalmente por el deterioro de las expectativas de inversión y la revisión a la baja del crecimiento mundial”. De la misma manera, recortó sus proyecciones de crecimiento para los años 2014 y 2015 de 6,2% y 6,7% a 6,0% y 6,5%, respectivamente. Por su parte, el BCB mantuvo su pronóstico de inflación para 2013 en 5,8%, redujo su estimación para 2014 de 5,7% a 5,6% y revisó a la baja su proyección de crecimiento económico del 2013 de 2,5% a 2,3%.

Por su parte, el BR mantuvo inalterado su pronóstico de crecimiento más probable para 2013 durante el trimestre, de tal manera que quedó ubicado entre 3,0% y 4,5%, con 4,1% como cifra más factible. En línea con lo anterior, el DANE<sup>68</sup> informó que en el 3T13 el PIB creció 5,1% con respecto al mismo periodo de 2012, dato superior a las expectativas de los analistas (4,3%). De esta manera, se ubicó dentro del rango estimado por el BR para el 3T13, entre 3,8% y 5,4%, con 4,6% como cifra más probable. Adicionalmente, el BR señaló en los comunicados de sus reuniones, entre otros factores, la incertidumbre a nivel internacional en torno al inicio del desmonte del programa de compra de activos por parte de la Fed, y mencionó que las economías desarrolladas parecían estar recuperándose, acompañadas de un crecimiento heterogéneo de los países emergentes de Asia y América Latina, que en la mayoría de los casos presentaban ritmos por debajo de su potencial. El BR indicó además que la inflación había continuado siendo baja durante

el periodo y las expectativas se encontraban ancladas en la meta de largo plazo (3%), razón por la cual no fue modificada.

Con respecto a la inflación, al comparar los datos anuales de diciembre con los registrados en septiembre, se encuentra que aumentó en México, Brasil, Chile y Colombia, mientras que en Perú disminuyó (Gráfico 30 y Cuadro 16).

Gráfico 30: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 16: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2013

País	Anual Sep 2013	Anual Dic 2013	Rango meta 2013
COL	1,89%	1,94%	2,0% - 4,0%
BRA	5,81%	5,91%	2,5% - 6,5%
CHL	2,9%	3,01%	2,0% - 4,0%
MEX	3,92%	3,97%	2,0% - 4,0%
PER	2,90%	2,86%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Adicionalmente, en octubre la inflación en Chile se ubicó por debajo del rango meta, mientras que, en ese mismo mes, en Perú se ubicó por encima. Para el caso de Colombia, los datos registrados permanecieron durante todo el trimestre ligeramente por debajo del límite inferior del rango (2,0%), mientras que para Brasil y México, al igual que el trimestre anterior, sus da-

<sup>68</sup>Departamento Nacional de Estadística.

tos de inflación continuaban en niveles cercanos a los límites superiores.

En cuanto a los datos de crecimiento del PIB de los países de la región para el 3T13, se encuentra que en México, Chile y Perú los datos publicados superaron las expectativas, mientras que en Brasil el crecimiento fue inferior al esperado por el mercado (*Cuadro 17*).

*Cuadro 17: Crecimiento 2T13 y Expectativas para 2013*

País	Esp 3T13	Obs 3T13	Esp 2013 (Sep)	Esp 2013 (Dic)
COL	4,3 %	5,1 %	3,94 %	4,0 %
BRA	2,4 %	2,2 %	2,4 %	2,3 %
CHL	4,4 %	4,7 %	4,3 %	4,3 %
MEX	1,0 %	1,3 %	1,43 %	1,28 %
PER	4,3 %	4,4 %	5,5 %	5,1 %

Fuente: Bloomberg.

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano, durante la mayor parte del año 2013 la TIB y el IBR *overnight* oscilaron en niveles cercanos al de la tasa de referencia, aunque entre abril y junio disminuyeron llegando a desviarse por debajo hasta 16 p.b. y 14 p.b., respectivamente. El año estuvo caracterizado por amplias condiciones de liquidez, relacionadas con menores saldos de la Tesorería<sup>69</sup>.

Adicionalmente, a lo largo del año la tasa de simultáneas osciló muy por debajo de la tasa de referencia<sup>70</sup>, llegando a presentar una desviación máxima de -128 p.b.. Es importante mencionar que sus mayores desviaciones por debajo de la TIB se presentaron a partir de mayo, coincidiendo con el incremento de las tasas de los TES. Lo anterior puede explicarse por las expectativas de desvalorización de los TES como consecuencia del *tapering*, que incentivó a los inversionistas a vender los títulos e incluso a tomar posi-

<sup>69</sup>Durante el año 2013 la Tesorería presentó un saldo promedio cercano a los \$12 miles de millones y un saldo máximo de aproximadamente \$20 miles de millones, mientras que entre finales de marzo y mediados de julio, período caracterizado por altas condiciones de liquidez, llegó a niveles inferiores a los \$5 miles de millones.

<sup>70</sup>Durante el año la desviación promedio de esta tasa con respecto a la tasa de referencia fue -47 p.b..

ciones cortas (ventas sin poseer los activos), lo cual los llevó a realizar simultáneas a tasas bajas con el fin de cubrir dichas posiciones<sup>71</sup>.

En cuanto al cuarto trimestre del año, éste estuvo caracterizado por mayores condiciones de liquidez en comparación con el anterior, lo cual pudo estar relacionado con la disminución de los saldos de la tesorería.

De esta manera, se observa que desde la última semana de octubre los saldos de la Tesorería del BR decrecieron de manera sostenida<sup>72</sup>, principalmente por el aumento de los giros por pagos de funcionamiento (servicios personales, gastos generales y transferencias) y por inversión, la cual estuvo presionada por la necesidad de ejecución de pagos para no perder apropiaciones presupuestales, así como por los efectos de la Ley de Garantías por ser el 4T13 el cierre del último periodo del actual Gobierno. Adicionalmente, las colocaciones de bonos de deuda pública fueron inferiores a los vencimientos y pagos de cupones, y no se dieron ingresos extraordinarios (Gráfico 31).

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre, con excepción de un día<sup>73</sup>, aunque en algunas ocasiones disminuyó a niveles cercanos o inferiores a \$500 miles de millones. La posición del BR frente al sistema financiero pasó de +\$5.594 miles de millones el 30 de septiembre a +\$3.899 miles de millones a finales de diciembre (Gráfico 32). No obstante, al comparar la posición promedio del BR en el 3T13 con la del 4T13, se encuentra que ésta aumentó de \$4.182 miles de millones a \$4.444 miles de millones.

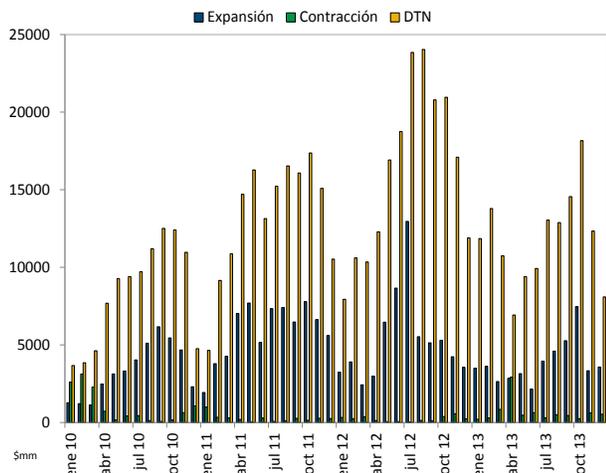
Las mayores condiciones de liquidez se reflejaron en

<sup>71</sup>Desde mayo de 2013 hasta el momento de elaboración de este informe, el margen entre la TIB y la tasa de simultáneas ha presentado una alta correlación con las tasas de los TES.

<sup>72</sup>Al comparar el último dato de diciembre con el último dato de septiembre, se encuentra que durante el trimestre el saldo disminuyó, pasando de \$18.313 miles de millones el 30 de septiembre a \$4.336 miles de millones el 30 de diciembre.

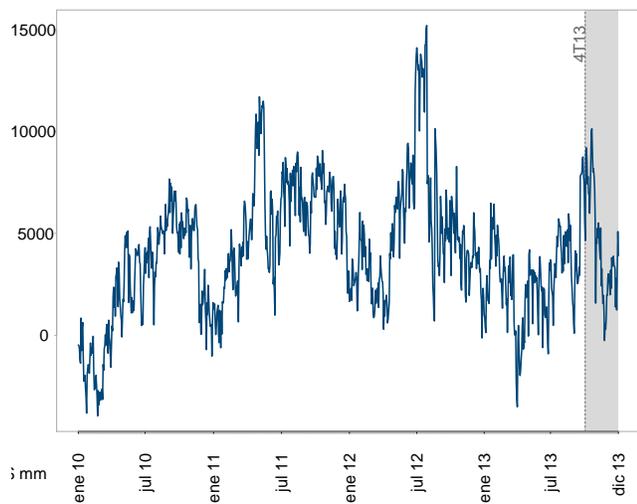
<sup>73</sup>El BR fue deudor del sistema financiero el 22 de noviembre, con una posición neta de -\$261 miles de millones.

Gráfico 31: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 32: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



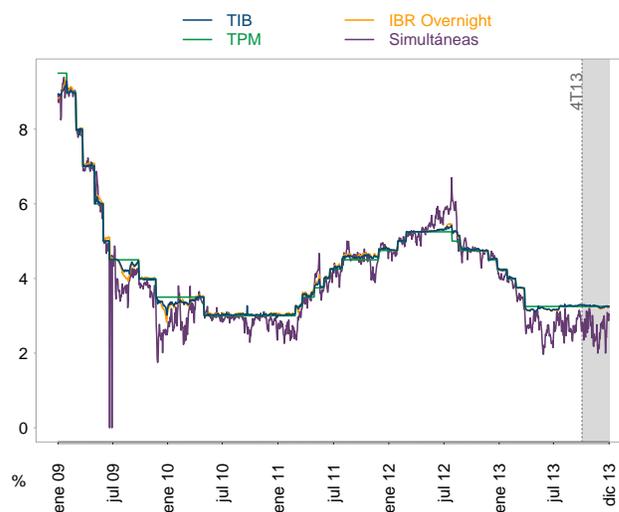
Fuente: Banco de la República.

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), que luego de iniciar el trimestre por encima de la tasa de política monetaria (aunque no por más de 5 p.b.) presentaron un comportamiento decreciente

(Gráfico 33). Por otra parte, la tasa de las operaciones simultáneas, que en el tercer trimestre había llegado a presentar una desviación de 98 p.b. por debajo de la tasa de referencia, disminuyó de tal manera que en el 4T13 presentó una desviación máxima de 125 p.b., aun cuando cerró el trimestre con una diferencia de 20 p.b..

