



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2013

Banco de la República

Octubre de 2013

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

Nathali Cardozo
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

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado cambiario	6
2.2	Mercado monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	13
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	16
6	Mercado Monetario y Renta Fija	18
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	18
6.2	Mercado de Deuda Pública	23
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	23
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	24
6.3	Contratos de Futuros de TES	28
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	28
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	30
7	Mercado de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	34

Índice de Gráficos

1	Indices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa	8
2	Tasa de política monetaria e interbancaria de EE.UU.	10
3	Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro	10
4	Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra	10
5	CDS a 5 años de algunos países emergentes	11
6	Índices de Confianza	11
7	Índice de Confianza de la Economía (ICEA)	12
8	Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	13
9	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna	13
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	14
11	VIX vs. Índices de Monedas	14
12	Tasas de Cambio LATAM	14
13	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	16
14	COP/USD - LACI - VIX	17
15	Posición propia de contado, Posición propia y Obligaciones Netas a Futuro	18
16	Forwards y Futuros CRCC	18
17	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	19
18	Indice de Precios al Consumidor	20
19	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	21
20	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	21
21	Promedio Mensual de Saldos Diarios	21
22	Tasas de Interés Activa y Pasiva	21
23	Margen de Intermediación	22
24	Crecimiento Anual de Cartera	22
25	Curva Cero Cupón EE.UU.	23
26	Curvas Cero Cupón Países de la Región	24
27	Proyección de Vencimientos TES	25
28	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	25
29	Curvas Spot Colombia. Dic. 2012, Feb. 2013 y Mar. 2013	26
30	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	26
31	Monto promedio negociado por plazos de TES	27
32	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	27
33	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	28
34	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	28
35	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	29
36	Spreads Deuda Soberana LATAM	29
37	Credit Default Swaps 5 años	29
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	30
39	Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia	30
40	TES Globales vs TES locales	31
41	Monto Total Colocado (2010 - 2013)	32
42	Monto Colocado por Sector	32
43	Colocaciones por Tasa de Interés	32

44	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	33
45	Monto Colocado VS Monto Demandado	33
46	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	33
47	Indices accionarios países desarrollados	34
48	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	35
49	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	35
50	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	35
51	S&P MILA 40	36
52	IGBC y Volumen Transado Diario	36
53	Capitalización Bursátil/PIB	37

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	10
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	14
3	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	15
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	16
5	Precio de Productos Básicos (en dólares)	16
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM	19
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2013	20
8	Crecimiento 2T13 y Expectativas para 2013	20

1 Introducción

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

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

El análisis del presente documento se centra en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2013. En este periodo, la percepción de riesgo a nivel internacional presentó tres comportamientos asociados principalmente a los anuncios de la Reserva Federal (Fed) respecto al programa de estímulo monetario. En primer lugar la percepción de riesgo disminuyó en julio ante expectativas de que el recorte del programa de la Fed pudiera postergarse y ante mejores datos económicos de Europa y China. En segundo lugar aumentó hasta finales de agosto debido a que la expectativa de un retiro antes de lo esperado en el mes de julio se incrementó, y adicionalmente ante la posibilidad de una intervención militar en Siria por parte de EE.UU.. Por último, desde el 21 de agosto cuando se publicaron las minutas de la Fed y los agentes descontaron un menor ritmo de retiro del programa, la percepción de riesgo volvió a caer. Por otra parte, en este periodo los bancos centrales de Japón, Reino Unido y la Zona Euro, continuaron respaldando los programas de estímulo monetario. Además, los bancos centrales de algunas economías emergentes tomaron medidas para controlar algunos problemas inflacionarios y mitigar los efectos de una posible salida de capitales de sus mercados ante los anuncios de la Fed.

En el contexto anterior, en promedio el dólar se debilitó frente a sus principales cruces y respecto a las monedas de algunos países emergentes, los índices accionarios de países desarrollados aumentaron al igual que los de emergentes, y los bonos de deuda pública tanto interna como externa de los países de la región presentaron un comportamiento mixto a lo largo de las curvas. A nivel local, la percepción de riesgo de algunos agentes se deterioró, los bonos de deuda pública interna se desvalorizaron, las colocaciones de deuda privada aumentaron y el IGBC se valorizó.

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 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 el tercer trimestre de 2013 (3T13) en promedio el dólar se debilitó frente a sus principales cruces. Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el dólar neozelandés, el zloty polaco y libra esterlina. Por su parte, las monedas de la región presentaron resultados mixtos y su comportamiento estuvo asociado principalmente a la evolución de la percepción de riesgo internacional.

2.2 Mercado monetario

En el 3T13 continuaron los estímulos monetarios en países desarrollados. Por un lado la Fed mantuvo inalterado el programa de compras de títulos, y afirmó que de acuerdo a la evolución del empleo y la inflación este podría modificarse. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,5% y anunció que su programa de compra de activos dependerá del comportamiento del empleo. El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo su tasa de interés en un mínimo histórico de 0,5%. De otro lado, el Banco Central de Japón mantuvo su política de control de la base monetaria como instrumento principal de política.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Colombia, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria durante el tercer trimestre de 2013. Por su parte, los bancos centrales de Brasil y México las modificaron. En Brasil, el banco central anunció incrementos que en total sumaron 100 p.b. dejando la tasa en 9,0%. En México, por el contrario, el banco central recortó la tasa 25 p.b., de tal manera que ésta se ubicó en 3,75%.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En cuanto a los mercados de deuda pública interna, en el 3T13 su comportamiento estuvo altamente influenciado por la incertidumbre con respecto al programa de compra de activos de la Reserva Federal. Sin embargo, ante diferencias en los contextos macroeconómicos y las posturas de política monetaria de cada país, la evolución de cada mercado presentó particularidades. En el caso de Colombia, los bonos experimentaron desvalorizaciones hasta agosto, dado que algunos agentes consideraban probable que en septiembre comenzara el retiro gradual del estímulo monetario de EE.UU., pero se valorizaron de nuevo cuando esta posibilidad fue descartada. Adicionalmente, a nivel local dejó de ser una preocupación de este año el impacto que tendría sobre el mercado la modificación del cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias, puesto que el proyecto fue aplazado para 2014. En Latinoamérica, Brasil se comportó de forma diferente a los demás países de la región, puesto que debido a la inflación y a los incrementos en la tasa de política monetaria, los títulos se desvalorizaron en todos los plazos.

En cuanto a los bonos del Tesoro de EE.UU., al comparar las tasas de finales de junio con las del 30 de septiembre de 2013, se encuentra que las de corto y mediano plazo disminuyeron levemente, mientras que las de largo plazo presentaron incrementos. Durante el trimestre, estas tasas no presentaron un comportamiento definido ante el constante cambio en las expectativas con respecto al momento en que comenzaría la disminución gradual del programa

de compra de activos por parte de la Reserva Federal. Es importante mencionar que al finalizar septiembre, las tasas de los bonos de mas corto plazo (T-bills) se incrementaron ante preocupaciones sobre las discusiones del presupuesto y el techo de la deuda de EE.UU..

Por otro lado, durante el trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región, incluyendo los de Colombia, presentaron algunas desvalorizaciones, exceptuando Perú. La tendencia de la región estuvo asociada a la incertidumbre internacional generada sobre las decisiones de política monetaria de EEUU, que reflejó un menor apetito por activos de emergentes en algunos periodos y recuperaciones luego de que la Fed mantuviera inalterado su programa de estímulo monetario. Cabe destacar que durante este periodo, Moody's cambió la perspectiva de la calificación de deuda soberana de Colombia de estable a positiva, mientras que Standard and Poor's aumentó la calificación de deuda de Perú y recortó la calificación de deuda soberana de Argentina.

2.4 Mercado accionario

Durante el 3T13, se presentó una valorización de la mayoría de índices accionarios tanto de países desarrollados como de países emergentes, comportamiento que estuvo influenciado por la disminución de la percepción de riesgo internacional ante la continuidad del programa de compra de activos en EE.UU. que ha mantenido la confianza de los inversionistas sobre algunas economías emergentes, y el aumento de los precios de las materias primas. En Estados Unidos, la valorización ¹ fue impulsada por datos positivos de actividad económica y la mejora en la perspectiva de la calificación de deuda de Estados Unidos por parte de Moody's². En América Latina, las bolsas presentaron comportamientos mixtos, presentando valorizaciones los índices accionarios de Brasil, Colombia y Perú, y desvalorizaciones los índices de México y Chile; el comportamiento de las bolsas de la región estuvo asociado principalmente a la evolución de la percepción de riesgo y el precio de los commodities, aunque se destacan algunos factores particulares de cada mercado.

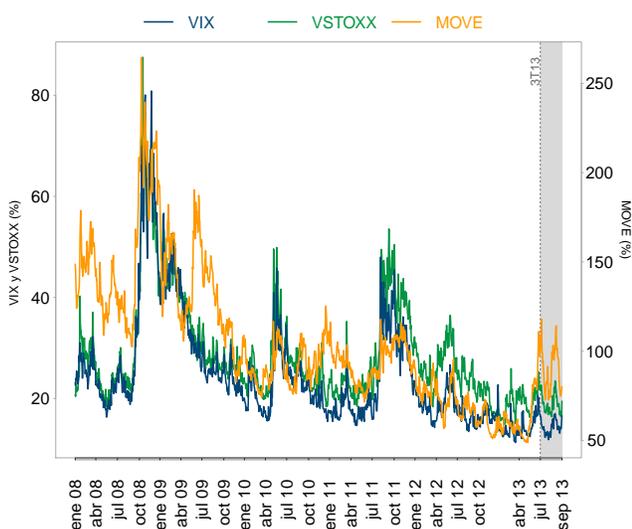
¹Durante el 3T13 aumentaron el Dow Jones 1,5%, el Nasdaq 10.8% y el S&P 4,7%.

²Moody's cambió la perspectiva de la calificación de deuda de Estados Unidos de negativa a estable y afirmó el nivel de Aaa.

3 Entorno internacional

A lo largo del tercer trimestre de 2013 (3T13) la percepción de riesgo a nivel internacional presentó tres comportamientos definidos y al finalizar el trimestre disminuyó levemente respecto a lo observado al final del trimestre anterior³ (Gráfico 1). El comportamiento de la percepción de riesgo estuvo influenciado por varios factores entre los que se destacan: i) incertidumbre en torno al inicio de la reducción del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal (Fed), ii) incertidumbre política respecto a una intervención militar en Siria por parte de EE.UU. y iii) datos económicos positivos en Europa, Reino Unido, Japón y China.

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



Fuente: Bloomberg.

En primer lugar, durante julio, la percepción de riesgo disminuyó ante declaraciones de la Fed y Ben Bernanke en donde se planteó que si bien la tasa de desempleo había registrado un mejor comportamiento aún se mantenía elevada y que la inflación por debajo del rango meta representaban riesgos para la recuperación económica. De esta manera se señaló que la

³En el periodo analizado el VIX pasó de 16,86% a 16,6% y el VSTOXX pasó de 21,81% a 19,45%.

política monetaria expansiva seguía siendo apropiada. Además, durante el mes se observaron datos positivos tanto en Europa como en China. Particularmente, el Banco Central de China tomó medidas⁴ para mitigar el problema de liquidez que se había registrado desde finales de mayo y en Europa el sector manufacturero se expandió después de 2 años de contracciones⁵.

En segundo lugar, entre los últimos días de julio y finales de agosto la percepción de riesgo aumentó ante de la discusión interna que se observó en las minutas de la Fed, publicadas en julio, respecto al inicio de las reducciones del programa de estímulo. Particularmente, esta discusión estuvo relacionada a la manera en la que el comité debía comunicar al mercado los posibles movimientos en el programa de compras y a los riesgos que éste podría generar sobre la inflación y la estabilidad financiera⁶. De esta manera el mercado aumentó sus expectativas de que el inicio de la reducción del programa se llevaría a cabo en la reunión de septiembre. A lo anterior se sumó la incertidumbre política a nivel mundial ante una eventual intervención militar por parte de EE.UU. en este Siria.

En tercer lugar, luego de que se publicaran las minutas de la Fed a finales de agosto, en las cuales se señaló que el programa de compras continuará hasta que el mercado laboral haya mejorado sustancialmente en un contexto de estabilidad de precios, y que la política fiscal y los aumentos en las tasas hipotecarias estaban restringiendo el crecimiento económico, la percepción de riesgo volvió a disminuir ante las menores expectativas de un recorte acelerado del programa. En línea con lo anterior, la disminución en la percepción de riesgo se reafirmó cuando la Fed mantuvo inalte-

⁴El Banco Central removió el piso sobre las tasas de préstamos establecido en el 70% de la tasa de política monetaria (6%), excepto para el mercado hipotecario, y removió el límite máximo sobre las tasas de préstamos ofrecidas por cooperativas rurales establecido en 230% (porcentaje de la tasa de política monetaria).

⁵En julio, el índice PMI manufacturero se ubicó en 50,1 puntos, el mayor nivel desde febrero de 2012 (esp: 49,1, ant: 48,8).

⁶Concretamente, un miembro del comité votó en contra de la decisión y señaló que el programa podría estar generando riesgos inflacionarios y riesgos en la estabilidad financiera.

rado sorpresivamente⁷ el programa de compras en su reunión llevada a cabo entre el 17 y 18 de septiembre. Adicionalmente, durante septiembre hubo otros factores que mejoraron la percepción de riesgo a nivel internacional. Particularmente, los acuerdos respecto a una salida negociada del conflicto en Siria y algunos datos económicos positivos en Europa⁸ y China⁹. Finalmente, cabe resaltar que en los días posteriores a la reunión de la Fed, el entorno internacional se vio influenciado por preocupaciones fiscales respecto al presupuesto de las entidades federales y el límite de endeudamiento del Gobierno de EE.UU..

Adicionalmente cabe destacar que, aparte de lo anterior, durante el trimestre el entorno económico internacional estuvo influenciado por otros factores:

i) El Banco Central de Inglaterra anunció que dará una orientación más explícita sobre la conducta futura de la política monetaria, vinculándola a un nivel de la tasa de desempleo de 7%¹⁰.

ii) Se publicaron los datos de crecimiento del PIB de

⁷De acuerdo con la encuesta que realiza *Bloomberg* con respecto al nuevo monto esperado del programa de compra de activos, para la reunión del mes de septiembre, los agentes esperaban que el monto fuera reducido en US\$9,17 billones.

⁸La segunda revisión del PIB de la Zona Euro para el 2T13 indicó que éste presentó un crecimiento de 0,3%, en línea con las expectativas del mercado y con la estimación anterior. En términos anuales, la cifra fue revisada al alza de -0,7% a -0,5% (esp: -0,7%); Las cifras de 1T13 y 4T12 fueron revisadas al alza de -0,3% a -0,2% y de -0,6% a -0,5%, respectivamente. La tasa de desempleo en Reino Unido cayó inesperadamente a 7,7% en el 2T13 (7,8%), alcanzando su nivel más bajo desde finales del año pasado.

⁹El PMI del sector servicios elaborado por HSBC registró un aumento en agosto y se ubicó en 52,8 puntos, frente a los 51,3 puntos del mes anterior. Por otro lado, las exportaciones en agosto aumentaron 7,2% (esp: 5,5%, ant: 5,1%) y las importaciones 7% (esp: 11,3%, ant: 10,9%). Adicionalmente, el índice preliminar del PMI manufacturero elaborado por el HSBC reflejó un crecimiento en septiembre de 1,1 puntos al ubicarse en 51,2 puntos, frente al esperado de 50,9 puntos.

¹⁰De esta manera, la autoridad monetaria mantendrá los tipos de interés sin cambios hasta que el desempleo descienda por lo menos a 7%, siempre y cuando la inflación no sea superior a 2,5%, las expectativas de inflación en el mediano plazo estén bien ancladas, y la estabilidad financiera no esté en riesgo.

la Zona Euro (0,3%) y Reino Unido (0,7%), los cuales superaron las expectativas del mercado, destacando que el de la Zona Euro registró la primera expansión en 6 trimestres.