En cuanto al IBR, el 30 de diciembre tanto el indicador a un (1) mes como el de tres (3) meses se ubicaron en 3,25 % (en términos efectivos anuales), mismo nivel que el de la tasa de referencia (3,25 %) <sup>74</sup>.

Gráfico 33: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

Durante el 4T13 la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR superó la tasa de referencia en cuatro (4) ocasiones <sup>75</sup>. 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 las entidades,

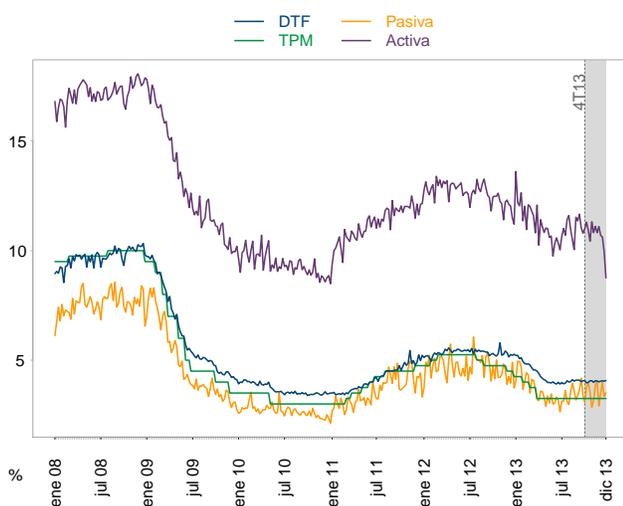
<sup>74</sup>El 30 de septiembre, tanto el IBR a 1 mes como el de 3 meses se ubicaron en 3,27% E.A., de tal manera que sus diferencias con la tasa de referencia (3,25%) eran de -2 p.b..

<sup>75</sup>Los días 5, 18 y 28 de noviembre, y 2 de diciembre, la tasa de corte superó la tasa de referencia en 21 p.b., 100 p.b., 100 p.b. y 20 p.b., respectivamente.

el traslado de impuestos a la Tesorería y retiros institucionales que llevaron a algunas entidades a demandar liquidez.

Por otra parte, al comparar los promedios de las tasas del mercado monetario entre el 3T13 y el 4T13, se encuentra que el promedio de la tasa activa<sup>76</sup> cayó 34 p.b., mientras que el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero subió 5 p.b. (Gráfico 34). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación disminuyó al pasar de 7,32% a 6,94%<sup>77</sup> (Gráfico 35).

Gráfico 34: Tasas de Interés Activa y Pasiva



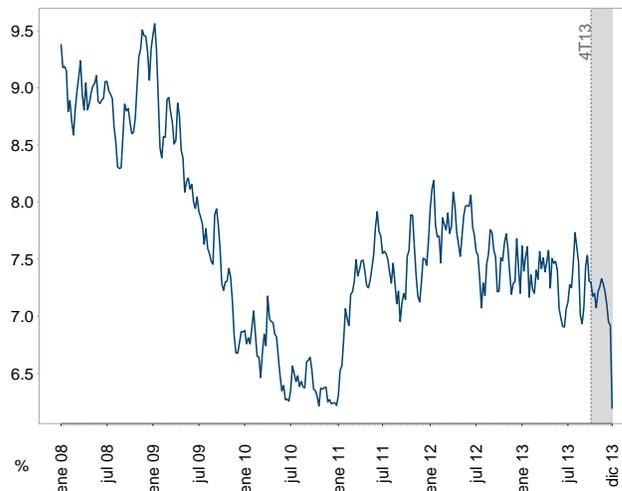
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando una tendencia de crecimiento, aunque con un ritmo menor al del trimestre anterior (con excepción de la cartera hipotecaria). Con datos disponibles a diciembre de 2013, los montos de las carteras de microcrédito,

<sup>76</sup>Se 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.

<sup>77</sup>Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 3T13 se calcularon con datos semanales entre el 5 de julio y el 27 de septiembre, y los promedios del 4T13 se calcularon con datos semanales entre el 4 de octubre y el 27 de diciembre de 2013.

Gráfico 35: Margen de Intermediación



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República. El margen de intermediación se calcula así:  $MI = \frac{1 + i_{activa}}{1 + i_{pasiva}} - 1$ . Promedio móvil de orden 4.

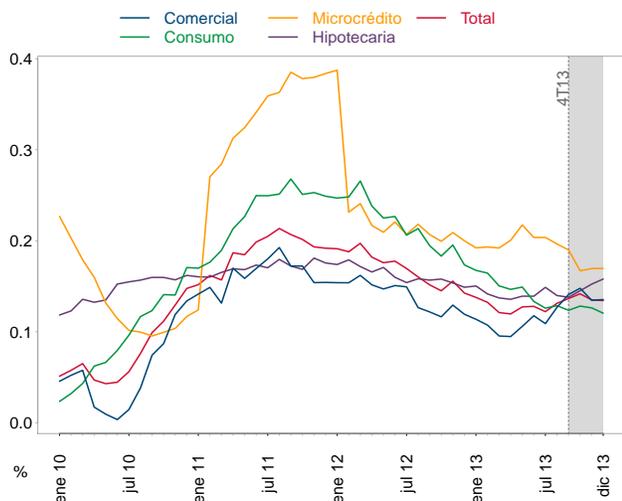
to, comercial y de consumo aumentaron 16,9% (ant: 19%), 13,1% (ant: 13,9%) y 12,0% (ant: 12,3%), respectivamente. Por su parte, el crecimiento de la cartera hipotecaria aumentó a 15,8% (ant: 13,8%)<sup>78</sup> (Gráfico 36).

Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)<sup>79</sup>, los intermediarios financieros señalaron que en el 4T13 percibieron una mayor demanda de crédito para todas las modalidades de cartera. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos la mayoría de entidades coincidieron en que los destinarían a otorgar crédito, señalando como primera opción el crédito de consumo, explicando que esta preferencia obedecía a la mayor rentabilidad. En el caso de los bancos, la segunda opción era otorgar créditos a empresas que producen para el mercado interno, argumentando que la razón era la conservación del nicho de mercado.

<sup>78</sup>Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

<sup>79</sup>Realizada durante las dos primeras semanas de diciembre.

Gráfico 36: 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.

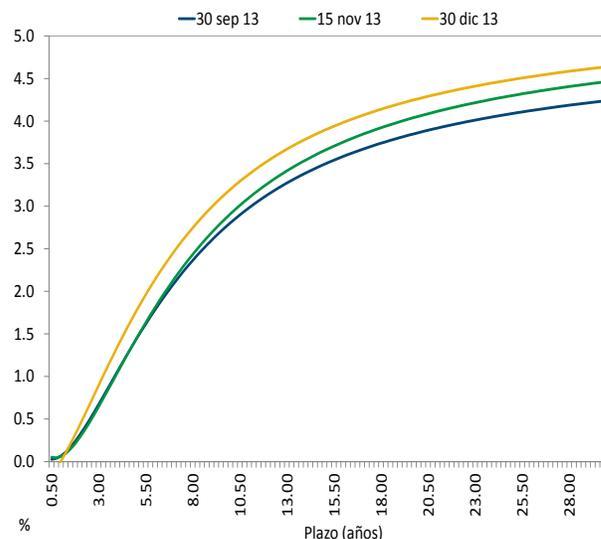
## 6.2 Mercado de Deuda Pública

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

A lo largo de 2013, los títulos de deuda pública interna de EE.UU. y los países de la región presentaron desvalorizaciones, con excepción de Chile. No obstante, en EE.UU. y México los títulos de corto plazo presentaron valorizaciones. El comportamiento de las tasas a lo largo del año estuvo determinado, entre otros factores, por la incertidumbre en torno al *tapering* a partir de mayo.

Al comparar las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. de finales de septiembre con las del 30 de diciembre de 2013, se encuentra que las del tramo corto disminuyeron, mientras que las de mediano y largo plazo aumentaron (Gráfico 37). Sin embargo, a lo largo del trimestre las tasas no presentaron un comportamiento homogéneo por la incertidumbre con respecto al *tapering*. De esta manera, los bonos se desvalori-

Gráfico 37: Curva Cero Cupón EE.UU.

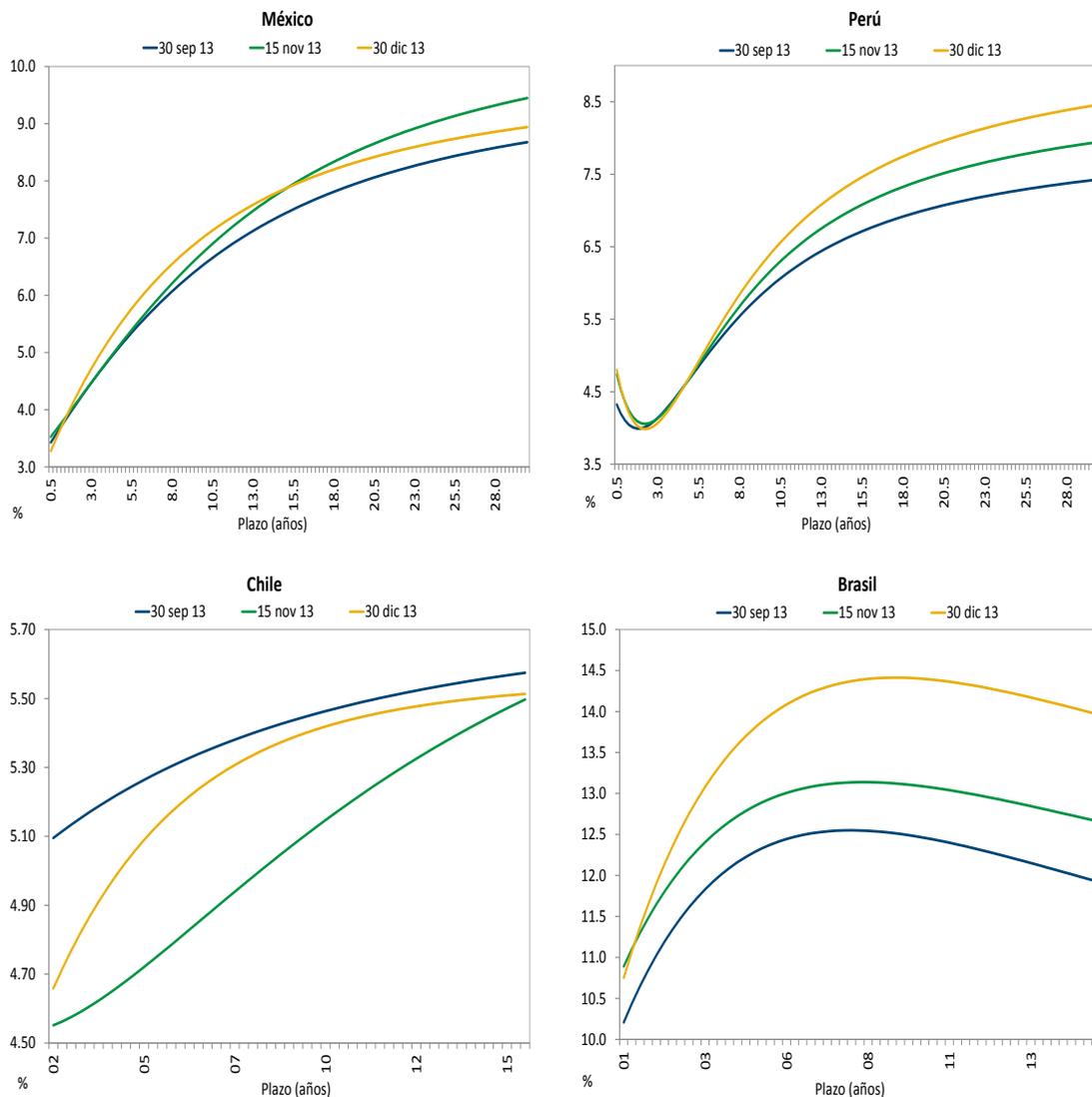


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

zaron la primera mitad del mes de octubre, principalmente los de corto plazo, por el debate sobre el presupuesto y el techo de la deuda en EE.UU., y una vez se alcanzó un acuerdo (temporal) los bonos presentaron valorizaciones hasta la reunión de la Fed a finales de ese mes, en donde se mostró más optimista sobre el desempeño de la economía en comparación con lo esperado por los analistas. Así, los mercados incorporaron en sus expectativas que el *tapering* podría darse antes de lo esperado, por lo que los bonos de mediano y largo plazo se desvalorizaron hasta la segunda semana de noviembre.

Luego, el 14 de noviembre Janet Yellen fue nominada para presidir la dirección de la Reserva Federal, y en un discurso frente al Senado demostró su apoyo al programa de estímulos hasta que se observara una evolución robusta y sostenida del mercado laboral en un contexto de estabilidad de precios, lo que estabilizó las tasas de los títulos que venían aumentando desde finales de octubre. Durante el resto del mes de noviembre no se presentaron variaciones significativas, pero

Gráfico 38: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

continuó la incertidumbre en torno a las decisiones de la Fed.

Posteriormente, los datos de la economía estadounidense mostraron una recuperación sostenida en diciembre, que dieron lugar a desvalorizaciones de los bonos de mediano y largo plazo. En línea con lo anterior, el 18 de diciembre la Fed decidió iniciar el desmonte del programa de estímulos reduciendo las compras en un monto de USD\$10 billones<sup>80</sup>. Lo anterior se tradujo en un incremento en las tasas de los Bonos del Tesoro, con salvedad de los títulos de más corto plazo (*T-bills*), lo que pudo estar asociado, en primer lugar, con la suspensión del techo de la deuda

<sup>80</sup>La Fed decidió reducir sus compras de títulos colateralizados con hipotecas de USD\$40 a USD\$35 billones, y de bonos del Tesoro de largo plazo de USD\$45 a USD\$40 billones.

diciembre hasta febrero de 2015 que disipó la incertidumbre alrededor de una posible cesación de pagos de estos títulos; y en segundo lugar, con el compromiso de la Fed de mantener su postura monetaria expansiva por un periodo prolongado<sup>81</sup>. Por su parte, la tasa cero cupón del bono a 10 años, la referencia más líquida, osciló en un rango entre 2,74% y 3,33% entre el 1 de octubre y el 30 de diciembre de 2013.

En cuanto a los bonos de deuda pública interna de los países de la región, durante el 4T13 estos presentaron desvalorizaciones, con excepción de Chile. Sin embargo, su comportamiento no fue homogéneo a lo largo del periodo, de manera que los bonos de la región registraron valorizaciones en octubre, lo que pudo deberse al cierre fiscal en EE.UU. que llevó a algunos agentes a considerar menos probable que la Fed recortara el programa de

compras de activos por las posibles repercusiones del cierre sobre la economía de EE.UU.. No obstante, en noviembre y diciembre se dieron desvalorizaciones cuando esta posibilidad aumentó.

Es importante mencionar que debido a las diferentes perspectivas de crecimiento e inflación de cada país y a las medidas de intervención tomadas por cada banco central, al comparar las tasas de finales de septiembre con las de finales de diciembre se encuentran resultados distintos para cada caso. De esta manera, durante el 4T13 los bonos del tramo corto de México se valorizaron, mientras que los tramos mediano y largo de la curva de rendimientos se desvalorizaron. Para el caso de Perú, se valorizaron los bonos del tramo medio de la curva, mientras que en la parte corta y larga se presentaron desvalorizaciones. Por su parte, todos los bonos de Brasil se desvalorizaron, comportamiento que pudo estar asociado al aumento de la inflación, los incrementos en la tasa de política monetaria y las menores expectativas de crecimiento. A su vez, todos los bonos de Chile se valorizaron, lo cual coincidió con los recortes en la tasa de política monetaria (Gráfi-

<sup>81</sup>La Fed indicó que mantendría la tasa de interés de referencia en niveles cercanos a cero incluso después de que el desempleo alcanzara el umbral propuesto de 6,5%

co 38).

## 6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

### A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

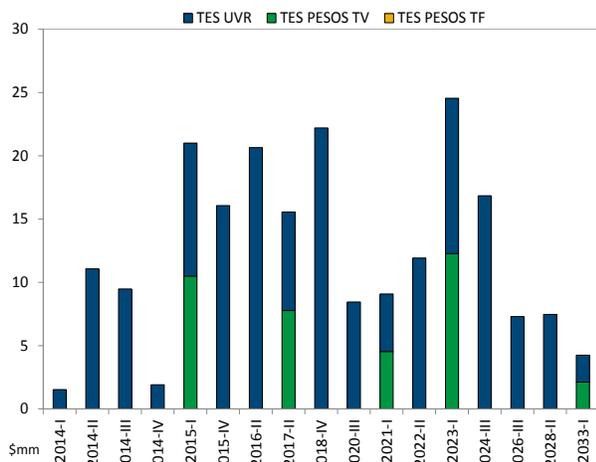
Entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre de 2013, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$170.706 miles de millones a \$172.115 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2013 aumentó de \$28.008 miles de millones a \$30.430 miles de millones<sup>82</sup>, de los cuales al 30 de diciembre se habían colocado bonos por un valor nominal cercano a \$29.874 miles de millones<sup>83</sup>.

En cuanto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el saldo autorizado para 2013 fue de \$5.000 miles de millones, pero no se realizó ninguna subasta. Adicionalmente, el cupo autorizado de los TES emitidos para regular la liquidez de la economía se mantuvo inalterado en \$14.000 miles de millones. Sin embargo, dentro de este monto el cupo de los TES para regular liquidez a plazos de 2 y 3 años (con vencimientos en 2014 y 2015) pasó de \$4.010 miles de millones a \$4.610 miles de millones, lo que fue compensado con la variación del cupo de los TES para regular liquidez de corto plazo (plazos inferiores a un año), el cual pasó de \$9.990 miles de millones a \$9.390 miles de millones. Asimismo, al 30 de diciembre se habían emitido \$4.489 miles de millones de TES para regular liquidez de largo plazo y \$9.197 miles de millones de TES para regular liquidez de corto plazo, para un total

<sup>82</sup>Las ampliaciones del cupo se dieron el 6 y el 20 de noviembre por \$92 miles de millones y \$1.43 miles de millones, respectivamente. En relación con estas medidas, el Gobierno aclaró que no se harían colocaciones a través del programa de creadores de mercado, el cual había finalizado el 23 de octubre, sino a través de operaciones “convenidas y forzosas” con entidades públicas, y se indicó que el propósito de esta ampliación era continuar con la obligación de captar recursos con estas entidades.

<sup>83</sup>\$24.231 miles de millones de TES en pesos, y \$5.643 miles de millones de TES UVR. No tiene en cuenta TES para regular la liquidez.

Gráfico 39: Proyección de Vencimientos TES



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

de \$13.686 miles de millones<sup>84</sup>.

Por otro lado, en el Gráfico 39 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 31 de diciembre, se observa que los vencimientos para el año 2014 representaban un 13,94% del saldo en circulación. De la misma manera, los vencimientos del primer trimestre del año representaban el 0,89% del saldo.

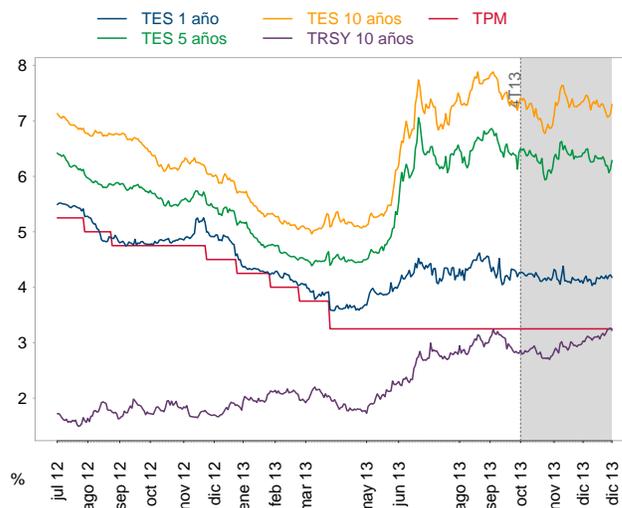
### B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Al analizar el comportamiento de los bonos en moneda local para todo el 2013, se observa que los títulos con vencimientos en el mediano y largo plazo se desvalorizaron, mientras que los del tramo corto presentaron valorizaciones. Para el primer caso, esto pudo estar asociado a que no se compensaron los incrementos de las tasas observados en el segundo trimestre del año cuando comenzó la incertidumbre en torno al posible

<sup>84</sup>Los TES para regular la liquidez de la economía no pueden utilizarse para financiar apropiaciones del presupuesto general de la Nación y son administrados mediante depósito remunerado en el BR.

desmonte del programa de estímulos de la Fed. Así, al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales de 2013 con las de finales de 2012, se presentaron variaciones en promedio de -16 p.b. entre 0 y 2 años, 78 p.b. entre 2 y 5 años y 53 p.b. entre 5 y 15 años<sup>85</sup>.

Gráfico 40: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Por otra parte, durante el 4T13 los bonos de Colombia se valorizaron, por lo que al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales de septiembre con las de finales de diciembre, se encuentra que en promedio presentaron variaciones de -7 p.b. entre 0 y 2 años, -16 p.b. entre 2 y 5 años y -4 p.b. entre 5 y 15 años<sup>86</sup> (Gráficos 40 y 41). Adicionalmente, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años aumentó al pasar de 307 p.b. el 30 de septiembre a 312 p.b. el 30 de diciembre de 2013 (Gráfico 42).