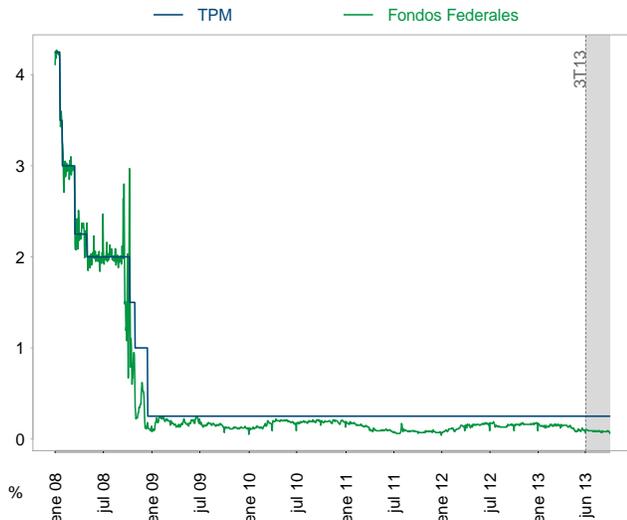
iii) El FMI disminuyó su pronóstico de crecimiento mundial de 3,3% a 3,1% para 2013 y de 4% a 3,8% para 2014, explicando que este cambio obedecía a una demanda doméstica más débil, un menor crecimiento de las economías emergentes y una prolongada recesión en la Zona Euro¹¹. La Fed revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento de la economía de EE.UU. para 2013 de un rango entre 2,3% y 2,6% a un rango entre 2% y 2,3%, y para 2014 de un rango entre 3% y 3,5% a uno entre 2,9% y 3,1%. El BCE aumentó su pronóstico de crecimiento de la Zona Euro para 2013 de -0,6% a -0,4%, mientras que disminuyó la proyección para 2014 de 1,1% a 1%. Y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés) revisó sus pronósticos de crecimiento para algunos países pertenecientes al organismo, donde disminuyó el de EE.UU. y China e incrementó los de Reino Unido, Francia y Alemania¹².

Con respecto a movimientos en las tasas de referencia, en cuanto a los países desarrollados, la Fed (entre 0% y 0,25% - Gráfico 2), el Banco Central Europeo (BCE) (0,5% -Gráfico 3) y el Banco Central de Inglaterra (0,5% - Gráfico 4) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos, mientras que por su parte el Banco Central de Australia redujo su tasa de referencia en 25 p.b. y la ubicó en mínimos históricos (2,5%). Por su parte, los bancos centrales de India (+25 p.b.), Hungría (+65 p.b.), Brasil (+100 p.b.) e Indonesia (+125 p.b.) incrementaron sus tasas de referencia.

¹¹La proyección del crecimiento de las economías avanzadas lo pasó de 1,3% a 1,2% para 2013 y de 2,3% a 2,1% para 2014, y para las economías emergentes y en desarrollo el pronóstico cambió de 5,3% a 5% para 2013 y de 5,7% a 5,4% para 2014.

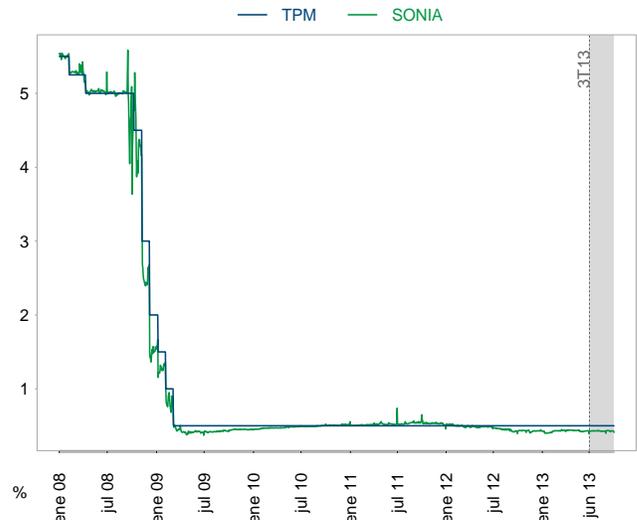
¹²La proyección para Estados Unidos pasó de 1,9% a 1,7%; para Japón se mantuvo en 1,6%; para Alemania pasó de 0,4% a 0,7%; para Francia pasó de -0,3% a 0,3%; para Italia se mantuvo en -1,8%; para Reino Unido pasó de 0,8% a 1,5%; por último, para China pasó de 7,8% a 7,4%. Las anteriores proyecciones habían sido publicadas en mayo de 2013.

Gráfico 2: Tasa de política monetaria e interbancaria de EE.UU.



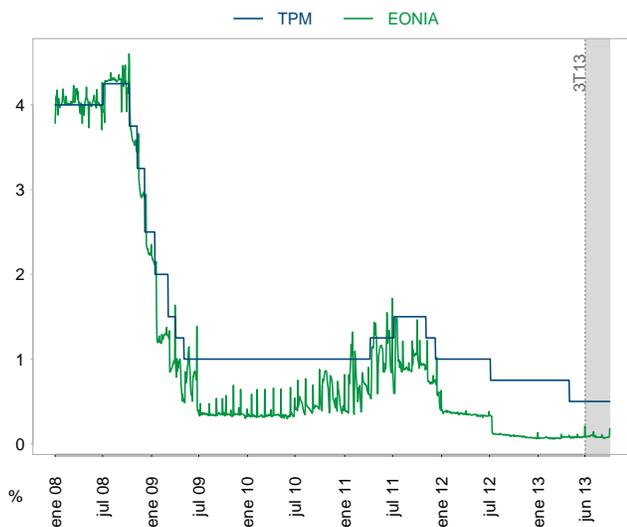
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

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

	Jun 2013	Sep 2013	Δ 3T13 (p.b)
Egipto	9.75 %	8.75 %	-100
Letonia	2.50 %	1.50 %	-100
Rumania	5.00 %	4.25 %	-75
Ucrania	7.00 %	6.50 %	-50
México	4.00 %	3.75 %	-25
Israel	1.25 %	1.00 %	-25
Polonia	2.75 %	2.50 %	-25
Australia	2.75 %	2.50 %	-25
Colombia	3.25 %	3.25 %	0
Chile	5.00 %	5.00 %	0
Perú	4.25 %	4.25 %	0
Turquía	4.50 %	4.50 %	0
India	7.25 %	7.50 %	25
Hungría	3.60 %	4.25 %	65
Brasil	8.00 %	9.00 %	100
Indonesia	6.00 %	7.25 %	125

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

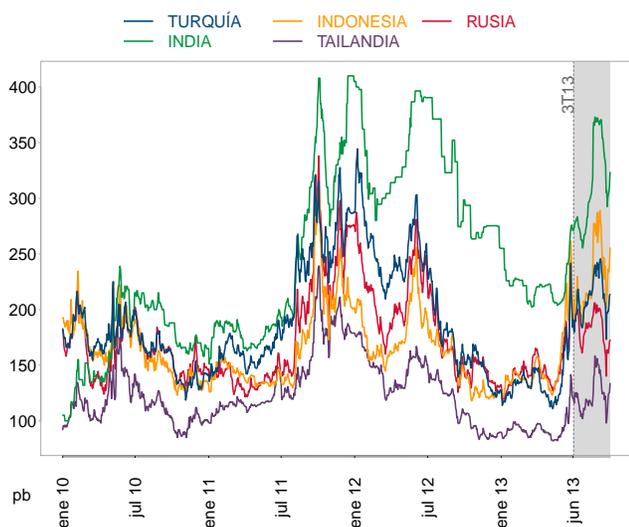
Finalmente, cabe destacar que algunos países emergentes¹³ se vieron afectados por la incertidumbre respecto al impacto que podría llegar a tener las decisio-

¹³Particularmente India, Indonesia y Turquía

nes de la Fed frente al programa de estímulo monetario en las economías de estos países. Particularmente, los mercados se han enfocado en los problemas de déficit en cuenta corriente lo que ha incrementado la vulnerabilidad frente a una disminución en la liquidez global (Gráfico 5). Debido a lo anterior, la mayoría de países con problemas de este tipo han tomado medidas para

mitigar el impacto de los anuncios de la Fed¹⁴.

Gráfico 5: CDS a 5 años de algunos países emergentes



Fuente: Bloomberg.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

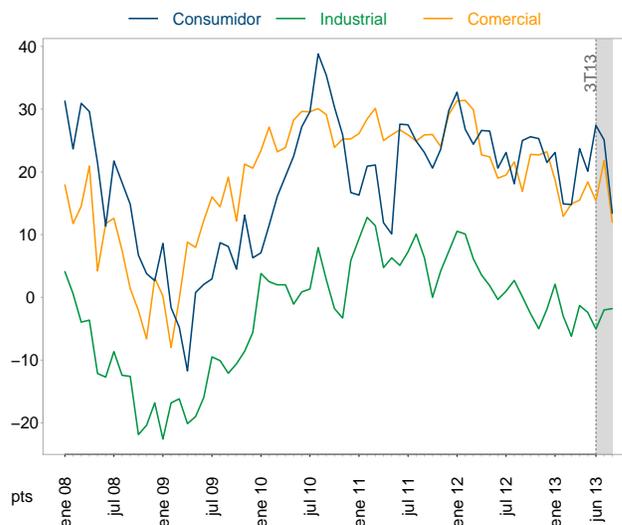
En el 3T13, la percepción de riesgo a nivel local registró un comportamiento mixto. Por una parte, los indicadores de confianza del consumidor y comerciantes, al igual que el componente de crecimiento de los analistas financieros, presentaron un deterioro y los *spreads* entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron. Por su parte, algunos aspectos contribuyeron a mejorar la percepción durante el trimestre: i) al finalizar el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB del 2T13 (4,2%) el cual superó las expectativas, y ii) *Moody's* mejoró la perspectiva de calificación de Colombia.

En el Gráfico 6, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que pu-

¹⁴Entre las medidas se destacan movimientos en las tasas de las ventanillas de liquidez, intervenciones en el mercado cambiario, menores restricciones para la entrada de capitales, *swaps* bilaterales, entre otras

blica Fedesarrollo¹⁵. Se puede observar que los indicadores de consumidores y comerciantes desmejoraron mientras el de industriales mejoró respecto al trimestre anterior.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El índice de confianza industrial del mes de agosto aumentó respecto al de junio (3,25 pps) y se ubicó por encima de su media calculada desde 2008, aunque aún se ubica en terreno negativo¹⁶. El comportamiento del índice de confianza industrial durante el trimestre se explica por la mejora de sus tres componentes: i) volumen actual de pedidos, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de producción para los siguientes tres meses. Por su parte, respecto a junio, el índice de confian-

¹⁵Los 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.

¹⁶De acuerdo con las metodologías para identificar los ciclos de negocios en Colombia de Alfonso et al. (2011), un ciclo económico comprende la duración entre pico y pico de actividad económica. De esta manera, de acuerdo a una de las metodologías implementadas por los autores, el pico más reciente de la actividad fue en enero de 2008.

za del comerciantes del mes de agosto se deterioró luego de haber mejorado en julio¹⁷ y se ubicó por debajo de la media calculada desde 2008 (-6,69 pps). El comportamiento del índice de confianza comercial se explica principalmente por una desmejora en i) la situación actual del negocio y ii) las expectativas de la situación para el próximo semestre.

El comportamiento de los índices para el mes de julio, estuvo en línea con la publicación de los datos de producción industrial y ventas al por menor de este mes publicados por el DANE, que resultaron superiores a los esperados por el mercado¹⁸. Del mismo modo, este comportamiento fue acorde con la publicación de los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de julio por parte de la ANDI, en las que se observó que en lo corrido del año hasta julio la producción industrial y las ventas totales mostraron señales de recuperación respecto al dato registrado en junio¹⁹.

Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de septiembre se deterioró considerablemente (12,8 pps) respecto al registrado en el mes de junio. El comportamiento del índice estuvo influenciado por el deterioro de sus dos componentes: i) expectativas y ii) condiciones actuales, principalmente en agosto. Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica 4,9 pps por debajo de su promedio desde 2008 (último dato 2T13: +9 pps). Es de anotar, que el deterioro de este indicador al igual que el de los comerciantes pudo estar influenciado por el efecto del paro agrario llevado a cabo en agosto.

Adicionalmente, se analiza el índice de confianza de la economía ICEA²⁰ que publica Fedesarrollo. El índice

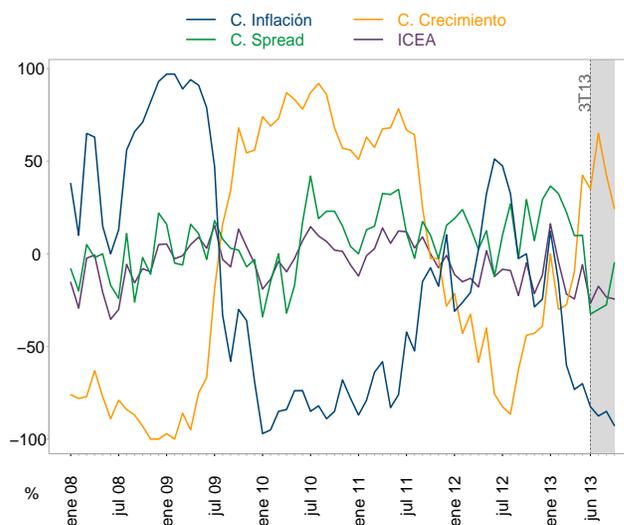
¹⁷Respecto a junio el índice de junio se ubicó 3,4 pps por debajo, mientras que el respecto al promedio del trimestre anterior, el promedio del 2T13 se ubicó 0,5 pps por encima

¹⁸Variación producción industrial abril: 0,2% (esp: -2%, ant: -5,5%),. Variación ventas al por menor abril: 5,4% (esp: 5%, ant: 0,7%) .

¹⁹Para el mes de julio la encuesta señaló que la producción industrial año corrido disminuyó 0,7% (-1,1% a junio) frente al mismo periodo del año anterior. Por su parte, las ventas totales aumentaron año corrido 0,9% en julio (0% a junio) frente al mismo periodo del año anterior.

²⁰Índice de Confianza de la Economía de los Analistas Finan-

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



Fuente: Fedesarrollo.

reflejó un deterioro importante tanto en el componente de expectativas de crecimiento (más agentes esperan que el crecimiento disminuya) como en el de expectativas de inflación (más agentes esperan que la inflación aumente). El comportamiento del componente de expectativas de inflación puede ser explicado por los datos de inflación observados durante el trimestre, los cuales continúan cercanos al límite inferior del rango meta. En este contexto, es importante aclarar que a pesar de que los agentes esperan una mayor inflación, esto no es necesariamente algo negativo. También, es de anotar que para la fecha de elaboración de la encuesta de septiembre, los agentes no conocían el dato del crecimiento del PIB, el cual sorprendió positivamente al mercado. Además, el efecto de dichos componentes fue contrarestando por el comportamiento de las expectativas respecto al *spread* soberano el cual mejoró (más administradores esperan un menor *spread* dentro de 6 meses). En el agregado²¹, el ICEA

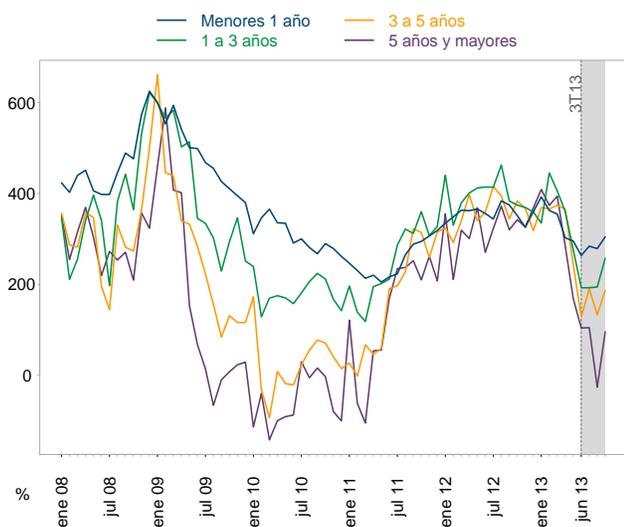
cieros.

²¹El 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

de septiembre aumentó 2 pps respecto a junio (*Gráfico 7*). Cabe resaltar que el índice se ubicó 18,8 pps por debajo de su promedio desde 2008 (junio: 22 pps por debajo).