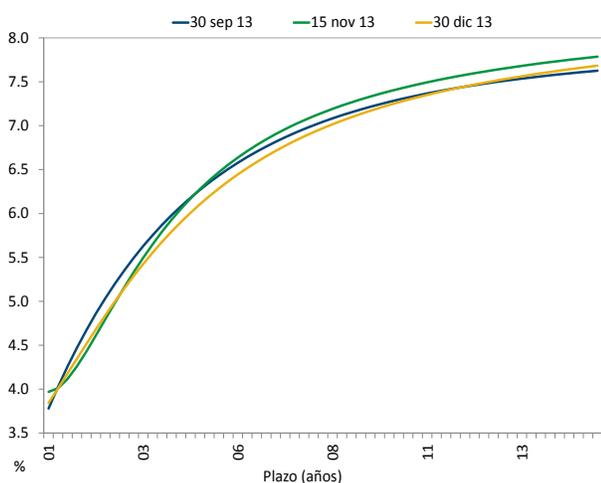
No obstante, el comportamiento de las tasas de los TES durante el periodo no presentó una senda definida

<sup>85</sup>Estos 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).

<sup>86</sup>Estos 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).

en línea con el comportamiento de la región. De esta manera, experimentaron valorizaciones en octubre debido al debate en el Congreso de EE.UU. que llevó a algunos agentes a considerar menos probable el inicio del *tapering* antes de finalizar el año, pero se desvalorizaron de nuevo cuando volvió a aumentar la incertidumbre por las decisiones de la Fed. En diciembre, los TES registraron valorizaciones que pudieron estar relacionadas, entre otros factores, con la publicación de datos positivos de crecimiento e inflación, y la mejora de la calificación de la deuda soberana de Colombia por parte de la agencia *Fitch Ratings*.

Gráfico 41: Curvas Spot Colombia



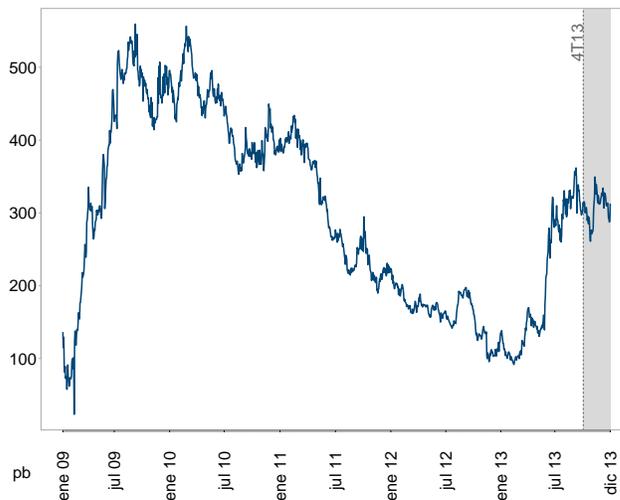
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Como se indicó previamente, aunque el comportamiento de los TES durante este trimestre estuvo relacionado en gran medida con la incertidumbre por el *tapering*, los factores locales también afectaron su comportamiento, lo que se reflejó en la correlación entre las tasas de los bonos a 10 años de Colombia y EE.UU., que durante el trimestre se ubicó en 44%, inferior al 77% registrado el trimestre anterior.

Dentro de los factores locales se destaca la colocación de bonos corporativos por \$2.710 billones<sup>87</sup>, que posiblemente llevó a algunos agentes a diversificar sus

<sup>87</sup>En octubre, noviembre y diciembre se realizaron emisiones en el

Gráfico 42: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

portafolios y que pudo tener como consecuencia una menor demanda de TES en algunos periodos. Por otro lado, un hecho que pudo haber contribuido a las valorizaciones de los títulos fue la mejora de la calificación de la deuda soberana de Colombia de BBB- a BBB<sup>88</sup> por parte de la agencia calificadora *Fitch Ratings*, anunciada del 10 de diciembre, donde se señaló que la decisión reflejaba la mejora en las cuentas externas y la situación fiscal del país, además de la credibilidad y consistencia de las políticas económicas que han permitido enfrentar los choques externos. Adicionalmente, se indicó que la deuda pública (37,1% del PIB) permanecía por debajo de la de otros países con la misma calificación, y se espera que permanezca estable sustentada por un déficit moderado y una continua senda de crecimiento.

Por otra parte, es importante señalar que durante el trimestre el mercado estuvo caracterizado por bajas expectativas de recortes de la tasa de referencia, prin-

mercado local por \$400 miles de millones, \$725 miles de millones y \$1.585 billones, respectivamente.

<sup>88</sup>Adicionalmente, se cambió la perspectiva de *positiva* a *estable*. Por su parte, la calificación para Colombia de *Moody's* es Caa1 y de *Standard and Poor's* es B.

principalmente en diciembre, luego de que se publicaran datos positivos del desempeño de la economía que, como ya se mencionó, fueron mejores a los esperados<sup>89</sup>. También se destaca que las expectativas de inflación para finales de 2013 decrecieron en lo corrido del trimestre, a medida que se conocían los datos oficiales. Así, la inflación esperada para diciembre pasó de 2,57% en octubre a 2,24% en noviembre, y en diciembre volvió a disminuir a 1,86%.

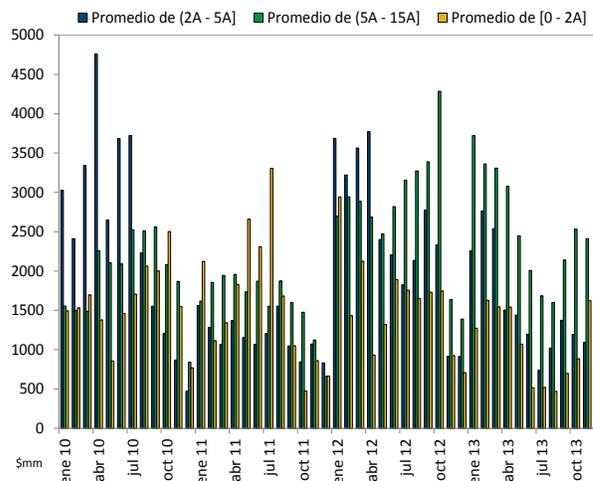
El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$5.097 miles de millones<sup>90</sup>, superior al observado en el mismo período del año 2012 (aproximadamente \$4.950 miles de millones) (Gráficos 43 y 44). En el Gráfico 43 puede observarse que, igual a lo ocurrido en los trimestres anteriores, este trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años), seguidos por los del tramo corto (plazos entre 0 y 2 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 30% a 25% entre el 3T13 y el 4T13, seguidos de los títulos que vencen en mayo de 2014, junio de 2016 y octubre de 2015, cuyas participaciones se ubicaron en 15%, 14% y 14%, respectivamente.

Cabe mencionar que durante el período analizado se publicaron algunas noticias relevantes que pudieron afectar el mercado de deuda pública. El 16 de octubre la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público aprobó un préstamo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por USD400 millones, el cual tiene como propósito financiar el programa de Fortalecimiento del Sistema Nacional de Formación de Capital Humano, orientado a mejorar la calidad y pertinencia de la formación del recurso humano como medio para incrementar la productividad laboral en el largo plazo. Adicionalmente, la Comisión otorgó *concepto previo favorable* a la Nación para contratar emprésti-

<sup>89</sup>La estabilidad en las expectativas con respecto a la tasa de referencia puede verse reflejada en la variación del IBR a 3 meses, el cual pasó de 3,27% a 3,25% entre el 31 de octubre y el 30 de diciembre. Asimismo, durante el trimestre su promedio fue 3,25%

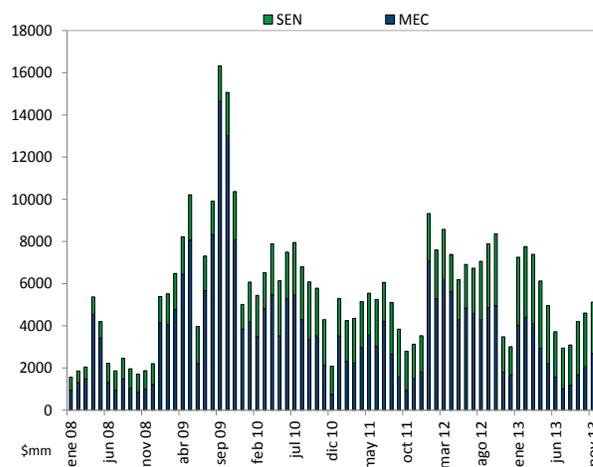
<sup>90</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 43: Monto promedio negociado por plazos de TES



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

Gráfico 44: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

tos por USD105 millones con la banca multilateral, de los cuales USD70 millones se destinarán a financiar el Programa de Fortalecimiento Institucional de las Entidades Territoriales, USD25 millones para el programa de Apoyo a la Participación Privada en Infraestructura, y USD10 millones para el programa de Apoyo a la

Implementación de la Política Nacional de Seguridad Vial.

Adicionalmente, en octubre se aprobó la Ley de Presupuesto General de Nación para 2014 cuyo monto será de \$203 billones (7,4 % más que en 2013), de los cuales \$113,8 billones (56,1 %) corresponden a gastos de funcionamiento, \$42,5 billones (20,9 %) al pago del servicio de la deuda y \$46,7 billones (23 %) para inversión.

Por otra parte, el 19 de noviembre inició la primera etapa del proceso de enajenación de acciones de ISAGEN, en la cual se realizaría la oferta de acciones al sector solidario<sup>91</sup> hasta el 20 de enero de 2014. En otro escenario, el 26 de noviembre el Ministro de Hacienda, Mauricio Cárdenas, anunció que la recaudación tributaria sería \$2 mil millones inferior a lo propuesto en el Plan Financiero 2013 (\$102.322 billones), de manera que los recaudos ascenderían a un monto cercano a los \$100,4 billones para el cierre de 2013<sup>92</sup>; sin embargo, aclaró que los resultados eran positivos y que el Gobierno cumpliría con la meta de déficit fiscal (\$17,051 billones).