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES disminuyeron para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 3T13 respecto al promedio de 2T13 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: 2 p.b., entre 1 y 3 años: -61 p.b., entre 3 y 5 años: -75 p.b. y a más de 5 años: -127 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 aumentó 24 p.b. (*Gráfico 10*) ante una mayor valorización de los TES.

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



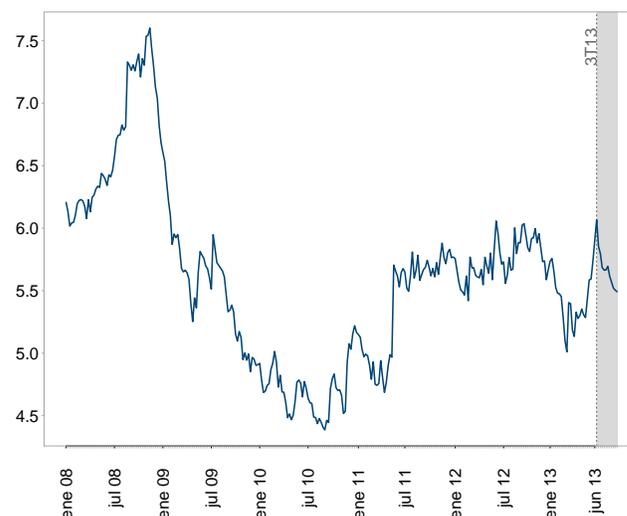
Fuente: Banco de la República.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes del activo total de los establecimientos de crédito²², respecto al trimestre anterior, la razón cartera/inversión disminuyó.

²²Con base en este indicador, un aumento en la proporción del

nes en deuda pública disminuyó rompiendo 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*).

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



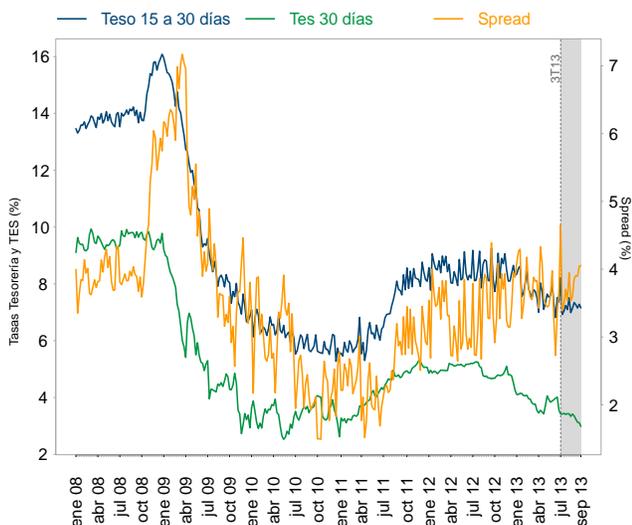
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

En el 3T13 en promedio el dólar se debilitó frente a sus principales cruces, lo que se refleja en el índice USTW que disminuyó 3,0%. Entre el 28 de junio y el 30 de septiembre, las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el dólar neozelandés, el zloty polaco y libra esterlina, con variaciones de 6,8%, 6,1% y 6,0%, respectivamente. De otra parte, las monedas que presentaron la mayor depreciación fueron la rupia de indonesia, el peso argentino y la rupia india, con variaciones de

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.

14,0%, 7,5% y 5,4%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

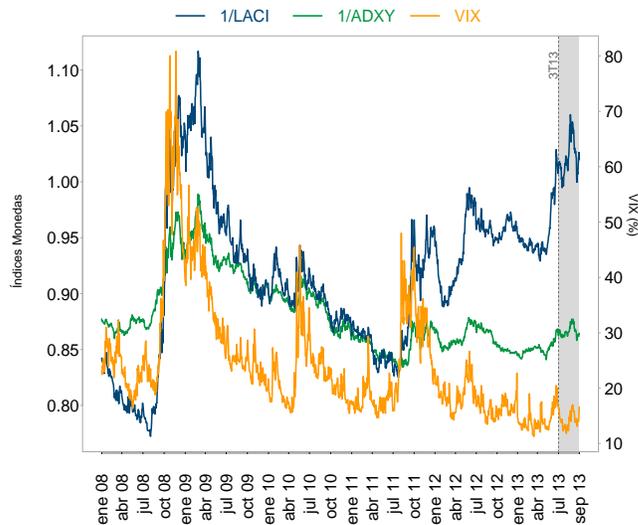
Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2T 2013	3T 2013	País	2T 2013	3T 2013
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	-1.5%	-3.8%	Korea del Sur	2.6%	-5.9%
Gran Bretaña	-0.1%	-6.0%	India	9.4%	5.4%
Australia	13.9%	-1.9%	Hong Kong	-0.1%	0.0%
Nueva Zelanda	8.1%	-6.8%	China	-1.2%	-0.3%
Canadá	3.5%	-2.0%	Malasia	2.1%	3.1%
Dinamarca	-1.5%	-3.8%	Tailandia	5.9%	0.6%
Suiza	-0.5%	-4.2%	Indonesia	2.7%	14.0%
Japón	5.3%	-0.9%	índice I/ADXY	1.5%	0.01%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	5.3%	-1.1%	Islandia	-0.2%	-2.9%
Brasil	10.4%	-0.7%	Rusia	5.6%	-1.4%
México	4.7%	1.2%	Polonia	2.0%	-6.1%
Argentina	5.0%	7.5%	Rep. Checa	-0.6%	-5.0%
Perú	7.4%	0.1%	Israel	0.1%	-3.1%
Chile	7.8%	-0.7%	Sur África	7.3%	1.5%
índice I/LACI	7.4%	0.6%	USTW	1.90%	-3.0%

Fuente: Bloomberg.

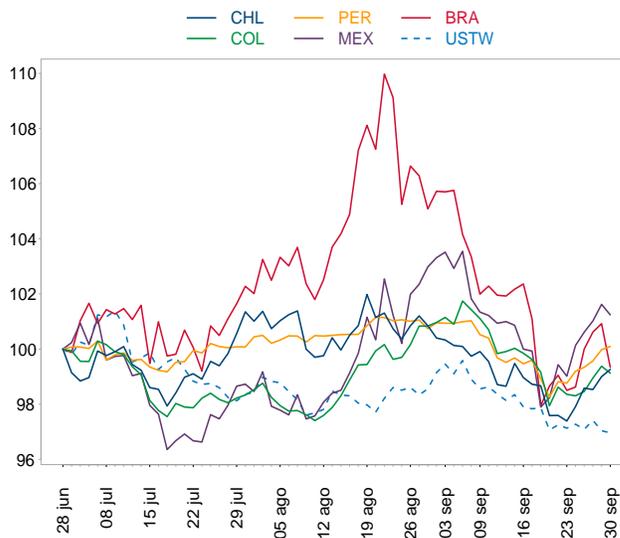
Entre el 28 de junio y el 30 de septiembre, las monedas de América Latina presentaron resultados mixtos: el peso colombiano (1,1%), el real brasilero (0,7%) y peso chileno (0,7%) se apreciaron frente al dólar, mientras que el peso mexicano (1,2%) y el sol peruano (0,1%) se depreciaron (Gráfico 12).

Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 28 de junio 2013

El comportamiento de la mayoría de monedas de la región estuvo influenciado principalmente por la evolución de la percepción de riesgo internacional, por lo cual su análisis, como se mostró en la sección de En-

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

	Δ T.C.	Δ CDS	Δ EMBI
México	1.2%	-6.2%	-6.9%
Chile	-0.7%	-8.6%	-5.0%
Brasil	-0.7%	-4.6%	-0.8%
Colombia	-1.1%	-5.1%	1.6%
Perú	0.1%	2.6%	-12.2%

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

torno Internacional, se puede dividir en tres periodos. En el primer periodo (julio) las monedas presentaron una tendencia revaluacionista, en línea con la menor percepción de riesgo a nivel mundial, ante las menores expectativas de que la Fed redujera su programa de compra de activos en el corto plazo.

En el segundo periodo (finales de julio a finales de agosto) se observó una depreciación generalizada de las monedas de la región debido principalmente a la incertidumbre que persistía en los mercados financieros respecto al momento en el cual la Fed reduciría el ritmo actual de compra de activos, y el posible impacto que esta decisión tendría sobre las economías emergentes.

Finalmente, en el mes de septiembre, la tendencia devaluacionista de las monedas de la región se revirtió gradualmente por menores expectativas de un cambio en el programa de compra de activos por parte de la Fed, luego de la publicación de las minutas a finales del mes de agosto, según las cuales los miembros acordaron que no era apropiado reducir el ritmo de compras. Posteriormente, en su reunión de política monetaria del 18 de septiembre, el Comité decidió mantener inalterado el programa de estímulo, aliviando aún más los temores en los mercados financieros. Es importante señalar que al finalizar el mes de septiembre las monedas de la región se debilitaron frente al dólar debido a la incertidumbre que ha generado en los mercados internacionales el debate sobre el presupuesto y el límite de endeudamiento en EE.UU..

Es importante destacar que desde el mes de agosto las

monedas de varios países emergentes asiáticos, como India, Indonesia y Turquía, se depreciaron de forma importante debido principalmente a salidas de flujos de capital en estas economías ante la incertidumbre con respecto a la política monetaria de EE.UU.. En este contexto, los bancos centrales y gobiernos de estos países implementaron una serie de medidas para contener la depreciación de sus monedas²³.

De otro lado, se debe destacar que en la región la depreciación que presentó el real brasilero en julio y agosto, indujo al Banco Central a implementar un nuevo programa de intervención cambiaria por US\$60.000 millones a través de contratos swaps y venta de dólares con pacto de recompra (22 de agosto)²⁴. Adicionalmente, la autoridad monetaria aumentó su tasa de interés de referencia en 100 p.b. a 9%. Por su parte, el Banco Central de Perú continuó interviniendo en el mercado cambiario a través de venta directa de dólares y subastas de certificados de depósito reajustables (CDR)²⁵, con el fin de frenar la depreciación del sol. De otro lado, los Bancos Centra-

²³En India, el Banco Central aumentó su tasa de interés de referencia, anunció ventas semanales de bonos del Gobierno por un valor de US\$3.600 millones, abrió una ventanilla de FX swaps para las comercializadoras de petróleo estatales y prestamistas comerciales, e implementaron algunas medidas orientadas a reducir la salida de capitales. Por su parte, el Banco Central de Indonesia aumentó su tasa de interés de referencia, realizó operaciones monetarias con el objetivo de absorber el exceso de liquidez de rupias, colocó bonos denominados en dólares por US\$1.500 millones, y extendió el acuerdo bilateral de swaps con el Banco de Japón con el fin de tener continuar teniendo acceso a liquidez en moneda extranjera. Finalmente, el Banco Central de Turquía aumentó su tasa de préstamo overnight e intervino en el mercado cambiario a través de subastas diarias de venta dólares.

²⁴El programa entró en vigencia el pasado 23 de agosto y se extenderá al menos hasta el 31 de diciembre de 2013. Las subastas de swaps se realizan los días lunes, martes, miércoles y jueves, ofreciendo US\$500 millones diarios. Los viernes se ofrecen al mercado contratos de subastas con pacto de recompra por US\$1.000 millones.

²⁵Los CDR son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú con la finalidad de regular la cantidad de dinero del sistema financiero. Los CDR están denominados en nuevos soles y están sujetos a un reajuste en función de la variación de la tasa de cambio entre el sol y el dólar. Entre el 1 de julio y el 17 de septiembre el Banco Central colocó PEN 2647,2 millones en CDR.

les de Colombia y México realizaron compras netas de dólares en el mercado cambiario por un monto de US\$1.950 millones y US\$5.952 millones²⁶, respectivamente.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2010	3,060	8,967	0	41,952	4,466
2011	3,720	3,737	12,000	58,305	4,614
2012	4,844	13,497	0	3,491	-646
1T13	2,113	4,370	0	5,473	0
2T13	2,007	840	0	-26,824	1,120
Jul-13	570	-390	0	-15,336	3,719
Ago-13	630	-2,600	0	-24,346	1,097
Sep-13	750	-325	0	-17,150	1,136
3T13	1,950	-3,315	0	-56,832	5,952
RI JUL. 30	41,529	65,215	40,083	373,673	168,247
3T13/ RI	4.7 %	-5.1 %	0 %	-15.2 %	3.5 %

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. Incluye intervención a través de SWAPS y subastas de venta (compra) de dólares con pacto de recompra (reventa). ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México y las compras netas del BCM a PEMEX por US\$5.952 millones en el 3T13.

Adicionalmente, se debe resaltar que entre el 28 de junio y el 30 de septiembre los precios de los productos básicos en general aumentaron (en el Cuadro 5 se presentan los productos cuyos precios registraron los mayores aumentos) y que los CDS de las economías de la región disminuyeron²⁷.

En el trimestre analizado la volatilidad promedio de las monedas de la región aumentó con respecto al promedio observado en el trimestre anterior. El real brasileño presentó la mayor volatilidad condicional²⁸. Por su parte, el peso colombiano fue la segunda moneda menos volátil de la región (Gráfico 13).

²⁶En el 3T13 el Banco Central de México realizó compras netas por US\$5.952 millones correspondientes al esquema estructural de operaciones cambiarias con PEMEX.

²⁷Los CDS de los países de la región presentaron las siguientes variaciones entre el 28 de junio y el 30 de septiembre de 2013: Chile -8,6%, Perú +2,6%, Colombia -5,1%, Brasil -4,6% y México -6,2%.

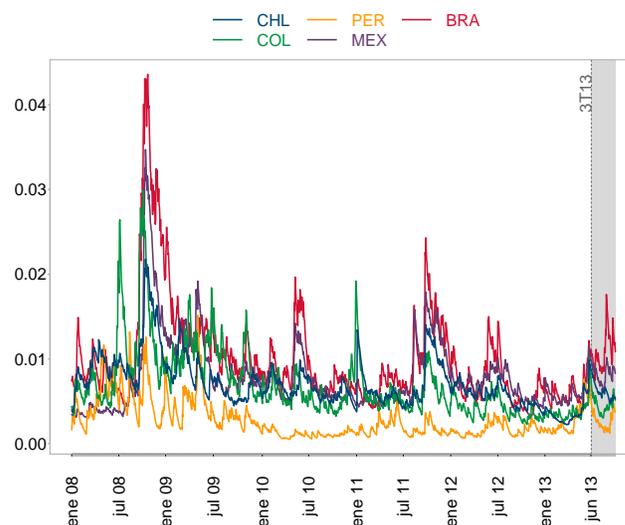
²⁸Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Cuadro 5: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	28 Jun 2013	30 Sep 2013	Variación
Cacao	2200.4	2682.4	21.9 %
Aceite de palma	844.0	950.0	12.6 %
Plata	19.7	21.7	10.3 %
Cobre	6751	7291	8.0 %
Oro	1234.6	1328.9	7.6 %
Pétroleo	96.6	102.3	6.0 %
Aluminio	1731	1803	4.2 %
CRB INDEX	275.6	285.5	3.6 %

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 28 de junio y el 30 de septiembre la tasa de cambio pasó de \$1.929,36 a \$1.908,58 por dólar²⁹, lo cual representa una apreciación de 1,1%³⁰.

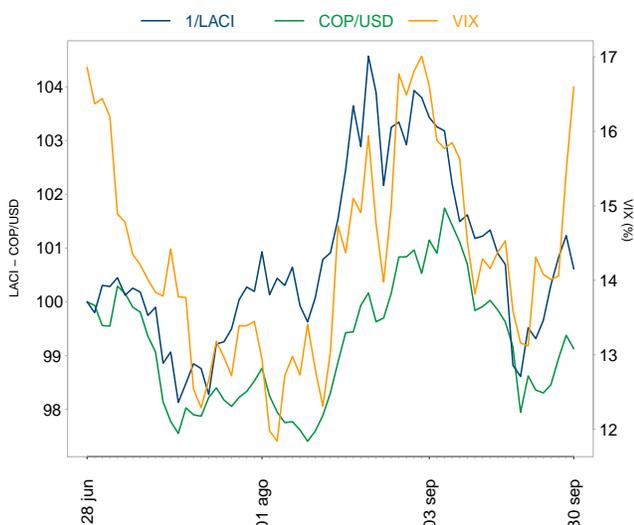
En el periodo analizado, el comportamiento del peso, al igual que el de las demás monedas de la región, es-

²⁹Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET-ICAP FX.

³⁰La variación de la tasa de cambio en julio fue de -1,7%, en agosto de 2,1% y en septiembre de -1,4%.

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

Gráfico 14: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/COP: 28 de junio 2013

A nivel local, la apreciación del peso se dio en un contexto en el cual: (i) Moody's revisó al alza la perspectiva de la calificación de deuda de Colombia de estable a positiva (Baa3)³¹, (ii) el Ministerio de Hacienda anunció que aplazaría la publicación del decreto que busca modificar la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorios, y (iii) aumentaron las expectativas de crecimiento económico ante la publicación del dato positivo del PIB para el 2T13 (obs: 4,2% anual, esp: 3,4%)³².

Por otro lado, es importante destacar que en septiembre, la JDBR decidió extender el programa de compras diarias de dólares, con el cual acumulará hasta US\$1.000 millones entre octubre y diciembre de este año.

³¹La agencia afirmó que una historia de políticas macroeconómicas coherentes y predecibles, sumadas a un correcto cumplimiento de la deuda y un nivel de reservas internacionales en aumento, limitan el impacto de un choque externo adverso.

³²El PIB del 2T13 creció 2,2% (esp: 2%) frente primer trimestre de 2013

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³³, en 3T13 se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por US\$3.692 millones, de los cuales los reintegros de capital privado y oficial ascendieron a US\$1.614 millones.

En el trimestre la cuenta de capital privado registró salidas de divisas por US\$1.761 millones, explicadas por el rubro de operaciones especiales del sector privado³⁴, el cual registró en el trimestre salidas por US\$6.469 millones. Por su parte, la inversión extranjera directa neta³⁵ (US\$3.805 millones) y la inversión extranjera de portafolio neta³⁶ (US\$637 millones) fueron las principales fuentes de divisas en el periodo.

De otro lado, los reintegros netos de capital oficial ascendieron a US\$3.375 millones mientras que la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por US\$1.444 millones, explicado por salidas netas de US\$1.287 millones en la balanza comercial y de US\$157 millones en la balanza de servicios y transferencias.

Por otro lado, entre el 28 de junio y el 30 de septiembre la Posición Propia de Contado (PPC)³⁷ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) disminuyó en el trimestre en US\$1.292 millones y se ubicó al cierre del mismo en US\$1894.5 millones (*Gráfico 15*). El promedio diario de la PPC fue de US\$2.591 millones, superior al observado en el segundo y primer trimestre

³³La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

³⁴Registra 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.

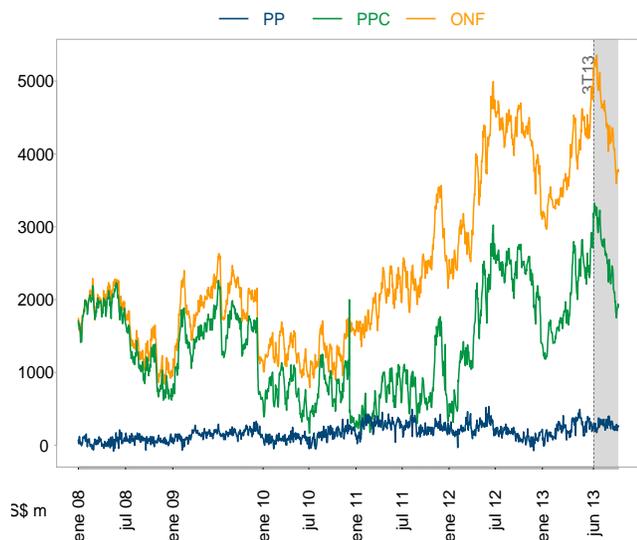
³⁵Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa colombiana en el exterior

³⁶Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

³⁷La 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.

de 2013 (US\$2.454 millones y US\$1.568 millones).

Gráfico 15: Posición propia de contado, Posición propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

En cuanto a los futuros de TRM³⁸, durante el 3T13 se negociaron un total de 57.097 contratos, volumen inferior al negociado durante el 2T13 (67.381 contratos), por un monto total de US\$2.854 millones. Al 30 de septiembre de 2013 la posición abierta ascendía a 3188 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2013. Respecto a los mini futuros de TRM³⁹, se negociaron un total de 15.066 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (16.536 contratos) por un total de US\$75,33 millones (Gráfico 16). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre ascendía a 619 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2013.

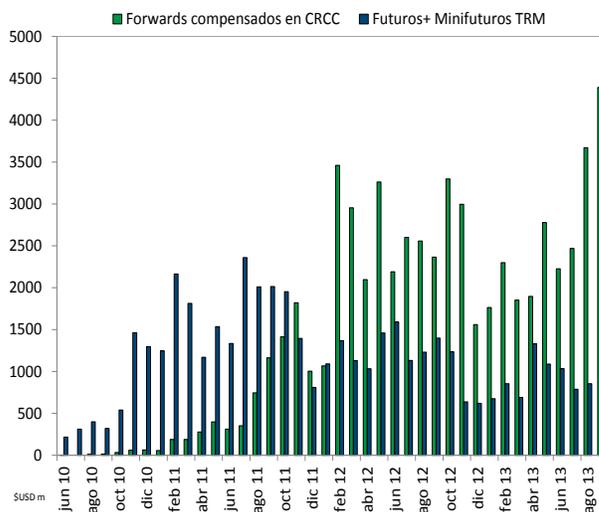
Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron frente al trimestre anterior y pasaron de US\$6.890 millones en el 2T13 a US\$10.530 millones en el 3T13 (Gráfico 16). La posición abierta de los forwards de tasa de cambio al 30

³⁸Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

³⁹Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

de septiembre ascendía a alrededor de US\$3.200 millones.

Gráfico 16: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el 3T13, los bancos centrales de Colombia, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria. Sin embargo, el banco central de Perú redujo en septiembre sus tasas de encaje dando continuidad a las medidas de flexibilización del régimen de encajes que había comenzado a implementar desde abril, con la finalidad de promover el financiamiento en soles.

Los bancos centrales de Chile y Perú utilizaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones de

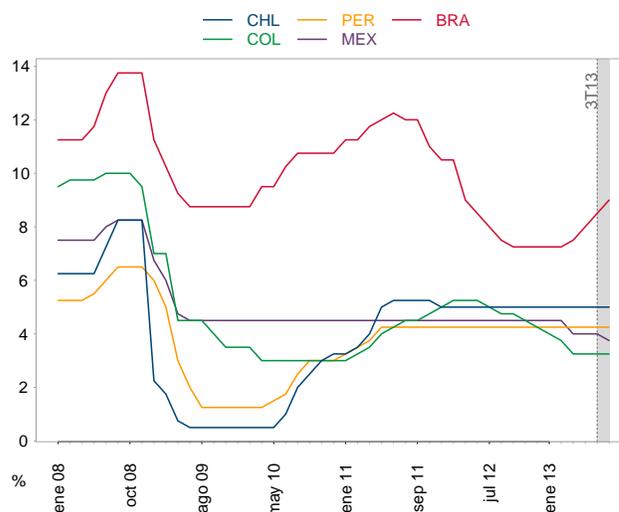
política monetaria, un lenguaje que reflejaba tranquilidad con respecto a la inflación, pero incertidumbre con respecto las condiciones financieras internacionales, asociada a las expectativas de retiro parcial del estímulo monetario en EE.UU..

Por su parte, en su reunión de julio, el Banco de la República (BR) redujo su pronóstico de crecimiento más probable para 2013 desde 4,3 % a 4 %, con un rango entre 3,0 % y 4,5 %. Posteriormente, el DANE⁴⁰ informó que el PIB en el 2T13 había registrado un crecimiento de 4,2 % en relación al mismo periodo de 2012, dato superior al esperado por los analistas (3,4 %), explicando que las ramas de actividad que habían presentado mayor crecimiento habían sido agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca (7,6 %) y construcción (6,4 %). El BR informó que este dato había sido superior al proyectado por su equipo técnico, pero mantuvo inalterado el pronóstico para fin de año. El BR también mencionó en sus comunicados, entre otras cosas, que aunque los riesgos provenientes de las economías avanzadas probablemente eran menores que antes, los de algunas economías emergentes podrían estar aumentando. El BR señaló además, que el nivel del producto estaba convergiendo a su potencial, y que la inflación era baja y sus expectativas se encontraban ancladas en la meta de largo plazo (3 %).

Los casos de Brasil y México fueron diferentes a los de Colombia, Chile y Perú, y los bancos centrales modificaron sus tasas en direcciones opuestas como se explica a continuación. En Brasil, el banco central dio continuidad al ciclo de política contraccionista que había comenzado el trimestre anterior, con el fin de controlar la inflación, que aún se encontraba en niveles cercanos al límite superior del rango meta. La institución anunció incrementos de su tasa que en total sumaron 100 p.b., de tal manera que ésta quedó en 9,0 %. Por el contrario, el banco central de México recortó la tasa 25 p.b. ubicándola en 3,75 %, mencionando que la economía se había debilitado significativamente en el 2T13, y que la inflación había disminuido a un ritmo y en una magnitud mayores a los previstos. Cabe men-

cionar que su tasa había permanecido inalterada desde marzo, cuando había sido reducida 50 p.b. (Gráfico 17 y Cuadro 6).

Gráfico 17: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 6: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM

País	Variación 3T13*	Variación 2013*	T.R Sep-13
COL	0	-100	3,25 %
CHL	0	0	5,00 %
PER	0	0	4,25 %
BRA	+100	+175	9,00 %
MEX	-25	-75	3,75 %

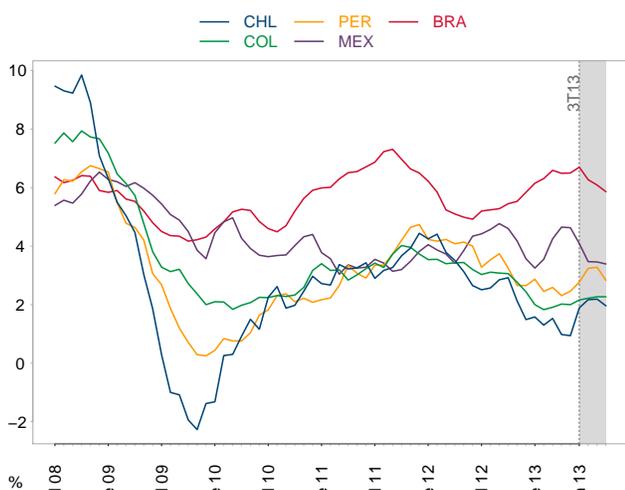
Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

Con respecto a la inflación, durante el 3T13 ésta presentó comportamientos diferentes entre los países de la región. Al comparar los datos anuales de septiembre con respecto a los registrados en junio, se encuentra que la inflación aumentó en Perú, Chile y Colombia, aunque en todos los casos se mantuvo dentro del rango meta. Particularmente para Colombia y Chile, los datos son cercanos a los límites inferiores de dicho rango (2,0%). Por otro lado, la inflación de Brasil y México, que en ambos casos se encontraba por encima de los rangos de tolerancia, disminuyó y volvió a ubicarse dentro de la meta, aunque en niveles cercanos a los límites superiores (Gráfico 18 y Cuadro 7)

⁴⁰Departamento Administrativo Nacional de Estadística

En cuanto a los datos de crecimiento del 2T13 de los otros países de la región, en Brasil y Chile los datos publicados superaron las expectativas, mientras que en Perú fueron iguales a los pronósticos. El caso a destacar es el de México, cuyo crecimiento fue inferior al esperado (Cuadro 8).

Gráfico 18: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2013

País	Anual Jun 2013	Anual Sep 2013	Rango meta 2013
COL	2,16%	2,27%	2,0% - 4,0%
BRA	6,70%	5,86%	2,5% - 6,5%
CHL	1,90%	2,0%	2,0% - 4,0%
MEX	4,09%	3,39%	2,0% - 4,0%
PER	2,77%	2,83%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Crecimiento 2T13 y Expectativas para 2013

País	Esp 2T13	Obs 2T13	Esp 2013 (Jun)	Esp 2013 (Sep)
COL	3,4%	4,2%	4,04%	3,94%
BRA	2,5%	3,3%	2,4%	2,4%
CHL	4,0%	4,1%	4,6%	4,3%
MEX	2,3%	1,5%	2,84%	1,43%
PER	5,6%	5,6%	5,9%	5,5%

Fuente: Bloomberg.

Con respecto al mercado monetario colombiano, el trimestre estuvo caracterizado por menores condiciones de liquidez en comparación con el anterior. La disminución en la liquidez se reflejó en el comportamiento de las tasas de interés del mercado de dinero, como la tasa del mercado interbancario (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR), que a principios de julio cerraron la brecha con respecto a la tasa de política monetaria, e incluso llegaron a superarla, aunque no se desviaron más de 6 p.b. de ésta (Gráfico 19). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas que en el segundo trimestre había llegado a presentar una desviación de 128 p.b. por debajo de la tasa de referencia, aumentó de tal manera que en el 3T13 presentó una desviación máxima de 98 p.b., y cerró el trimestre con una diferencia de 48 p.b.. Las menores condiciones de liquidez estuvieron asociadas al traslado de algunos impuestos⁴¹ y de un dividendo de Ecopetrol al Gobierno, y a las colocaciones de TES, cuyo monto fue superior al de los vencimientos y pagos de cupones.

En cuanto al IBR, el 30 de septiembre tanto el indicador a un (1) mes como el de tres (3) meses se ubicaron en 3,27% (en términos efectivos anuales), 2 p.b. por encima de la tasa de referencia (3,25%)⁴².

Durante el 3T13 la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR superó la tasa de referencia en seis (6) ocasiones⁴³. Entre las razones por las cuales la demanda fue superior al cupo de la subasta del BR en estas jornadas, se encuentran la concentración de recursos en pocos agentes, los límites impuestos por los cupos de crédito entre las entidades, el traslado de impuestos a la Tesorería, y el cierre de bisemana.

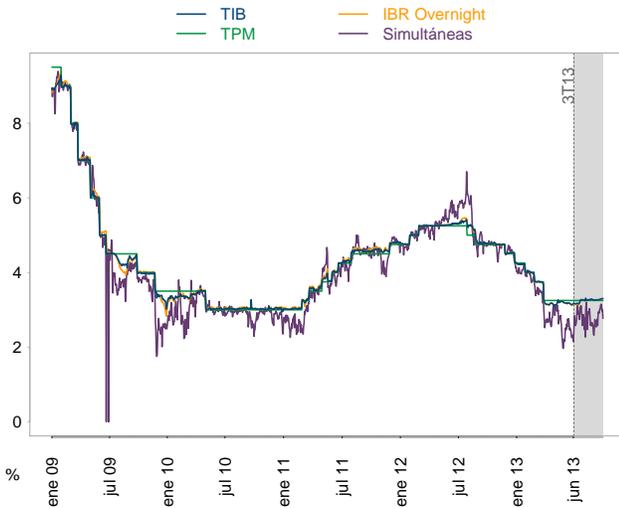
En cuanto a la posición del BR con el sistema financiero, ésta fue acreedora durante todo el trimestre, aunque en algunas ocasiones disminuyó a niveles inferiores a \$500 miles de millones. La posición del BR frente al

⁴¹ Principalmente IVA y sexta cuota del impuesto al patrimonio.

⁴² El 28 de junio el IBR a 1 mes era 3,22% E.A. y el IBR a 3 meses era 3,24% E.A., de tal manera que sus diferencias con la tasa de referencia (3,25%) eran de -3 p.b. y -1 p.b., respectivamente.

⁴³ Los días 22 y 29 de julio, 20 de agosto, y 18, 20 y 25 de septiembre, la tasa de corte superó la tasa de referencia en 15 p.b., 10 p.b., 60 p.b., 5 p.b., 15 p.b. y 10 p.b., respectivamente.