### 6.3 Contratos de Futuros de TES

Durante el año, las negociaciones de los futuros de TES tuvieron un comportamiento en línea con el mercado de contado, disminuyendo a partir del mes de

<sup>91</sup>Según lo establecido por la Constitución Política (art. 60), la Ley 226 de 1995 (art. 3) y el Decreto 1609 de 2013 que define el programa de enajenación de las acciones, los Destinatarios de Condiciones Especiales o el Sector Solidario está conformado por: (i) los trabajadores activos y pensionados de ISAGEN; (ii) los ex trabajadores de ISAGEN, siempre y cuando no hayan sido desvinculados con justa causa; (iii) las asociaciones de empleados o ex empleados de ISAGEN; (iv) los sindicatos de trabajadores; (v) las federaciones de sindicatos de trabajadores y confederaciones de sindicatos de trabajadores; (vi) los fondos de empleados; (vii) los fondos mutuos de inversión; (viii) los fondos de cesantías y de pensiones; (ix) las entidades cooperativas definidas por la legislación cooperativa; y (x) las cajas de compensación familiar.

<sup>92</sup>Indicó además que el recaudo neto tributario al 22 de noviembre alcanzó un monto de \$94 billones.

mayo debido a temores sobre el recorte del estímulo monetario en Estados Unidos. Las transacciones de estos futuros aumentaron en un 64 % frente al año anterior, posiblemente impulsadas por la posibilidad de negociar sobre referencias específicas, aunque se debe resaltar que el 71 % de las negociaciones realizadas durante el año se realizaron entre enero y mayo. En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC presentaron leves incrementos durante el 4T13. El número de contratos negociados de futuros de TES<sup>93</sup> aumentó al pasar de 27.641 contratos en el 3T13 a 29.573 en el 4T13 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$7.393 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendían a 2.784 contratos el 30 de diciembre, la mayoría con vencimiento en el 2015.

### 6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

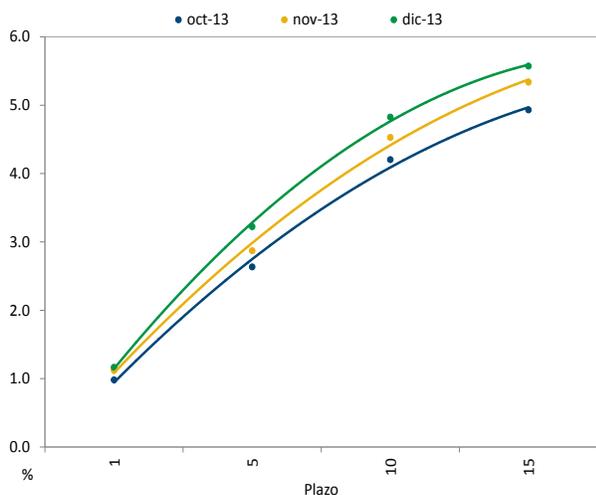
A lo largo del año, los bonos de deuda pública externa de los países de la región presentaron desvalorizaciones, principalmente en el segundo trimestre, lo que pudo estar relacionado, como se ha mencionado previamente, con la incertidumbre por el *tapering*. No obstante, en los casos de México y Perú los títulos de deuda de más corto plazo denominados en dólares presentaron valorizaciones.

Comparando los datos de finales de diciembre contra finales de septiembre, puede observarse que durante el 4T13 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron desvalorizaciones. No obstante, para el caso de Colombia, se valorizaron en el tramo medio de la curva, mientras que en México y Perú se valorizaron ligeramente los títulos del tramo corto (*Gráficos 45, 46 y 47*).

Las primas de riesgo para los países de la región en general tuvieron un comportamiento decreciente, com-

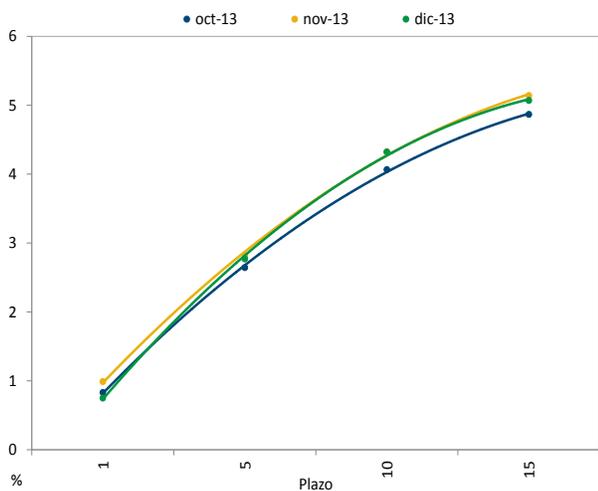
<sup>93</sup>Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

Gráfico 45: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

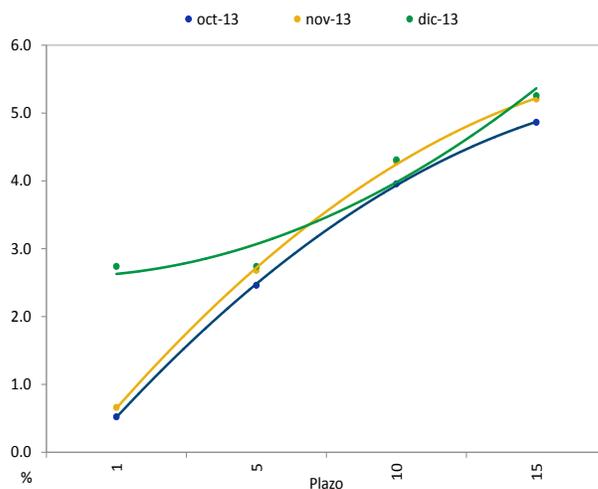
Gráfico 46: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

parando los últimos datos del trimestre con los últimos datos del trimestre anterior. De esta forma, durante el 4T13 el EMBI+ disminuyó 11,66 p.b. (3,33%), mien-

Gráfico 47: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

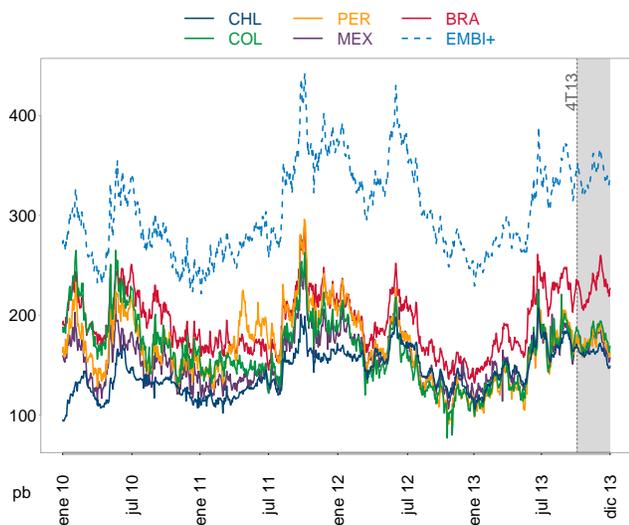
tras que los EMBI país, para la muestra de los países de la región, disminuyeron en promedio 16,8 p.b. (9,19%)<sup>94</sup> (Gráfico 48). Asimismo, los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 10,6 p.b. (9,3%)<sup>95</sup> (Gráfico 49). Adicionalmente, se destaca el caso de Brasil donde los CDS de bonos a 5 años aumentaron 17,07 p.b. (9,66%).

En cuanto a las calificaciones crediticias de los países de la región, el 3 de octubre *Moody's* cambió la perspectiva de la calificación de deuda de Brasil de *positiva* a *estable* (Baa2). La agencia afirmó que los principales indicadores de crédito de ese país se estaban deteriorando, especialmente los relacionados con deuda del Gobierno e inversión como porcentaje del PIB. Adicionalmente, señaló que existía evidencia de que el bajo crecimiento se extendería por un periodo de

<sup>94</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -19 p.b. (-10,11%), Brasil: -9 p.b. (-3,81%), México: -17 p.b. (-9,71%) y Perú -17 p.b. (-9,44%). EMBI Global Chile: -22 p.b. (-12,87%).

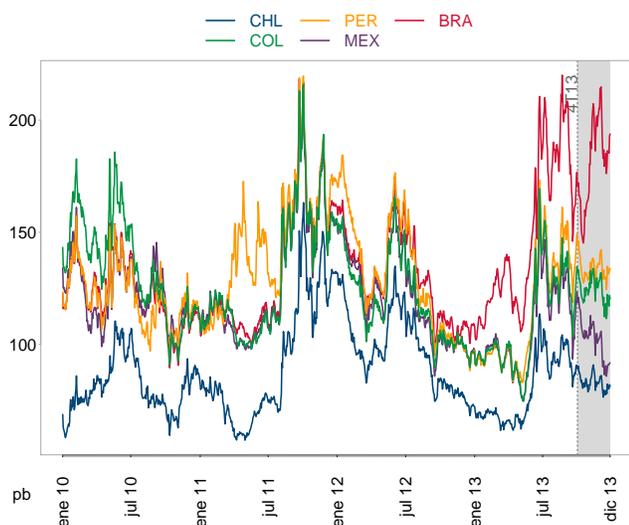
<sup>95</sup>Variaciones: Colombia: -14,33 p.b. (-10,64%), Brasil: 17,07 p.b. (9,66%), México: -31,49 p.b. (-25,54%), Chile: -8,28 p.b. (-9,24%) y Perú: -15,84 p.b. (-10,62%).

Gráfico 48: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

tiempo prolongado, y estimó que el crecimiento del PIB para 2013 y 2014 se ubicaría en niveles cercanos al 2%. Por otra parte, el 18 de octubre *Fitch Ratings* aumentó la calificación de deuda soberana de Ecua-

dor<sup>96</sup> de largo plazo de B- a B<sup>97</sup>. Según esta agencia, el cambio en la calificación fue resultado del continuo crecimiento del país, la estabilidad monetaria y financiera respaldada por la dolarización, y una relajación de los riesgos de financiamiento externo y fiscal, por el comportamiento favorable de los precios internacionales del petróleo y la disponibilidad de financiamiento bilateral con países como China. Posteriormente, el 23 de octubre *Fitch Ratings* aumentó la calificación de deuda soberana de Perú<sup>98</sup> de largo plazo en moneda extranjera de BBB a BBB+, y en moneda local de BBB+ a A-, con perspectiva *estable*. Se indicó que el cambio en la calificación reflejaba la fortaleza de los balances externos y fiscales del país, el continuo crecimiento de la economía por encima del observado en sus pares calificados como BBB, y un historial de estabilidad macroeconómica y financiera.

Adicionalmente, el 14 de diciembre *Standard and Poor's* disminuyó la calificación de deuda soberana de largo plazo en moneda local y extranjera de Venezuela<sup>99</sup> de B a B-, con perspectiva *negativa*. Acompañando la decisión, la agencia señaló que anticipaba un aumento de políticas economías “erráticas” e intervencionistas, y una mayor caída de las reservas internacionales que haría al país aún más sensible a los precios internacionales del petróleo. Luego, el 16 de diciembre *Moody's* disminuyó la calificación de deuda soberana de largo plazo en moneda local y extranjera para este mismo país de B1 a Caa1, con perspectiva *negativa*, indicando que la medida reflejaba los desequilibrios macroeconómicos cada vez más insostenibles que enfrentaba Venezuela, lo cual aumentaba considerablemente el riesgo de un colapso económico y financiero.