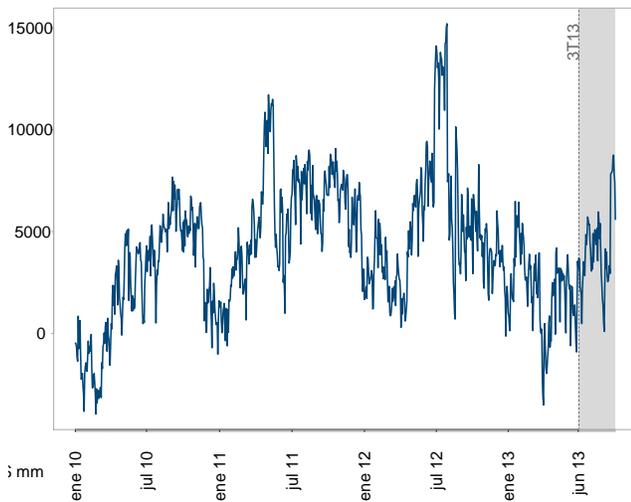
Gráfico 19: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

sistema financiero pasó de +\$3.172 miles de millones el 28 de junio a +\$5.594 miles de millones a finales de septiembre (Gráfico 20).

Gráfico 20: Posición neta del BR en el Mercado Monetario

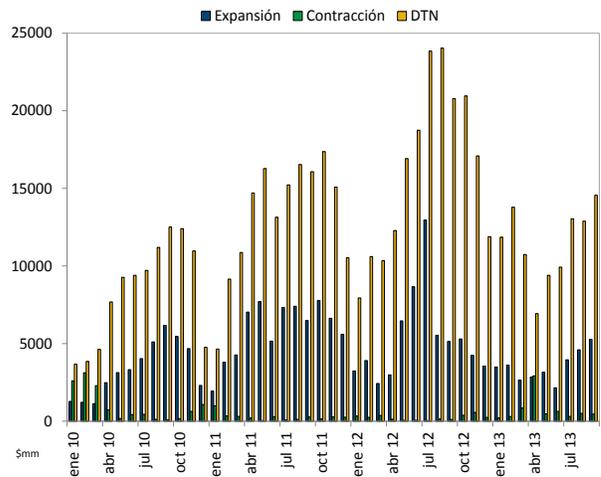


Fuente: Banco de la República.

Con respecto al saldo de la Tesorería en el BR, al comparar el último dato de septiembre con respecto al últi-

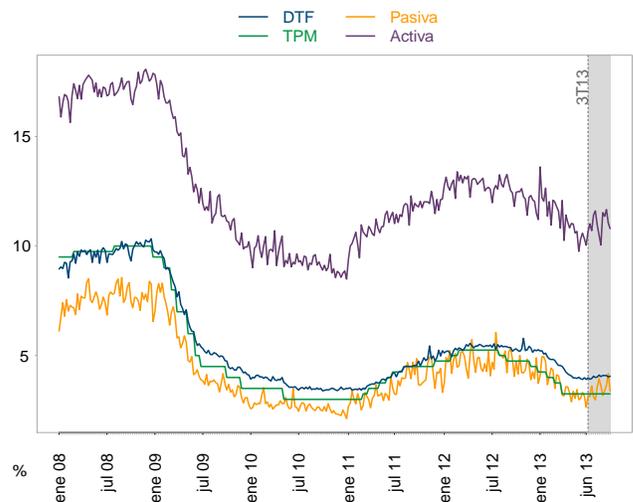
mo dato de junio, se encuentra que durante el trimestre el saldo aumentó⁴⁴ por las razones expuestas anteriormente. Adicionalmente, no se presentó ningún gasto extraordinario (Gráfico 21).

Gráfico 21: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

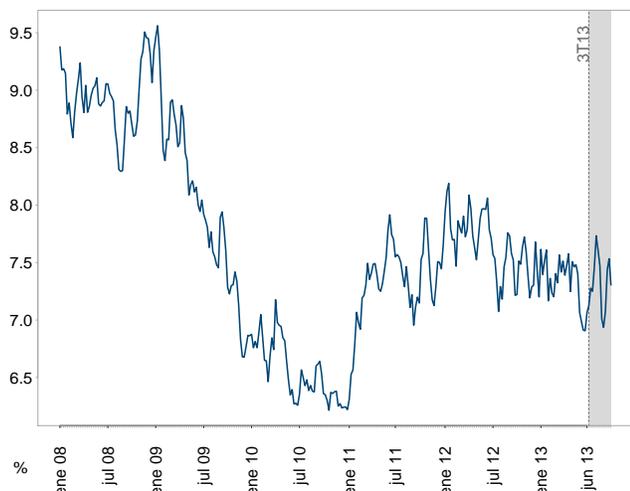
Gráfico 22: Tasas de Interés Activa y Pasiva



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

⁴⁴El saldo pasó de \$12.002 miles de millones el 28 de junio a \$18.313 miles de millones el 30 de septiembre.

Gráfico 23: 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.

Al comparar los promedios de las tasas del mercado monetario entre el 2T13 y el 3T13, se encuentra que éstas aumentaron. El promedio de la tasa activa⁴⁵ aumentó 41 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero subió 26 p.b. (Gráfico 22). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,19% a 7,32%⁴⁶ (Gráfico 23).

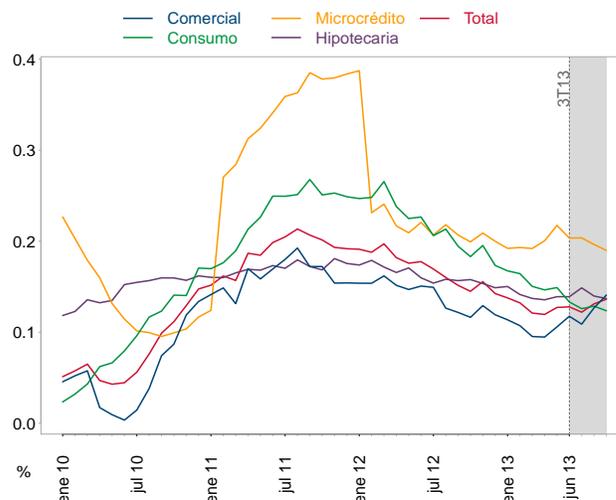
Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo menor al del trimestre anterior en el caso de algunas modalidades (microcrédito y consumo). Con datos disponibles a septiembre de 2013, los montos promedio de las carteras de microcrédito, comercial y de con-

⁴⁵Se 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.

⁴⁶Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 2T13 se calcularon con datos semanales entre el 5 de abril y el 28 de junio, y los promedios del 3T13 se calcularon con datos semanales entre el 5 de julio y el 27 de septiembre de 2013.

sumo aumentaron 19% (ant: 20%), 14% (ant: 12%) y 12% (ant: 13%), respectivamente. Por su parte, el crecimiento de la cartera hipotecaria permaneció estable en 14% (ant: 14%)⁴⁷ (Gráfico 24).

Gráfico 24: 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.

Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁴⁸, los intermediarios financieros señalaron que en el 3T13 percibieron una mayor demanda por préstamos de consumo y comercial, y una menor demanda en la modalidad de crédito de vivienda. Por su parte, la percepción de la demanda de la modalidad de microcrédito se mantuvo estable. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, la mayoría de entidades que participaron en la encuesta, coincidieron en que los destinarían a otorgar crédito. Los bancos señalaron como primer destino de sus excesos de recursos los créditos a empresas nacionales que producen en el mercado interno, argumentando que esta preferencia obedece a la

⁴⁷Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

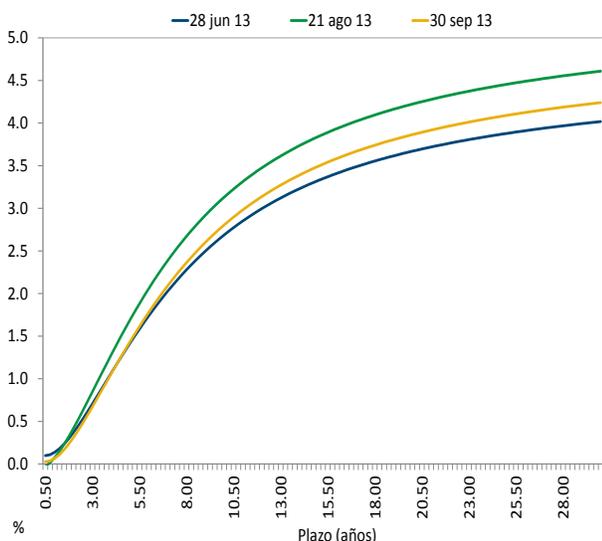
⁴⁸Realizada durante las dos primeras semanas de septiembre.

conservación del nicho de mercado. Por su parte, las CFC y las cooperativas, que señalaron su preferencia por préstamos de consumo, mencionaron que la razón era la búsqueda de mayores rentabilidades.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

Gráfico 25: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

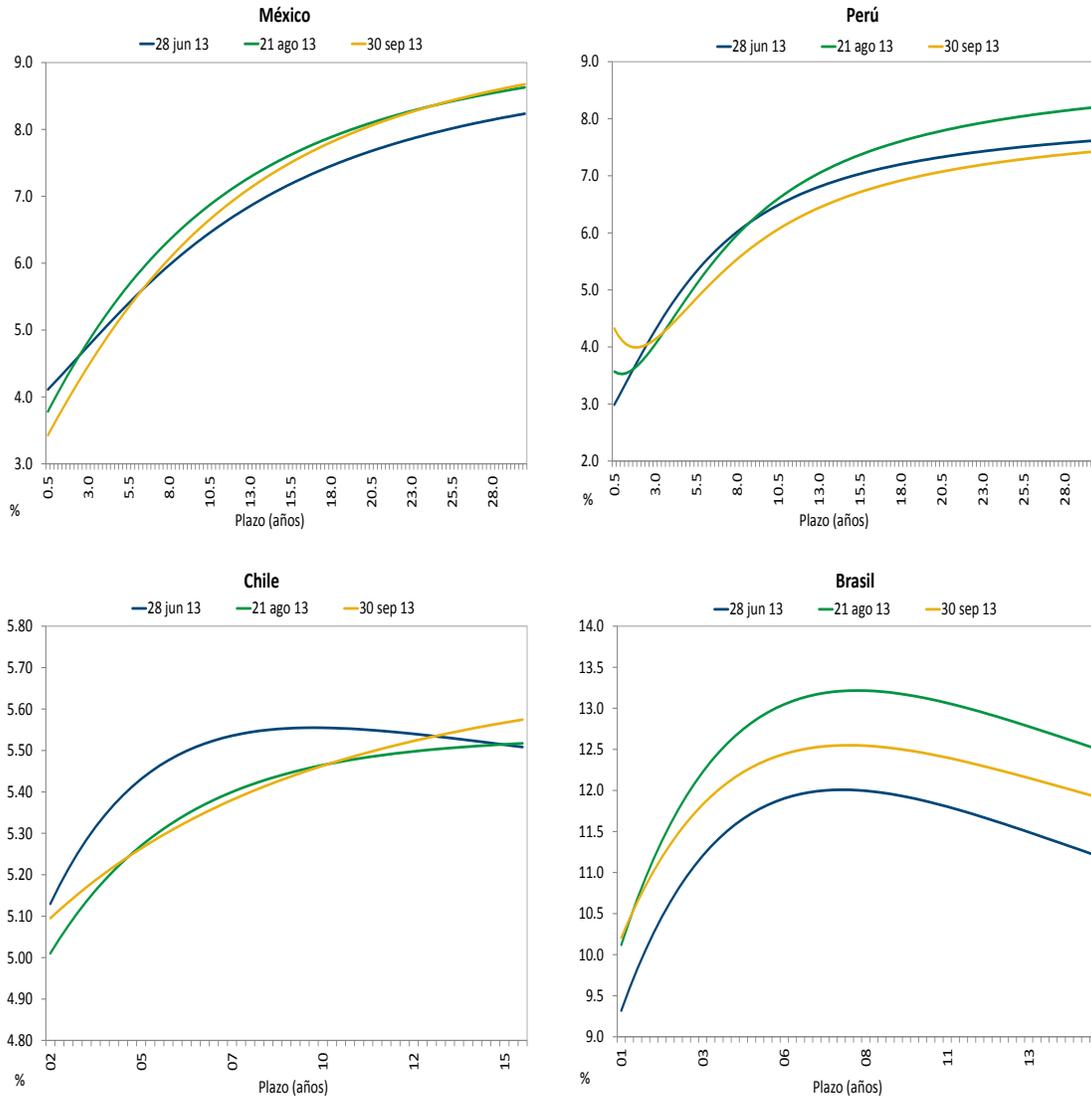
Al comparar las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. de finales de junio con las del 30 de septiembre de 2013, se encuentra que las de corto y mediano plazo disminuyeron levemente, mientras que las de largo plazo presentaron incrementos. Durante el trimestre, las tasas presentaron un comportamiento mixto ante la incertidumbre con respecto al momento en que comenzaría la disminución gradual del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal. Aunque los bonos se valorizaron en septiembre, ante señales de que el programa no sería reducido ese mes,

como se confirmó después de la reunión de la Reserva Federal del 17 de septiembre, las tasas de largo plazo no alcanzaron a compensar los incrementos registrados durante julio y agosto (Gráfico 25). La tasa cero cupón del bono a 10 años, la referencia más líquida, osciló en un rango entre 2,65 % y 3,23 %. Es importante mencionar que al finalizar septiembre, las tasas de los bonos de mas corto plazo (T-bills) se incrementaron ante preocupaciones sobre las discusiones del presupuesto y el techo de la deuda de EE.UU..

En cuanto a los bonos de deuda pública interna de los países de la región, durante el 3T13 éstos presentaron un comportamiento mixto. Los mercados de todos los países estuvieron influenciados por la incertidumbre con respecto a la reducción del programa de compra de activos de la Reserva Federal. Aunque los bonos de Brasil, México, Chile y Perú registraron valorizaciones en septiembre, lo que estuvo asociado a la decisión de la Reserva Federal de mantener inalterado su programa de compra de activos, en algunos casos, la disminución de las tasas no alcanzó a compensar las desvalorizaciones presentadas hasta ese momento. Lo anterior, sumado a las diferentes perspectivas de crecimiento e inflación de cada país, tiene como resultado que al comparar las tasas de finales de junio con las de finales de septiembre, se encuentren resultados distintos para cada caso.

De esta manera, los bonos de Perú y Chile, países que mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, se valorizaron en los tramos mediano y largo. Por su parte, en el caso de México, que redujo su tasa de referencia para impulsar el crecimiento, los bonos de los tramos corto y mediano plazo se valorizaron al tiempo que los de largo plazo presentaron desvalorizaciones. Por último, en Brasil los títulos se desvalorizaron para todos los plazos, comportamiento asociado al aumento de la inflación y los incrementos en la tasa de política monetaria (Gráfico 26).

Gráfico 26: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

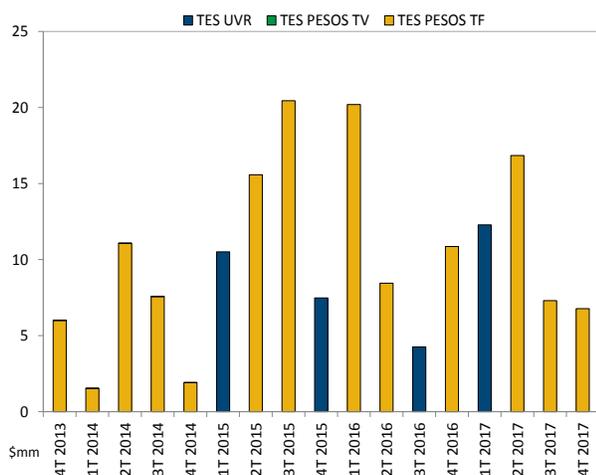
6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 28 de junio y el 30 de septiembre de 2013, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$158.719 miles de millones a \$170.706 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2013 es de \$28.008 miles de millones, de los cuales, al 30 de septiembre, se habían colocado bonos por un valor nominal

cercano a \$24.831 miles de millones⁴⁹.