Finalmente, el 19 de diciembre *Standard and Poor's* aumentó la calificación de deuda soberana de México<sup>100</sup> de largo plazo en moneda local de A- a A y en

<sup>96</sup>La calificación para Ecuador de *Moody's* era Caa1 y de *Standard and Poor's* era B.

<sup>97</sup>Junto con la medida, revisó la perspectiva de *positiva* a *estable*

<sup>98</sup>La calificación para Perú de *Moody's* era Baa2 y de *Standard and Poor's* era BBB+.

<sup>99</sup>La calificación para Venezuela de *Fitch Ratings* era B+.

<sup>100</sup>La calificación para México de *Fitch Ratings* era BBB+ y de

moneda extranjera de BBB a BBB+, con perspectiva *estable*. Con relación a lo anterior, la agencia indicó que la decisión estaba influenciada por la aprobación de la reforma energética en el Congreso que había abierto las puertas a la inversión privada en la explotación de hidrocarburos. Además, la agencia destacó algunos cambios en el marco fiscal que estimularían el crecimiento y la flexibilidad fiscal en el mediano plazo, y señaló que la calificación reflejaba un historial de políticas fiscales y monetarias cautelosas que habían favorecido a que el país presentara bajos niveles de endeudamiento público e inflación.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

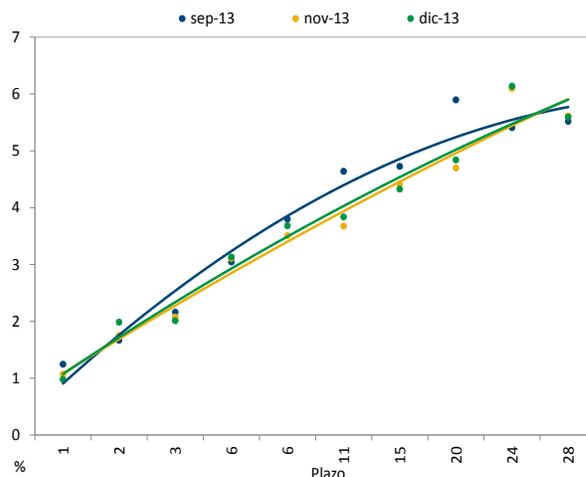
Para el 2013, la deuda pública externa de Colombia estuvo en línea con el comportamiento de la región, de manera que se desvalorizaron tanto para los bonos denominados en dólares como los TES Globales. Del mismo modo, las mayores desvalorizaciones se dieron principalmente en el segundo trimestre del año.

Al comparar los datos de finales de diciembre con los de finales de septiembre, se encuentra que durante el 4T13 los bonos de la deuda externa colombiana en dólares presentaron valorizaciones en el tramo medio de la curva de rendimientos, mientras que se desvalorizaron en los tramos corto y largo (Gráficos 50 y 51). Por otra parte, la deuda externa denominada en pesos se desvalorizó, con excepción de los TES Globales que vencen en 2015.

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, en comparación con los últimos datos del trimestre anterior, el EMBI+ Colombia y los CDS a 5 años presentaron disminuciones de 19 p.b. (10,11 %) y 14,33 p.b. (10,64 %), respectivamente, conducta relacionada principalmente con las mejores condiciones de riesgo a nivel internacional. Por otra parte, como se mencionó previamente, *Fitch Ratings* mejoró de la calificación de la deuda soberana de Colombia de BBB- a BBB.

Moody's era Baa1.

Gráfico 50: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 51: Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia

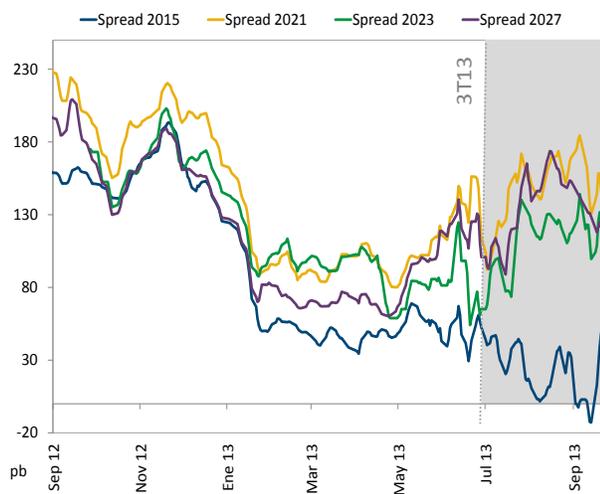


Fuente: Bloomberg.

En línea con lo anterior, otro factor a destacar fue la aprobación por parte de la Comisión Interparlamentaria de Crédito Público de un préstamo con el BID por

USD400 millones y el *concepto previo favorable* para contratar empréstitos por USD105 millones con la banca multilateral, previamente señalados.

Gráfico 52: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 52 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denominados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre, el *spread* cayó para todos los pazos, lo que puede ser explicado por desvalorizaciones de los TES Globales frente a las valorizaciones de los TES locales.

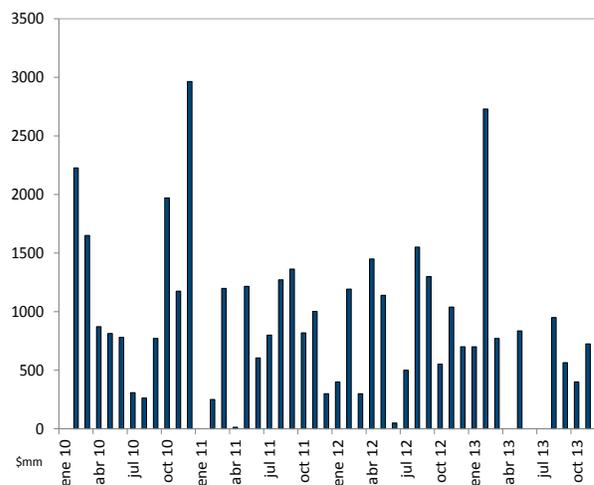
## 7 Mercado de Deuda Privada

Las emisiones de deuda privada disminuyeron en 2013 en 9% frente al año anterior especialmente ante los bajos montos colocados en los trimestres anteriores. Lo anterior, pudo ser consecuencia de la publicación del proyecto de decreto de rentabilidad mínima para los fondos de pensiones obligatorios y la disminución de la confianza ante la liquidación de la comisionista Interbolsa, entre otros factores de mercado. Las emisio-

nes del sector financiero disminuyeron 25% frente al año anterior, ya que incluso en el 3T13 no realizaron colocaciones, mientras que las colocaciones del sector no financiero aumentaron 12%.

Durante el 4T13 la dinámica del mercado primario de deuda privada mejoró con respecto a los trimestres anteriores, presentando un aumento de 79% en el monto colocado frente al observado en el trimestre inmediatamente anterior, con un monto trimestral equivalente a \$2.710 miles de millones<sup>101</sup> (ant: \$1.505 miles de millones) (Gráfico 53). Cabe destacar que el nivel de colocaciones del 4T13 frente al 4T12 presentaron un aumento de 18%.

Gráfico 53: Monto Total Colocado (2010 - 2013)



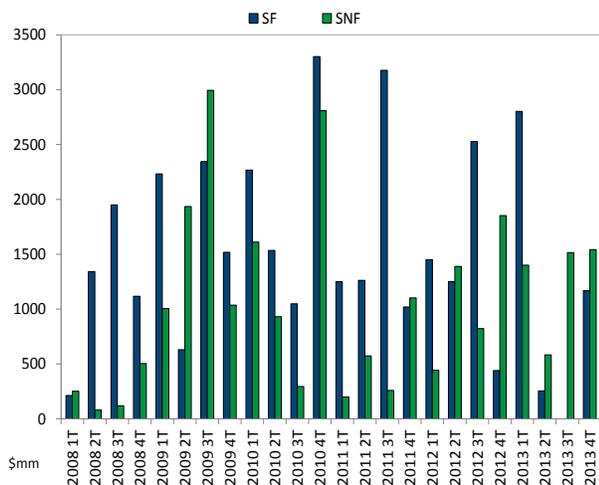
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

En el periodo analizado, el sector financiero tuvo una participación de 43% en el monto colocado, después que el trimestre anterior no presentó colocaciones<sup>102</sup>. Por otra parte, el sector no financiero tuvo una participación de 57% en los montos colocados, con un

<sup>101</sup>Este monto equivale a 1,23 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

<sup>102</sup>Las colocaciones del sector financiero durante el trimestre fueron de \$1.168 miles de millones, que equivale a 0,9 veces su promedio histórico de colocaciones.

Gráfico 54: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

monto de \$1.542 miles de millones<sup>103</sup> que equivale a 1,68 veces su promedio histórico(Gráfico 54).

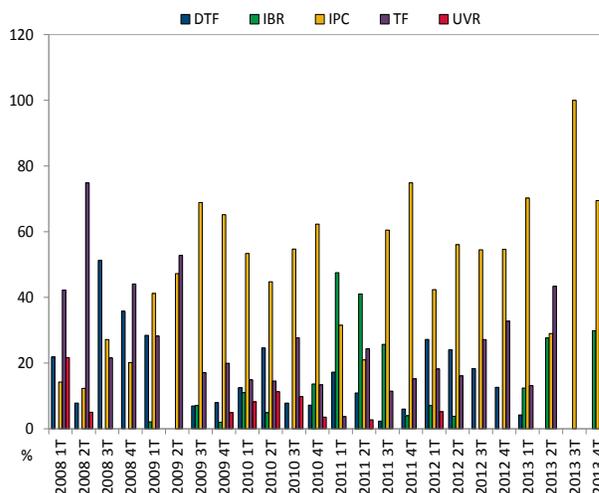
Durante el trimestre las colocaciones fueron realizadas por las siguientes entidades: Banco Popular (tres colocaciones por \$400 mil millones), Codensa (cuatro colocaciones por \$375 mil millones), Banco de Occidente (tres colocaciones por \$350 mil millones), Empresas Públicas de Medellín (tres colocaciones por \$367 mil millones), Davivienda (dos colocaciones por \$400 mil millones), Celsia (cuatro colocaciones por \$800 mil millones) y Credifamilia Compañía de Financiamiento (una colocación de \$18 mil millones) . Dichas colocaciones estuvieron atadas a IPC y UVR en plazos mayores a 4 años, y al IBR en plazos cortos<sup>104</sup>, lo cual representó una mayor diversificación frente al trimestre anterior cuando el 97% de las colocaciones fueron atadas a IPC (Gráfico 55). Respecto al plazo de dichas colocaciones, el 29% fue a plazos entre 2 y 5 años, seguido por colocaciones entre 5 y 10 años

<sup>103</sup>Las colocaciones del sector no financiero aumentaron en 2% frente al trimestre anterior.