Gráfico 27: Proyección de Vencimientos TES



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

En cuanto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el saldo autorizado para 2013 es de \$5.000 miles de millones, pero no se ha realizado ninguna subasta. Por último, el cupo autorizado de los TES emitidos para regular la liquidez de la economía fue ampliado de \$10.000 miles de millones a \$14.000 miles de millones en total. El cupo de los TES a plazos de 2 y 3 años (con vencimientos en 2014 y 2015) pasó de \$5.000 miles de millones a \$4.010 miles de millones, y el de los TES de corto plazo (plazos inferiores a un año) pasó de \$5.000 miles de millones a \$9.990 miles de millones. Al 30 de septiembre se habían emitido \$4.001 miles de millones de TES de largo plazo y \$7.299 miles de millones de TES de corto plazo, para un total de \$11.299 miles de millones⁵⁰.

Por otro lado, en el Gráfico 27 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con

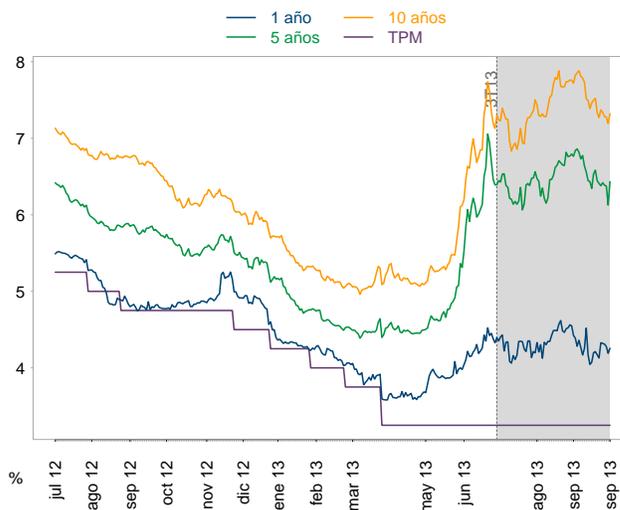
⁴⁹\$20.270 miles de millones de TES en pesos, y \$4.561 miles de millones de TES UVR. No tiene en cuenta TES para regular la liquidez.

⁵⁰Los 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.

corte al 30 de septiembre, se observa que los vencimientos del 4T13 representan un 3,6% del saldo en circulación.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Gráfico 28: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



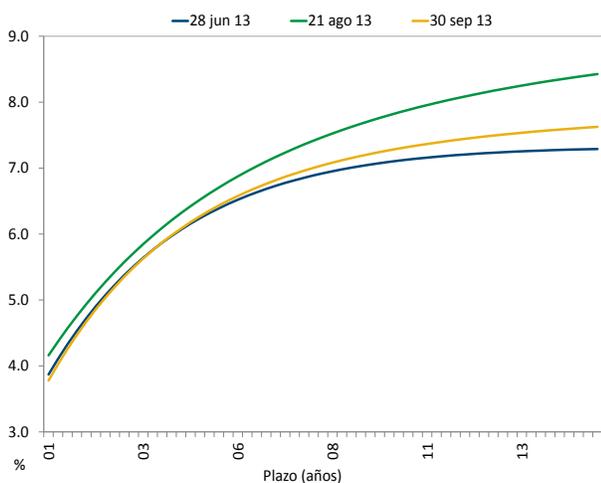
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Durante este trimestre los bonos de Colombia se desvalorizaron ante expectativas de una modificación al programa de estímulo monetario en EE.UU., pero posteriormente se valorizaron nuevamente cuando el programa se mantuvo inalterado, de tal manera que al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales de junio con las de finales de septiembre se encuentra que en promedio presentaron variaciones de -7 p.b. entre 0 y 2 años, 0 p.b. entre 2 y 5 años y +20 p.b. entre 5 y 15 años⁵¹ (Gráficos 28 y 29). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años aumentó al pasar de 280 p.b. el 28 de junio a 307 p.b. el 30 de septiembre de 2013 (Gráfico 30).

Como ya se mencionó, el comportamiento de los TES

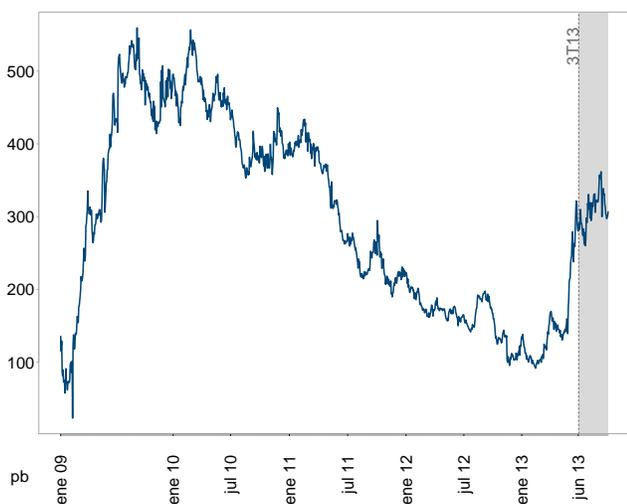
⁵¹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 29: Curvas Spot Colombia. Dic. 2012, Feb. 2013 y Mar. 2013



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Gráfico 30: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

durante este trimestre estuvo relacionado principalmente con la incertidumbre del mercado acerca del momento en que la Reserva Federal comenzaría a disminuir el monto del programa de compra de activos. Esto estuvo reflejado en la correlación entre las tasas

de los bonos a 10 años de Colombia y EE.UU., que durante el trimestre fue 77%. Los TES se desvalorizaron hasta finales de agosto. Posteriormente, cuando se publicaron las minutas de la Fed y el mercado redujo sus expectativas respecto a la prontitud del retiro del programa de estímulo, los TES registraron valorizaciones, y en los casos de los tramos corto y medio de la curva compensaron las desvalorizaciones presentadas hasta ese momento.

Adicionalmente, las tasas se vieron influenciadas por factores locales. Un evento a destacar, es la colocación de bonos de deuda de Ecopetrol en el mes de agosto por \$900 miles de millones, que pudo haber llevado a algunos agentes a diversificar sus portafolios, lo que pudo tener como consecuencia una menor demanda de TES. Por otro lado, los hechos que contribuyeron a valorizaciones de los títulos fueron en primer lugar, el anuncio del aplazamiento de la modificación al cálculo de la rentabilidad mínima de los Fondos de Pensiones Obligatorias (FPO) hasta 2014, y en segundo lugar, la mejora de estable a positiva de la perspectiva de la calificación de largo plazo de la deuda soberana de Colombia por parte de la agencia calificadora *Moody's*⁵². Por último, es importante mencionar que las tasas de corto plazo disminuyeron como consecuencia de expectativas de recortes de la tasa de referencia, luego que se conocieran algunos datos desfavorables de la industria. Sin embargo, dicho recorte fue descartado después de conocerse el dato de crecimiento del 2T13, que como ya se mencionó, fue mejor al esperado⁵³. También debe mencionarse que las expectativas de inflación para finales de 2013 aumentaron y volvieron a disminuir en lo corrido del trimestre, a medida que se

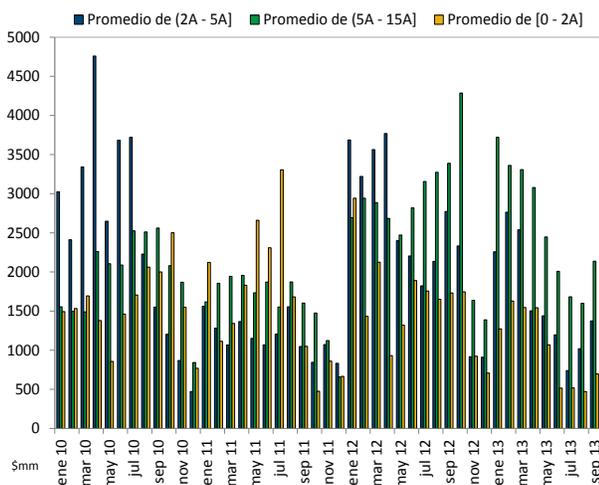
⁵²Anuncio del 15 de julio. La agencia mencionó que las expectativas de la continua consolidación fiscal permitirían una reducción del déficit. Además, señaló que una historia de políticas macroeconómicas coherentes y predecibles en Colombia, un correcto cumplimiento de la deuda y el creciente nivel de reservas internacionales, limitaban el impacto de un choque externo adverso. Finalmente, destacó que la renovación de la línea de crédito flexible con el FMI ofrecía un apoyo externo adicional.

⁵³El cambio en las expectativas con respecto a la tasa de referencia puede verse reflejado en la variación del IBR a 3 meses, el cual pasó de 3,26% a 3,05% entre el 30 de agosto y el 16 de septiembre, y posteriormente se incrementó nuevamente a 3,26% el 23 de septiembre.

conocían los datos oficiales. La inflación esperada para diciembre pasó de 2,57% en junio a 2,65% en julio, y en septiembre volvió a disminuir a 2,56%.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$3.412 miles de millones⁵⁴, inferior al observado en el mismo período del año 2012 (\$7.229 miles de millones aproximadamente) (Gráficos 31 y 32). En el Gráfico 31 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 de los del tramo medio (plazos entre 2 y 5 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 28% a 30% entre el 2T13 y el 3T13, seguidos de los títulos que vencen en junio de 2016, mayo de 2014, y octubre de 2015, cuyas participaciones se ubicaron en 17%, 12% y 12%, respectivamente.

Gráfico 31: Monto promedio negociado por plazos de TES

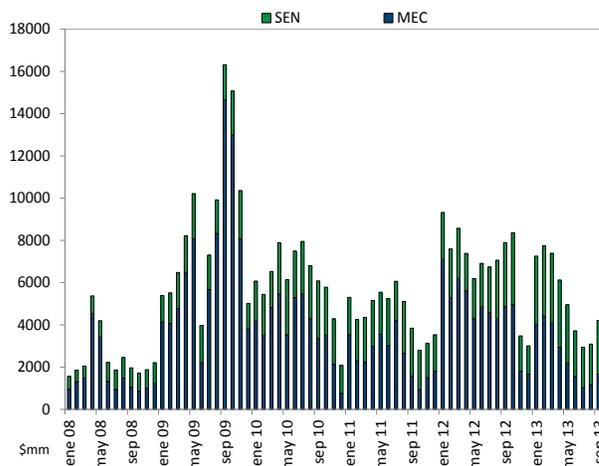


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. Billones de pesos.

Por último, cabe mencionar que durante el período analizado se publicaron otras noticias relevantes. En agosto el Ministerio de Hacienda anunció una disminución en la colocación de TES mediante el mecanis-

⁵⁴Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 32: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

mo de subastas para 2013 por un monto de \$1,5 miles de millones, de tal manera que la meta de colocación de TES por subastas para 2013 pasó de \$21.500 miles de millones a \$20 mil de millones. La entidad señaló que estos recursos serían compensados con otras fuentes de financiamiento en el mercado local, principalmente mediante operaciones forzosas con entidades públicas⁵⁵. Por otro lado, se anunció la decisión del Gobierno de vender Isagen, señalando que con esta operación se esperaba recaudar cerca de \$4.500 miles de millones que serían invertidos en infraestructura.

En septiembre el Congreso de la República aprobó un incremento del presupuesto de 2014 de \$200.000 miles de millones a \$203.000 miles de millones, para cumplir con los compromisos adquiridos al finalizar el paro agrario. También se anunció que se presentaría un proyecto de Ley con el propósito de extender durante un año el impuesto del 4 por mil. Adicionalmen-

⁵⁵Aumentó en \$800 mil millones las colocaciones mediante operaciones “convenidas y forzosas” con entidades públicas y anunció que realizaría un canje de deuda por \$700 mil millones de TES que vencían en noviembre de 2013 por bonos que vencían en 2018 y 2022.

te, el Banco Mundial aprobó un préstamo a 18 años por US\$600 millones para Colombia con el objetivo de apoyar al Gobierno en mejorar la equidad, reducir la pobreza y alcanzar un crecimiento sostenible.

Por último, el 19 de septiembre el Gobierno emitió US\$1.600 millones en bonos de deuda externa a 10 años a una tasa de 4,168%, la segunda tasa más baja de financiamiento en dólares a la que se había colocado deuda colombiana en los mercados internacionales⁵⁶.

6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC presentaron leves desvalorizaciones durante el periodo analizado. El número de contratos negociados de futuros de TES⁵⁷ disminuyó al pasar de 80.252 en el 2T13 contratos a 27.641 en el 3T13 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$6.910 miles de millones. Por otra parte, en cuanto a las posiciones abiertas al 30 de septiembre, éstas ascendían a 3.594 contratos.

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

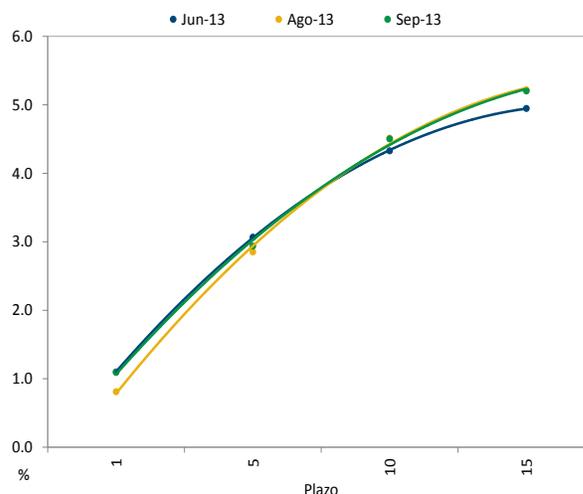
Comparando los datos de finales de septiembre contra finales de junio, puede observarse que durante el 3T13 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron algunas desvalorizaciones, exceptuando Perú. En Brasil hubo una desvalorización en el tramo largo de la curva, mientras que en Colombia se presentaron valorizaciones en el tramo corto y algunas desvalorizaciones en el largo. Por otra parte, en la curva de México se presentaron des-

⁵⁶Se informó que los recursos obtenidos serían destinados a financiar apropiaciones presupuestales de la vigencia de 2013 y pre-financiar parte de la vigencia de 2014. Se aclaró que los recursos serían utilizados para pagos de deuda y gastos en el exterior, razón por la cual no serían monetizados.

⁵⁷Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

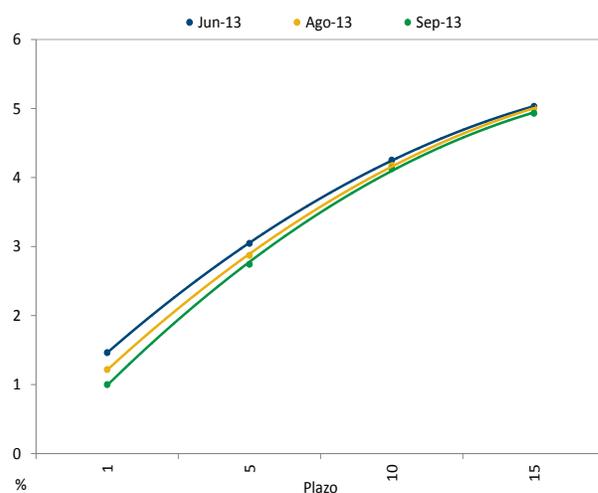
valorizaciones en el tramo corto y poca variación en el tramo largo de la curva. Por último, la curva de Perú se valorizó en todos los tramos (Gráficos 33, 34 y 35).

Gráfico 33: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

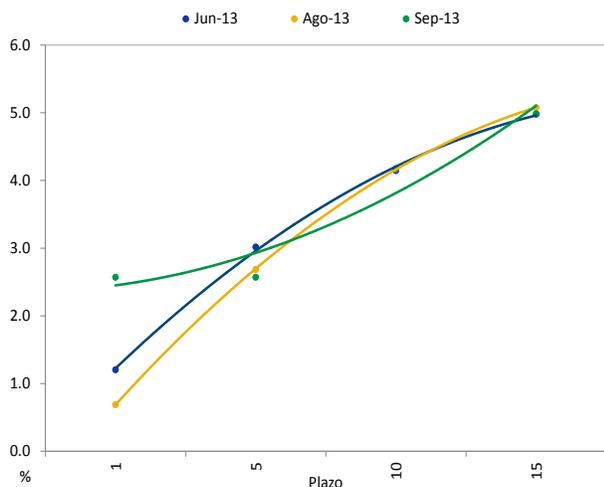
Gráfico 34: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Las primas de riesgo para los países de la región en ge-

Gráfico 35: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

neral tuvieron un comportamiento decreciente, comparando los últimos datos del trimestre contra los últimos datos del trimestre anterior. De esta forma, durante el 3T13 el EMBI+ aumentó 7,25 p.b. (2,1%), mientras que los EMBI país, para la muestra de los países de la región, disminuyeron en promedio 9,2 p.b. (4,7%)⁵⁸, a pesar de que el EMBI+ Colombia presentó un ligero incremento de 3 p.b. (1,6%). (Gráfico 36). Asimismo, los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 5,7 p.b. (4,4%)⁵⁹ (Gráfico 37).

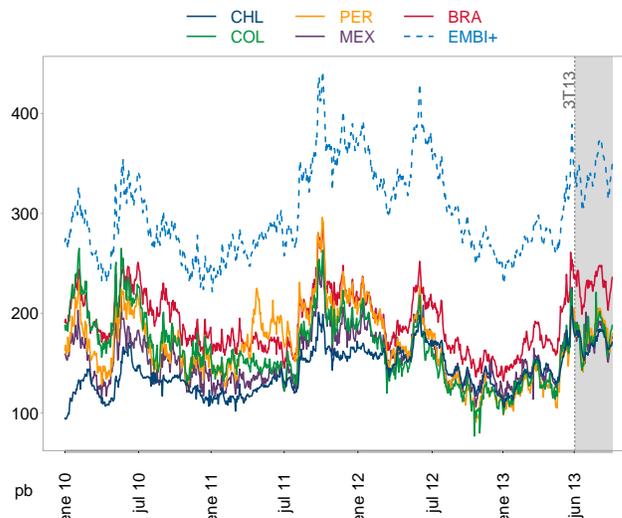
En cuanto a las calificaciones crediticias de los países de la región, el 19 de agosto Standard and Poor's aumentó la calificación de deuda soberana de largo plazo en moneda local (BBB+ a A-) y extranjera (de BBB a BBB+) de Perú⁶⁰, con perspectiva estable. El aumento

⁵⁸Variaciones EMBI+ países: Colombia: 3 p.b. (1,6%), Brasil: -2 p.b. (-0,84%), México: -13 p.b. (-6,9%) y Perú -25 p.b. (-12,2%). EMBI Global Chile: -9 p.b. (-5,0%).

⁵⁹Variaciones: Colombia: -7,25 p.b. (-5,1%), Brasil: -8,5 p.b. (-4,6%), México: -8,2 p.b. (-6,2%), Chile: -8,4 p.b. (-8,6%) y Perú: 3,8 p.b. (2,6%).

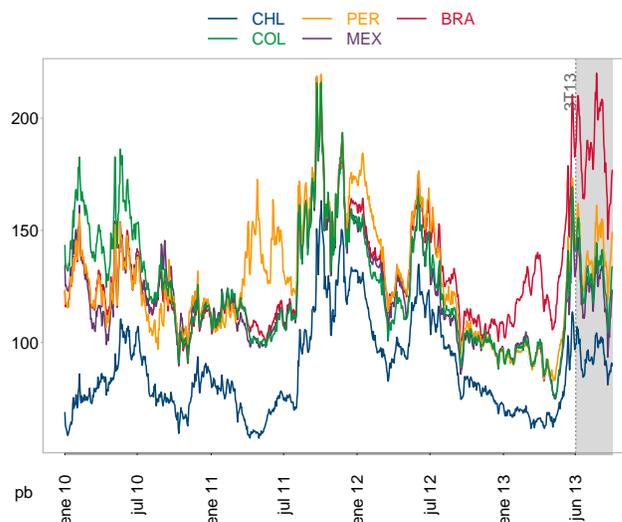
⁶⁰La calificación para Perú de Moody's es Baa2 y de Fitch Ratings es BBB.

Gráfico 36: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

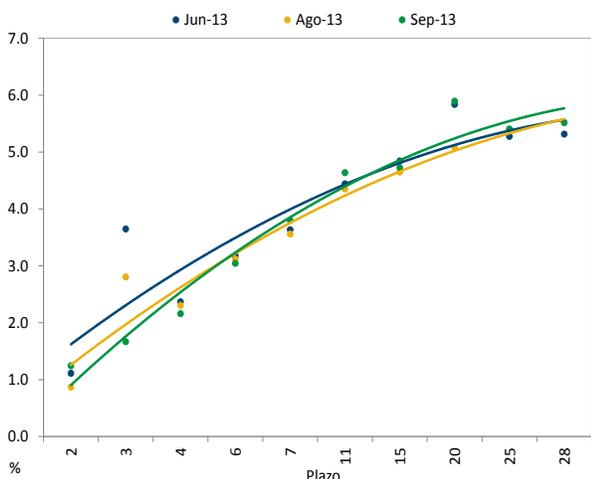
en la calificación reflejó la reducción de la vulnerabilidad del país a choques externos y el aumento en la capacidad de esta economía para mantener un crecimiento estable de largo plazo. La agencia destacó los cambios estructurales favorables en la política fiscal

del país, la mejora en el perfil de la deuda y la implementación del Fondo de Estabilización Fiscal. El 10 de septiembre esta agencia recortó la calificación de deuda de largo plazo en moneda local y extranjera de Argentina de B- a CCC+, con perspectiva negativa⁶¹, afirmando que esta reducción refleja el riesgo de incumplimiento de pagos, después de la decisión de una corte de apelaciones en Nueva York que ordenó al país pagar US\$1,3 billones a acreedores con bonos en cesación de pagos.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Comparando los datos de finales de septiembre contra los de finales de junio, durante el 3T13, los bonos de la deuda externa colombiana en dólares presentaron valorizaciones en el tramo corto de la curva y desvalorizaciones en el largo (Gráfico 38 y Gráfico 39). Por su parte, la deuda externa denominada en pesos presentó valorizaciones durante el periodo analizado.

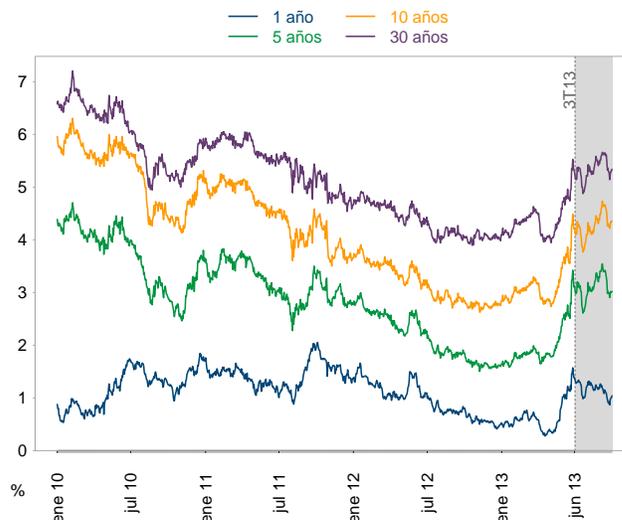
Gráfico 38: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

⁶¹La calificación para Argentina de Moody's es B3 y de Fitch es CC.

Gráfico 39: Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia



Fuente: Bloomberg.

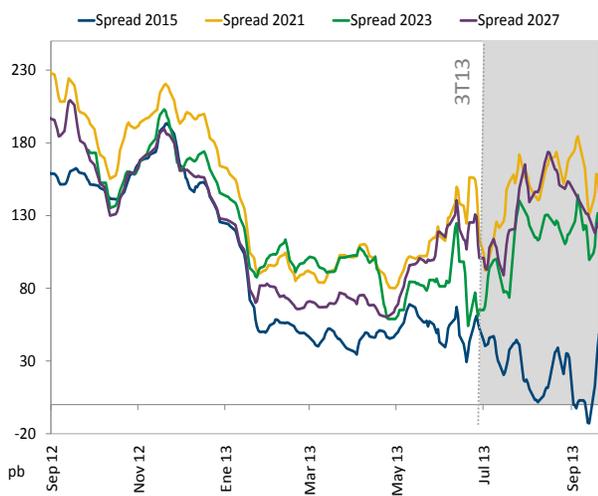
En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, en comparación con los últimos datos del trimestre anterior, el EMBI+ Colombia presentó un incremento de 3 p.b. (1,6%) y el CDS a 5 años disminuyó 7,25 p.b. (5,1%), conducta relacionada principalmente con las condiciones de riesgo a nivel internacional. Por otra parte, Moody's cambió la perspectiva de la calificación de deuda soberana de Colombia (Baa3) de estable a positiva⁶², indicando que las expectativas de una continua consolidación fiscal en medio de la implementación de la regla fiscal que rige desde 2011, permitirá disminuir el déficit fiscal desde 2.0% del PIB de 2011 a un estimado de 1.7% del PIB para 2014. Adicionalmente, esta entidad señaló que una historia de políticas macroeconómicas coherentes y predecibles en Colombia, un correcto cumplimiento de la deuda y el creciente nivel de reservas internacionales, limitan el impacto de un choque externo adverso sobre la economía. Finalmente, destacó la renovación de la línea de crédito flexible de US\$5.800 millones con el FMI, lo cual ofrece un

⁶²La calificación para Colombia de Fitch es BBB- y de Standard & Poor's es BBB.

apoyo externo adicional.

En línea con lo anterior, el 9 de septiembre el Directorio Ejecutivo del Banco Mundial (BM) aprobó un préstamo por US\$600 millones para Colombia, que vence en 18 años, con el fin de fortalecer la capacidad fiscal del país. Según el BM, el objetivo del programa es apoyar al Gobierno en mejorar la equidad fiscal, territorial y de género a través de acciones específicas, que serán necesarias para reducir la pobreza extrema y alcanzar un crecimiento sostenible⁶³.

Gráfico 40: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 40 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* de los títulos de mediano y largo plazo

⁶³El apoyo se destinará a seis áreas específicas del Gobierno: i) una política y administración tributaria más progresiva; ii) el aumento de la equidad inter-regional y de la capacidad de los gobiernos subnacionales; iii) mejoras en la focalización del gasto social a adultos mayores; iv) el fortalecimiento de la capacidad del gobierno de atender a mujeres víctimas de violencia; v) una mayor transparencia en acceso a la información del presupuesto público, y vi) mejoras en el monitoreo de la pobreza y otros indicadores sociales.

aumentó principalmente por desvalorizaciones de los TES Locales. Por otra parte, para las referencias que vencen en 2015 se presentaron valorizaciones tanto de los TES Locales como TES Globales, donde las tasas de los locales disminuyeron más que las de los TES globales, de tal manera que el *spread* para estas referencias disminuyó.

Por otra parte, el 19 de septiembre el Gobierno realizó una emisión por US\$1.600 millones en bonos de deuda externa a 10 años a una tasa de 4,168%. Se señaló que ésta es la segunda tasa más baja de financiamiento en dólares a la que se ha colocado deuda colombiana en los mercados internacionales, y se informó que los recursos obtenidos serían destinados a financiar apropiaciones presupuestales de la vigencia de 2013 y pre-financiar parte de la vigencia de 2014, aclarando que los recursos serían utilizados para pagos de deuda y gastos en el exterior, razón por la cual no serían monetizados.

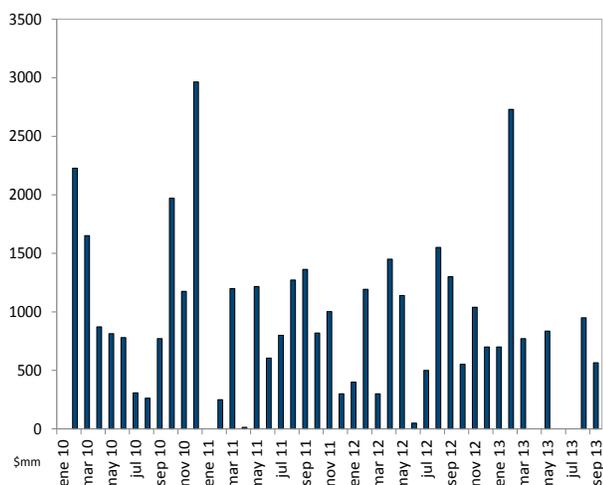
7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 3T13 la dinámica del mercado primario de deuda privada mejoró. En particular, el comportamiento de la deuda privada colombiana se vio influenciada por la decisión del Gobierno de aplazar el decreto que modificaría el cálculo de la rentabilidad mínima de los fondos de pensiones obligatorias.

De acuerdo al monto de colocaciones, el mercado primario de deuda privada presentó un aumento en el monto colocado frente al observado en el trimestre inmediatamente anterior en un 81% con un monto trimestral equivalente a \$1.505 miles de millones⁶⁴ (ant: \$836 miles de millones) (Gráfico 41). Cabe destacar que el nivel de colocaciones del trimestre anterior fue el mínimo desde el 1T08 y que las colocaciones del 3T13 frente al 3T12 presentaron una caída de 55%.

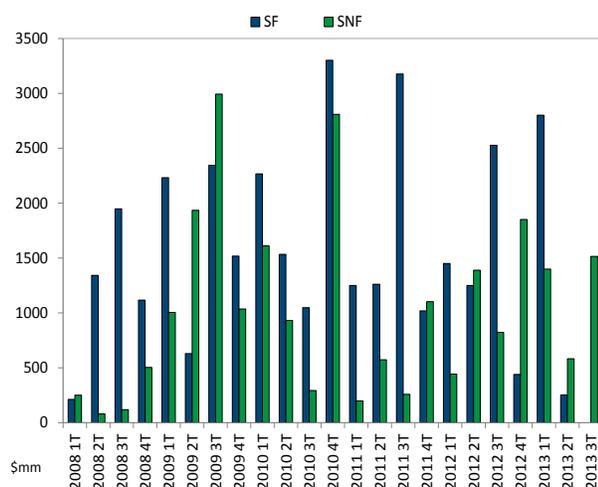
⁶⁴Dicho monto equivale a 0,68 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

Gráfico 41: Monto Total Colocado (2010 - 2013)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 42: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

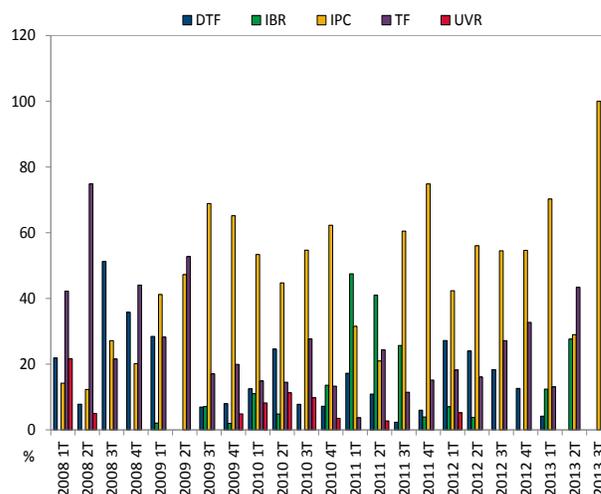
La dinámica del mercado estuvo definida por la participación del sector no financiero⁶⁵, ya que el sector financiero no realizó ninguna colocación. El sector

⁶⁵Las colocaciones del sector no financiero aumentaron en 270%

financiero, que presentaba colocaciones promedio de \$1.336 miles de millones desde 2008 no presentó colocaciones durante el trimestre, mientras que las del sector no financiero correspondieron a 1,6 veces su promedio histórico (3T13: \$1.505 miles de millones, 2T13: \$582 miles de millones) (Gráfico 42).

Durante el trimestre únicamente tres entidades realizaron colocaciones: Cemex Colombia (una colocación por \$50 mil millones), Ecopetrol (tres colocaciones por \$900 mil millones) y Emgesa (dos colocaciones por \$565 mil millones). Dichas colocaciones estuvieron atadas una a tasa fija y las otras dos al IPC ⁶⁶ (Gráfico 43). Respecto al plazo de dichas colocaciones, el 60% fue a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 44).