<sup>104</sup>Respecto al monto colocado, durante el trimestre el 69,5% del monto colocado estuvo atado al IPC, el 0,67% al UVR y el restante 29,8% al IBR.

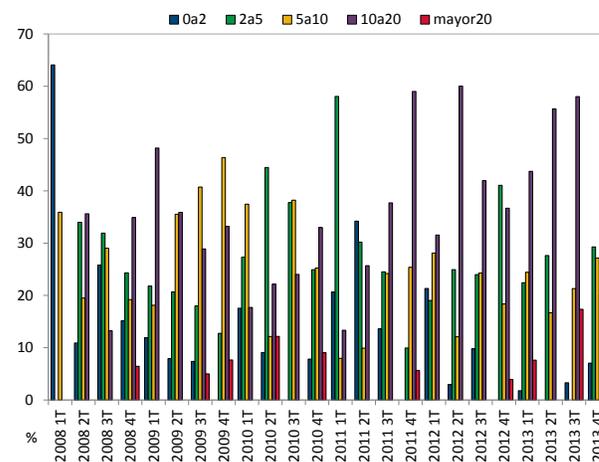
(27%), mayores a 10 años (37%), y colocaciones con un plazo menor a 2 años (7%) (Gráfico 56).

Gráfico 55: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 56: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



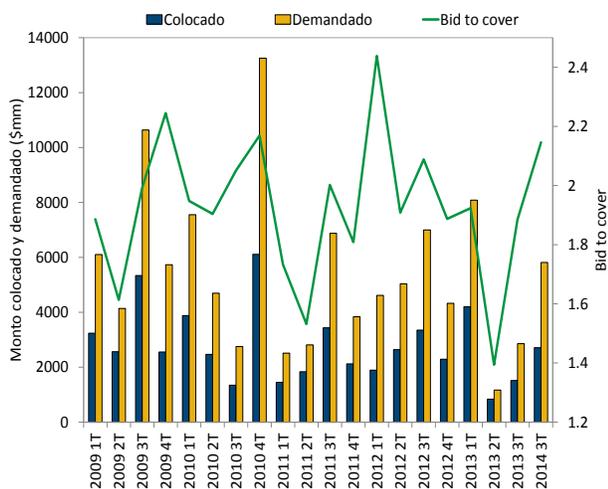
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

De otra parte, en línea con el comportamiento del mercado, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas aumentó respecto al trimestre anterior (25 p.b.); la demanda por

colocaciones (\$5.815 miles de millones) fue 2,14 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$2.855 miles de millones, 1,89 veces) (Gráfico 57).

Adicionalmente, el monto negociado sobre títulos de deuda privada en el mercado secundario disminuyó 35% frente al trimestre anterior y un 55% frente al cuarto trimestre de 2012. Esta disminución se dio principalmente en las negociaciones de simultáneas que cayeron 32% y 58% frente al trimestre anterior, y al mismo trimestre del año anterior respectivamente.

Gráfico 57: Monto Colocado VS Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el cuarto trimestre de 2013, la tasa o margen promedio de las colocaciones de deuda privada atadas al IPC, aumentó para los plazos mayores a 10 años, y especialmente para los plazos mayores a 20 años (Gráfico 58). Adicionalmente, durante este trimestre la tasa promedio de las colocaciones atadas a IBR aumentó frente a los trimestres anteriores.

Gráfico 58: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

En lo corrido del año la valorización de las bolsas de los países desarrollados estuvo influenciada principalmente por la publicación de datos económicos positivos, los programas de estímulos monetarios de varios bancos centrales y los bajos niveles de percepción de riesgo<sup>105</sup>. De otra parte, la desvalorización en el año de los índices accionarios de América Latina estuvo influenciada por la disminución en el precio de productos minerales, la reducción en las proyecciones de crecimiento de la región y las expectativas en torno al *tapering*. En 2013 todas las bolsas de la región se desvalorizaron: 23,6% la de Perú, 15,5% la de Brasil, 14,0% la de Chile, 11,2% la de Colombia y 2,2% la de México.

Durante el cuarto trimestre de 2013 los índices accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones, mientras que los índices de los países de América Latina, con excepción de México, presentaron desvalorizaciones. Las valorizaciones se dieron principalmen-

<sup>105</sup>El VIX se ubicó en promedio en el año en 14,2 (en 2012 fue en promedio de 17,8 y en 2011 de 24,2) y el VSTOXX en 18,5 (en 2012 fue en promedio de 24,6 y en 2011 de 30,1).

te por la reducción de la percepción de riesgo internacional (que alcanzó niveles mínimos no observados desde antes de la crisis de 2008) ante la publicación de datos positivos y mejores perspectivas económicas.

En Estados Unidos, las bolsas se valorizaron en el trimestre y alcanzaron niveles máximos históricos<sup>106</sup>, impulsadas por datos positivos de actividad económica<sup>107</sup>, datos corporativos positivos y el acuerdo en torno al presupuesto fiscal y la suspensión del límite de endeudamiento hasta el 15 de enero y el 7 de febrero de 2014, respectivamente. En Europa, el Eurostoxx se valorizó 7,5 % durante el cuarto trimestre, influenciado por datos económicos positivos<sup>108</sup>, la reducción de la tasa de interés de referencia a mínimos históricos y la mejora de calificación y perspectiva de deuda de algunos países europeos<sup>109</sup>. Por otra parte, la valorización del índice Nikkei en Japón (12,7 %) estuvo impulsada por la publicación de algunos datos positivos de crecimiento, producción y empleo, y por las medidas económicas adoptadas por el Gobierno para fomentar la demanda del sector privado<sup>110</sup> (Gráfico 59).

<sup>106</sup>El S&P500 se valorizó 9,9% y el Dow Jones 9,6% y el Nasdaq 10,7%.

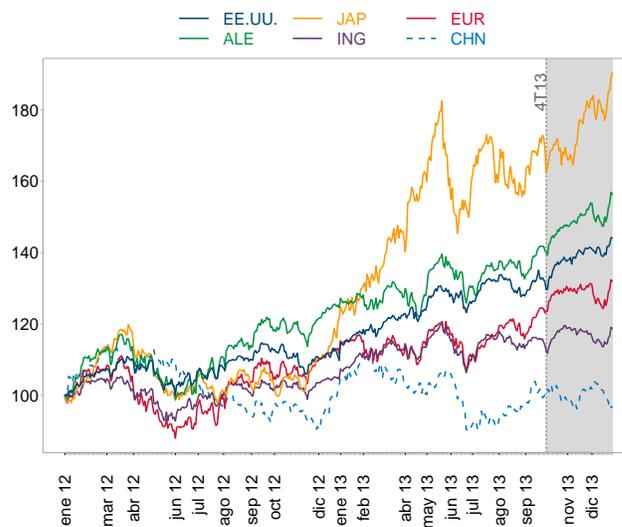
<sup>107</sup>El ISM manufacturero de septiembre se ubicó en 56,2 y el de octubre en 57,3, el nivel más alto observado desde abril de 2011. El PIB del tercer trimestre registró un crecimiento de 2,8% que fue superior al esperado por el mercado.

<sup>108</sup>El PMI compuesto de septiembre se ubicó en 52,2, el nivel más alto observado desde junio de 2011. La producción industrial de agosto aumentó 1%, el mayor incremento desde julio de 2011. El PIB del Reino Unido creció en el tercer trimestre 0,8%, el mayor crecimiento en tres años, y el PIB de España 0,1%, la primera expansión desde el primer trimestre de 2011. Las proyecciones de crecimiento económico del Gobierno británico aumentaron para 2013 y para 2014 de 0,6% a 1,4% y de 1,8% a 2,4%, respectivamente; mientras que las del Banco Central de Francia aumentaron para el cuarto trimestre de 2013 de 0,4% a 0,5%.

<sup>109</sup>Fitch Ratings mejoró la perspectiva de la calificación de deuda de largo y corto plazo de España de negativa a estable y afirmó su calificación de largo plazo en moneda extranjera en BBB; Moody's cambió la perspectiva de calificación de deuda de largo plazo de Portugal de negativa a estable y aumentó la calificación de deuda de Grecia de Caa3 a C con perspectiva estable; Standard and Poor's aumentó la calificación de deuda soberana de Chipre de largo y corto plazo en moneda local y extranjera de CCC+ a B- con perspectiva estable.

<sup>110</sup>El Gobierno anunció una serie de medidas por JPY18,6 billones (USD182 millones) con el fin de mitigar el efecto negativo del impuesto al consumo sobre la demanda. Con el paquete economi-

Gráfico 59: Índices accionarios países desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

En América Latina, los índices accionarios de Colombia, Chile, Brasil y Perú presentaron desvalorizaciones en el trimestre de 7,0%, 3,3%, 1,6% y 1,0%, respectivamente (Gráfico 60), influenciados por la reducción en el precio de algunos *commodities*, las menores expectativas de crecimiento de la región para 2013<sup>111</sup>, la incertidumbre sobre el “*tapering*”. La desvalorización del índice en Colombia se dio a pesar de la mejora en la calificación de deuda y de la publicación de datos positivos de confianza del consumidor, de empleo y de crecimiento, y estuvo afectada por la desvalorización de la acción de Ecopetrol de 15,5%. La desvalorización de la acción de Ecopetrol estuvo asociada a que el mercado especulaba sobre una posible emisión de acciones para cubrir los proyectos contemplados en el

co el Gobierno busca garantizar el retorno a una senda de crecimiento sólida, fomentando la demanda del sector privado. Dentro de las medidas específicas están: i) medidas para fortalecer la competitividad, a través de la promoción de inversiones e innovación (JPY13,1 billones); ii) políticas para mujeres, población joven y adulta, y discapacitados (JPY0,4 billones); iii) aceleración de las medidas para la reconstrucción y prevención de desastres (JPY4,5 billones), y iv) medidas para reducir el impacto de los impuestos sobre las personas de bajos ingresos (JPY0,6 billones)

<sup>111</sup>La CEPAL disminuyó su estimación de crecimiento de América Latina para 2013 de 3% a 2,6%.

plan de inversiones de 2014 de la compañía, debido a que los ingresos proyectados no se consideraban suficientes. En Brasil la desvalorización del índice accionario pudo estar también influenciada por el cambio en la perspectiva de calificación de deuda de Brasil de positiva a estable, los datos negativos de crecimiento y una importante salida de capitales<sup>112</sup>. Al igual que las bolsas de Latinoamérica, el Shanghai Index se desvalorizó 2,7% en el trimestre, a pesar de que los indicadores recientes confirmaban un mayor dinamismo de la actividad económica del país.