Gráfico 43: Colocaciones por Tasa de Interés

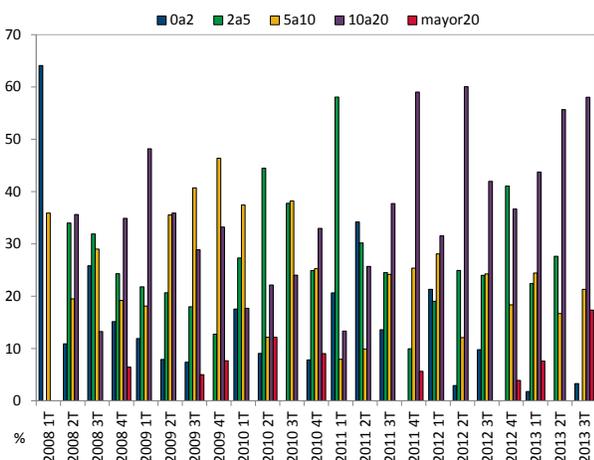


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

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 (50 p.b); la demanda por colocaciones (\$2.855 miles de millones) fue 1,89 ve-

⁶⁶Respecto al monto colocado, durante el trimestre el 97% del monto colocado estuvo atado al IPC, mientras que el 3% de colocaciones estuvo atado a una tasa fija.

Gráfico 44: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



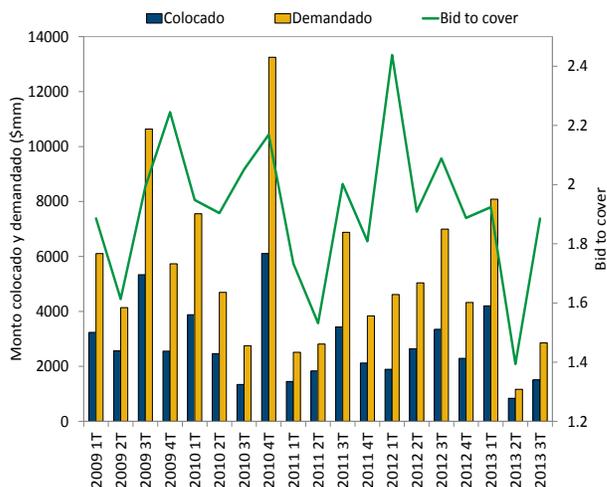
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

ces el monto colocado (demanda trimestre anterior: (\$1.165 miles de millones, 1,39 veces) (Gráfico 45).

Adicionalmente, el monto negociado sobre títulos de deuda privada en el mercado secundario disminuyó 24% frente al trimestre anterior y un 56% frente al tercer trimestre de 2012. Esta disminución se dio principalmente en las negociaciones de simultáneas que cayeron 12% y 76% frente al trimestre anterior, y al mismo trimestre del año anterior respectivamente.

Durante el tercer trimestre de 2013, la tasa o margen promedio de las colocaciones de deuda privada atadas al IPC, aumentó para los plazos mayores a 5 años mientras que para el resto de plazos no se registraron colocaciones Gráfico 46.

Gráfico 45: Monto Colocado VS Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 46: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

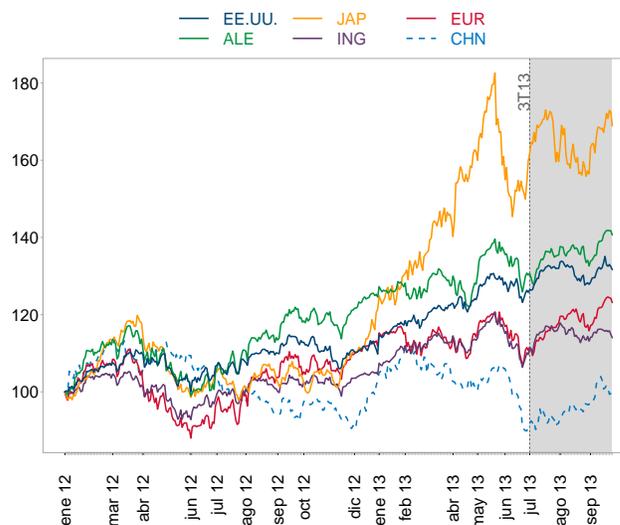
Durante el 3T13 en general los índices accionarios de países desarrollados como de emergentes, presentaron valorizaciones. Tales valorizaciones se dieron principalmente por la reducción de la percepción de riesgo internacional ante la continuidad del programa de compra de activos en EE.UU., y el aumento de los precios de las materias primas.

En Estados Unidos, las bolsas se valorizaron en el trimestre⁶⁷ impulsadas por datos positivos de actividad económica y la mejora en la perspectiva de la calificación de deuda de Estados Unidos por parte de Moody's. En Europa, el Eurostoxx se valorizó 11,2% durante el trimestre, influenciado por datos positivos de actividad económica y el empleo, y por las decisiones del BCE de mantener las tasas de interés bajas por un largo periodo de tiempo. Por otra parte, el índice de la bolsa de China se valorizó 9,9% durante el periodo, ante la publicación de datos favorables de actividad económica y producción. Por otra parte, en Japón el aumento del índice Nikkei (5,7%) estuvo impulsado por la continuación del programa de compra de activos por parte del banco central (*Gráfico 47*).

En América Latina, los índices accionarios de Brasil, Colombia y Perú presentaron valorizaciones de 10,3%, 9,6% y 2,4%, respectivamente (*Gráfico 48*), influenciados por la reducción en la percepción de riesgo, el aumento del precio de los commodities que impulsó la cotización de las acciones de compañías mineras y petroleras, y la mejora en las calificaciones de deuda de Colombia y Perú. Las valorizaciones se dieron a pesar de una reducción, en general, en las expectativas de crecimiento económico para los países dentro de la muestra. De otra parte, el MEXBOL de México se desvalorizó 1,1% debido principalmente a la caída que presentó en las últimas semanas de agosto por la incertidumbre que persistía en los mercados financieros respecto al momento en el cual la Fed reduciría el ritmo de su programa de compra de activos.

⁶⁷El S&P500 se valorizó 4,7% y el Dow Jones 1,5% y el Nasdaq 10,8%.

Gráfico 47: Índices accionarios países desarrollados



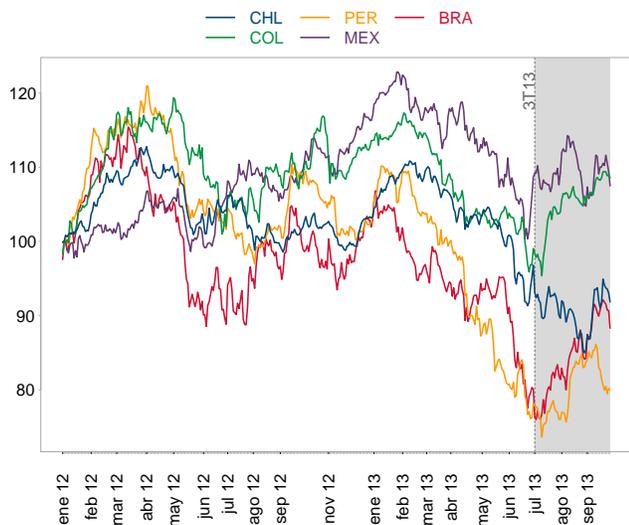
Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

El IPSA de Chile se desvalorizó 5,1%, principalmente por a factores locales como las menores expectativas de crecimiento (luego de una revisión a la baja en las proyecciones del banco central), las ventas de acciones principalmente de inversionistas extranjeros, desvalorizaciones de acciones de empresas del sector minero en julio y resultados negativos de empresas locales del segundo trimestre.

En el *Gráfico 49* se puede observar que el promedio de los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región en el 3T13 fue superior al promedio observado en el segundo trimestre del año para todos los países de la región, exceptuando Perú⁶⁸. El IBOV de Brasil fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación, seguido por el IGBVL de Perú, el IPSA de Chile, el MEXBOL de México y el IGBC de Colombia.

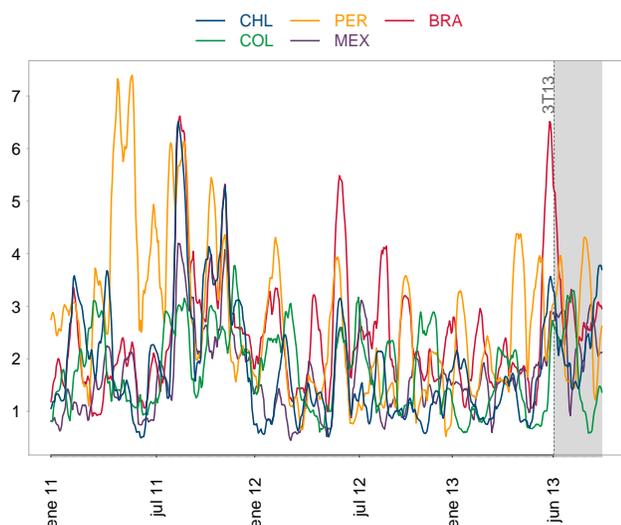
⁶⁸En términos de promedios, el coeficiente de variación del IPSA de Chile aumentó 39,3% (de 1,68 a 2,34), el IGBC de Colombia 25,8% (de 1,44 a 1,81), el IGBVL de Perú -6,6% (de 2,92 a 2,72), el MEXBOL de México 29,6% (de 1,76 a 2,28) y el IBOV de Brasil 9,9% (de 2,59 a 2,85).

Gráfico 48: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

Gráfico 49: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



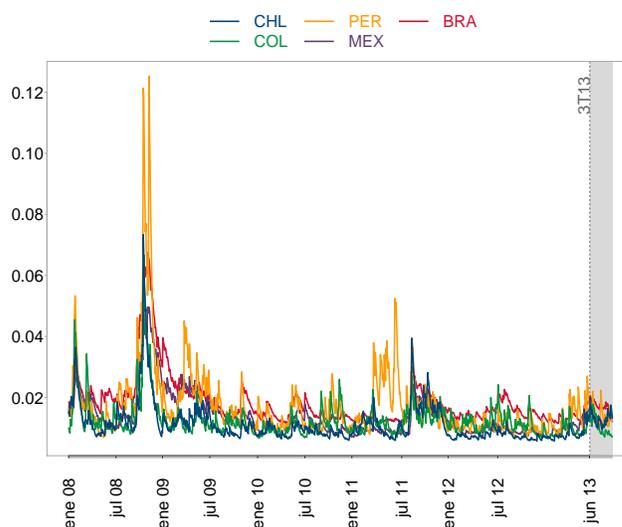
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. Ventana móvil de 20 días.

En materia de volatilidad condicional⁶⁹, durante el 3T13 el promedio en la región aumentó levemente con

⁶⁹Medida a través de modelos GARCH(1,1).

respecto al trimestre anterior (8,4%). El IBOV de Brasil fue el índice que presentó la mayor volatilidad condicional durante el trimestre, seguido por el IGBVL de Perú, el IPSA de Chile y el MEXBOL de México⁷⁰. Por su parte, el IGBC fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo (Gráfico 50).

Gráfico 50: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

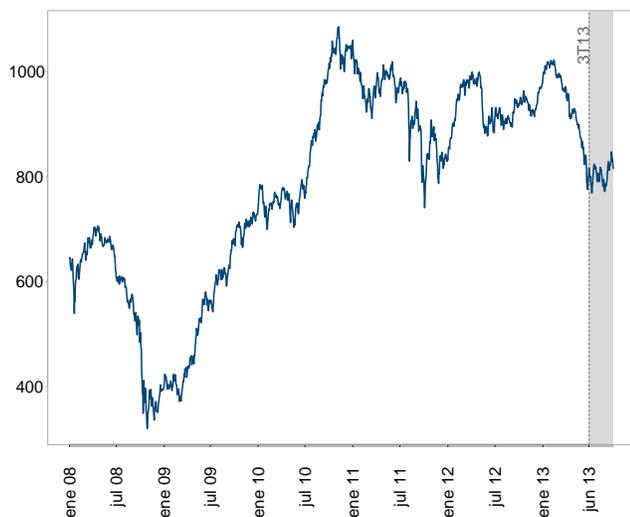
En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁷¹, durante el 3T13 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones en el mercado MILA por \$1.752 millones (ventas de \$5.089 millones y compras de \$3.337 millones), frente a \$396 millones observadas en el 2T13 y \$5.067 millones en el 1T13. Es importante anotar que en el periodo el 100% 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 este mercado (Gráfico 51) presentó una disminución de 0.2% durante el periodo analizado.

En Colombia, el promedio diario negociado durante el

⁷⁰La volatilidad condicional del IBOV de Brasil fue 0,013, la del IGBVL de Perú 0,014, la del IPSA de Chile 0,013 y la del MEXBOL de México 0,0129.

⁷¹Fuente: MILA.

Gráfico 51: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

trimestre en el mercado accionario fue de \$148 miles de millones, similar al observado en el primer y segundo trimestre de 2013 (\$150 miles de millones y \$159 miles de millones, respectivamente). El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron valorizaciones durante el periodo analizado de 9,6 %, 8,4 % y 8,9 % respectivamente, influenciados por la reducción de la percepción de riesgo, el aumento en el precio del petróleo⁷² y la mejora en la perspectiva de calificación de deuda soberana de Colombia por parte de Moody's de estable a positiva. A pesar de las valorizaciones observadas en el periodo, los índices continúan ubicándose por debajo de los niveles observados en el primer trimestre de 2013.

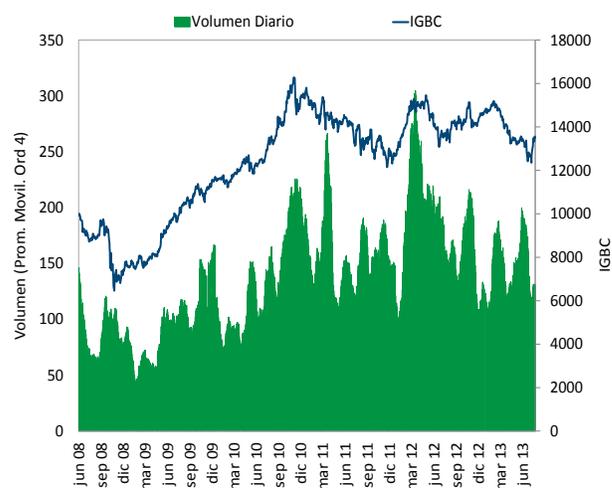
En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 69 contratos frente a 89 contratos negociados en el 3T12⁷³ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

En el mercado secundario de acciones, los principales demandantes netos fueron los agentes extranjeros,

⁷²El petróleo WTI aumentó 5,98 % y el Petróleo BRENT 6,9 %.

⁷³El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.

Gráfico 52: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

los fondos de pensiones y cesantías y las sociedades comisionistas de bolsa, que demandaron en neto \$412 miles de millones, \$237 miles de millones y \$90 miles de millones respectivamente. Por otra parte, los principales oferentes netos fueron las personas naturales, los programas ADR y el sector real, que vendieron en neto \$410 miles de millones, \$240 miles de millones y \$184 miles de millones respectivamente.

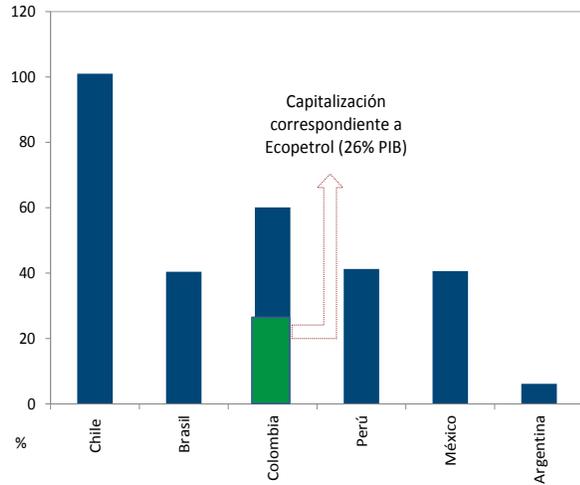
Con datos estimados del PIB de 2012⁷⁴ y datos de capitalización bursátil a agosto de 2013, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 53 se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 101 % de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región, seguido por el de las bolsas de Colombia (60,1 %), Perú (41,2 %), México (40,6 %) y Brasil (40,4 %).

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a agosto de 2013⁷⁵, en la región la bolsa de

⁷⁴Fuente: FMI.

⁷⁵Este 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 capitaliza-

Gráfico 53: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 92,3%; seguida por las bolsas de México (41,8%), Chile (12,9%), Colombia (9,0%) y Perú (1,9%).

ción bursátil. Fuente: World Federation of Exchanges.