De otra parte, la valorización del MEXBOL de México de 6,3% pudo estar soportada por el aumento en la calificación de deuda por parte de Standard and Poor's<sup>113</sup>, la aprobación por la Cámara de diputados del proyecto de reforma fiscal que busca fortalecer la estabilidad macroeconómica y dar credibilidad y transparencia a las finanzas públicas, la aprobación de la reforma energética en el Congreso (la cual abre la puerta a capitales privados en la explotación de hidrocarburos) y la mejora en las perspectivas económicas de la economía estadounidense.

En el Gráfico 61 se puede observar que el promedio de los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región en el cuarto trimestre de 2013 fue inferior al promedio observado en el tercer trimestre del año para todos los países de la región<sup>114</sup>. El IBOV de Brasil fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre, seguido por el IGBVL de Perú, el MEXBOL de México, el IPSA de Chile y el IGBC de Colombia.

<sup>112</sup>En octubre las salidas de divisas fueron de USD6.200 m (la mayor salida mensual registrada en el año); entre el 2 y el 13 de diciembre los flujos cambiarios registraron salidas de USD4.230 millones; y en lo corrido del año de USD7.711 millones.

<sup>113</sup>Aumentó la calificación de deuda soberana de largo plazo en moneda local de A- a A y en moneda extranjera de BBB a BBB con perspectiva estable.

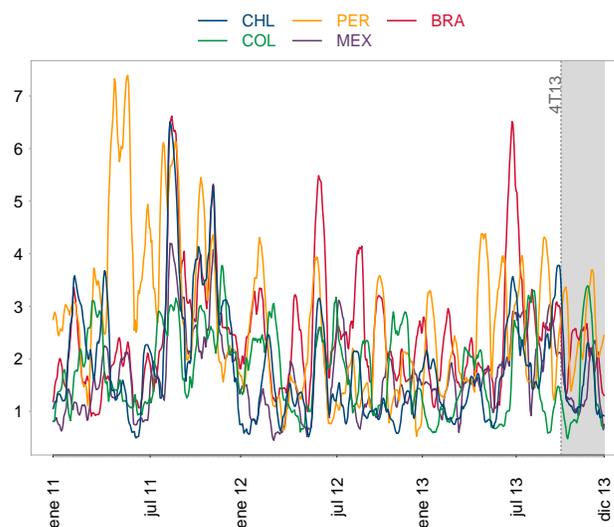
<sup>114</sup>En términos de promedios, el coeficiente de variación del IPSA de Chile disminuyó 36% (de 2,32 a 1,48), el IGBC de Colombia 20% (de 1,92 a 1,55), el IGBVL de Perú 5% (de 2,69 a 2,55), el MEXBOL de México 40% (de 2,35 a 1,41) y el IBOV de Brasil 30% (de 3,0 a 2,09).

Gráfico 60: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

Gráfico 61: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



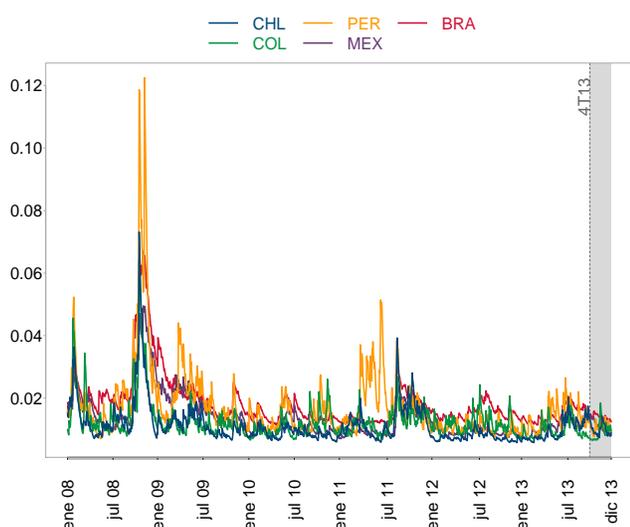
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. Ventana móvil de 20 días.

En materia de volatilidad condicional<sup>115</sup>, durante el 4T13 el promedio en la región se redujo 11% respecto

<sup>115</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

al trimestre anterior; las mayores reducciones en el trimestre fueron la del IPSA de Chile, que se redujo 25 % en el trimestre y la del IGBVL de Perú que se redujo 23 %. El IBOV de Brasil fue el índice que presentó la mayor volatilidad condicional durante el trimestre, seguido por el MEXBOL de México, el IGBVL de Perú, el IPSA de Chile y el IGBC de Colombia <sup>116</sup>. El IGBC de Colombia fue índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo (Gráfico 62).

Gráfico 62: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

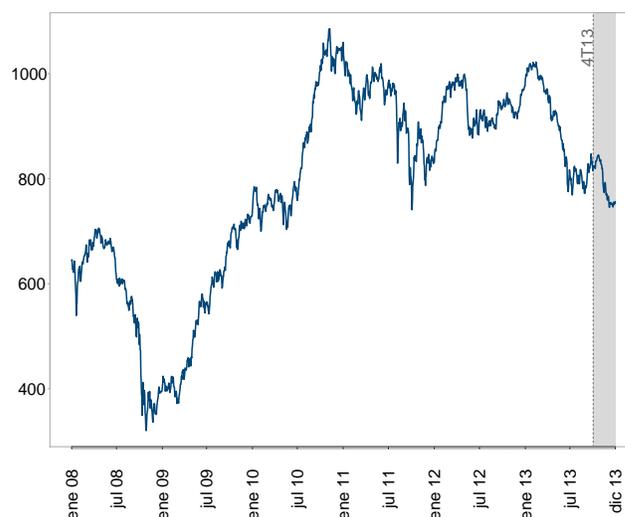
En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)<sup>117</sup>, durante el 4T13 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones en el mercado MILA por \$3.990 millones (ventas de \$8.436 millones y compras de \$4.446 millones), frente a ventas netas de \$1.725 millones, \$396 millones y \$5.067 millones observadas en el 3T13, 2T13 y 1T13, respectivamente. Es importante anotar que en el periodo el 99 % de las compras y el 99 % de las ventas fueron de activos colombianos. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en

<sup>116</sup>La volatilidad condicional del IBOV de Brasil fue 0.014, la del MEXBOL de México 0,0109, la del IGBVL de Perú 0,0108, la del IPSA de Chile 0,0098 y la del IGBC de Colombia 0,0095.

<sup>117</sup>Fuente: MILA.

este mercado (Gráfico 63) presentó una disminución de 7,3 % durante el cuarto trimestre.

Gráfico 63: S&P MILA 40

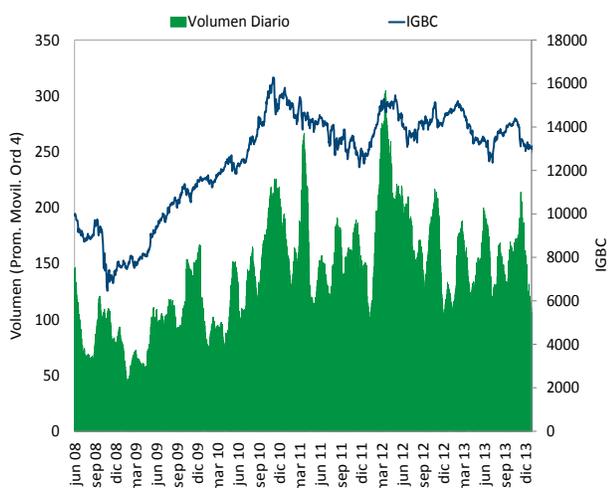


Fuente: Bloomberg.

En Colombia, el promedio diario negociado durante el trimestre en el mercado accionario fue de \$152 miles de millones, similar al observado en los demás trimestres del año (\$150 miles de millones, \$159 miles de millones y \$148 miles de millones, respectivamente). El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron desvalorizaciones durante el periodo analizado de 7,5 %, 8,6 % y 4,9 % respectivamente. Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el cuarto trimestre de 2013 fueron los programas ADR, los fondos de pensiones y cesantías y los agentes extranjeros, que ofrecieron en neto \$379 mil millones, \$339 mil millones y \$109 mil millones, respectivamente. Por otra parte, los principales demandantes netos fueron las sociedades comisionistas de bolsa, las personas naturales, el sector real y las compañías de seguros, que demandaron \$468 mil millones, \$171 mil millones, \$105 mil millones y \$41 mil millones respectivamente.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 69 contratos frente a

Gráfico 64: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

89 contratos negociados en el 3T12<sup>118</sup> y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

Con datos estimados del PIB de 2012<sup>119</sup> y datos de capitalización bursátil a noviembre 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 65 se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 100 % de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región, seguido por el de las bolsas de Colombia (56,2 %), Brasil (47,0 %), México (44,2 %) y Perú (38,2 %).

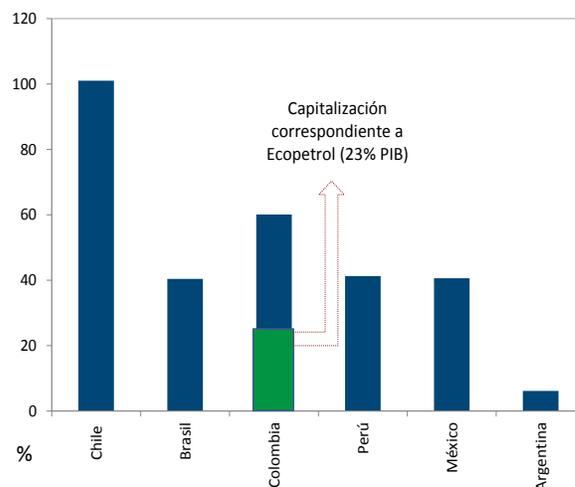
Según el indicador de velocidad de rotación calculado a noviembre de 2013<sup>120</sup>, en la región la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 61,3 %; seguida por las bolsas de México (27,6 %), Chile (11,5 %), Colombia (8,1 %) y

<sup>118</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.

<sup>119</sup>Fuente: FMI.

<sup>120</sup>Este 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. Fuente: World Federation of Exchanges.

Gráfico 65: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

Perú (2,8 %).

En el cuarto trimestre de 2013, el Banco de Bogotá terminó el proceso de emisión de acciones, iniciado el 20 de noviembre, en el que logró colocar en el mercado \$1,3 billones y logró una capitalización bursátil aproximada de \$11,5 billones. De otra parte, el Grupo Aval inició una colocación de acciones ordinarias por un monto aproximado de \$2,4 billones, que se extenderá hasta el 9 de enero de 2014; Biomax Biocombustibles S.A. realizó una colocación privada de acciones por \$54,1 mm; y Avianca Holdings realizó la emisión de acciones preferenciales en el mercado estadounidense por un monto aproximado de USD408,5 millones.