



# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2015

Banco de la República

Abril de 2015

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

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

Sandra Benítez  
Directora

## **Sección Desarrollo de Mercados**

Juan Sebastián Rojas  
Jefe

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

## **Estudiantes en práctica profesional**

Juliana Pinzón  
Bryan Stiven González

## **Recuadros**

*Recuadro 1:* Juliana Pinzón y Juan Sebastián Rojas

*Recuadro 2:* Alfredo Hincapié, Kimberly Rojas y Diego Rojas

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Mercado cambiario . . . . .	6
2.2	Mercado monetario . . . . .	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	6
2.4	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>15</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>18</b>
5.1	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	21
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>23</b>
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia . . . . .	23
6.2	Mercado de Deuda Pública . . . . .	27
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	27
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	29
6.3	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	33
6.4	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	34
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>36</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>37</b>

## Índice de Gráficos

1	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	8
2	Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro . . . . .	8
3	Momento esperado del primer incremento de la tasa de política monetaria de la Fed . . . . .	10
4	Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2015 . . . . .	10
5	Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016 . . . . .	10
6	Credit Default Swaps 5 años de América Latina . . . . .	11
7	Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos . . . . .	11
8	Flujos de extranjeros en bonos de EE . . . . .	12
9	Flujos de extranjeros en acciones de EE . . . . .	12
10	Precio Internacional del Petróleo . . . . .	13
11	Incremento en la Producción de Petróleo . . . . .	13
12	Oferta y Demanda Mundial de Petróleo . . . . .	14
13	Índices de Confianza . . . . .	15
14	Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2015 (EOF) . . . . .	16
15	Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2014 (EOF) . . . . .	16
16	Densidades de las Expectativas de Inflación para el 2014 (EOF) . . . . .	17
17	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	17
18	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .	17
19	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	17
20	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	18
21	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .	18
22	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna . . . . .	18
23	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	19
24	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	19
25	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	21
26	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	21
27	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	22
28	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	22
29	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	23
30	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	24
31	Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS . . . . .	25
32	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	25
33	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día) . . . . .	26
34	Promedio Mensual de Saldos Diarios . . . . .	26
35	Posición Neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	27
36	Crecimiento Anual de Cartera . . . . .	27
37	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	28
38	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	30
39	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	30
40	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	31
41	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	31
42	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	31
43	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	32

44	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	32
45	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .	33
46	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . . .	33
47	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	34
48	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	34
49	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	34
50	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	35
51	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	35
52	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	35
53	TES Globales vs TES locales . . . . .	36
54	Monto Total Colocado . . . . .	36
55	Monto Colocado por Sector . . . . .	36
56	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	37
57	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	37
58	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	37
59	Índices Accionarios Países Desarrollados . . . . .	38
60	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	39
61	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región . . . . .	40
62	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	40
63	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB . . . . .	40
64	Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable . . . . .	41
65	<i>S&amp;P MILA 40</i> . . . . .	41
66	<i>IGBC</i> y Volumen Transado Diario . . . . .	41

## Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo . . . . .	12
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	19
3	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	20
4	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otros Mecanismos de Intervención Cambiaria . . . . .	20
5	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	20
6	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	21
7	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI . . . . .	21
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Marzo LATAM . . . . .	24
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2015 . . . . .	25
10	Crecimiento 4T14 y Expectativas para 2015 . . . . .	25
11	Emisiones Deuda Privada 1T15 . . . . .	37
12	Variaciones acciones <i>COLCAP</i> . . . . .	39
13	Caracterización de períodos de mayor, menor y normal liquidez, durante 2013 y 2014 . . . . .	49

## 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.

En línea con lo anterior, este reporte busca proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte señala 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 primer trimestre del 2015 se caracterizó por la continuidad en las condiciones de liquidez mundial ante las medidas implementadas por el Banco Central Europeo, y por los bancos centrales de Australia, Canadá y Suiza, entre otros. Las economías de EE. UU., Europa y Japón se fortalecieron, aunque a ritmos diferentes, mientras que se redujeron las expectativas de crecimiento de la mayoría de las economías de países emergentes. No obstante, los indicadores de riesgo de estas últimas se deterioraron en magnitudes inferiores a las presentadas en meses anteriores, particularmente en Latinoamérica, en línea con la menor depreciación del precio de los *commodities*. En este contexto, el dólar de EE. UU. continuó con su tendencia de apreciación frente a las monedas de países tanto desarrollados como emergentes, observada desde el segundo semestre de 2014.

En América latina, los movimientos de los mercados accionarios y de deuda pública no fueron uniformes a través de los diferentes países. Mientras en general los índices accionarios redujeron el ritmo de las desvalorizaciones presentadas en el trimestre anterior, y en algunos casos se observaron ligeras ganancias, los mercados de deuda soberana presentaron pérdidas particularmente en el mes de marzo, influenciados por aspectos internacionales pero también por factores idiosincráticos de cada economía. En particular, en Colombia los TES se valorizaron levemente ante la demanda de inversionistas extranjeros en enero, mientras que el mercado accionario continuó deteriorándose durante todo el trimestre al tiempo que se depreció la tasa de cambio.

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

## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Mercado cambiario

En el 1T15, el dólar estadounidense se fortaleció frente a las monedas de países desarrollados y emergentes. En general se percibió una mayor preferencia de los agentes por el dólar a nivel mundial en un contexto de un desempeño favorable de la economía estadounidense que amplió la brecha de desempeño frente a otras economías desarrolladas, y que generó incertidumbre con respecto al momento en el cual daría inicio el proceso de normalización de la política monetaria de este país.

### 2.2 Mercado monetario

En el 1T15, el Banco Central Europeo mantuvo inalterada su tasa de interés de política monetaria en su mínimo histórico y anunció un programa de compra de activos públicos y privados. Adicionalmente, el Banco Popular de China introdujo medidas adicionales de estímulo para combatir la baja inflación y el débil desempeño económico. En la misma línea, otros bancos centrales como los de Suiza, Polonia, Australia, Dinamarca y Canadá anunciaron recortes en sus tasas de política monetaria.

En Latinoamérica se observaron diferentes decisiones de las autoridades monetarias de la región. Los bancos centrales de México y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia. Por su parte, el de Brasil continuó el ciclo de política contractiva que había iniciado en abril de 2013 con el objetivo de controlar la inflación, y anunció incrementos de su tasa de referencia. Por el contrario, el banco central de Perú, además de dar continuidad a su política de reducción de tasas de encaje con el fin de sostener el dinamismo del crédito en soles, anunció en enero un recorte de su tasa de política.

### 2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los títulos de deuda pública interna de la región se desvalorizaron en el 1T15, con excepción de los de largo plazo de México y los de los tramos corto y mediano de Perú. En enero se presentaron valorizaciones asociadas a la continuidad de la amplia liquidez a nivel mundial, mientras que en febrero y marzo hubo desvalorizaciones relacionadas con un ajuste en las expectativas respecto a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, y un deterioro en las perspectivas de crecimiento económico de los países de la región. En cuanto a los bonos de deuda de EE. UU., los de corto plazo no presentaron movimientos significativos, mientras que los de los tramos mediano y largo de la curva se apreciaron, comportamiento asociado al mayor apetito por activos refugio y a la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de inversionistas ante el comienzo del programa de expansión cuantitativa del BCE y las medidas expansionistas por parte de otras economías desarrolladas.

Similar a lo ocurrido con los bonos de los otros países de la región, los TES en pesos se valorizaron en enero y posteriormente se desvalorizaron, especialmente en marzo. No obstante, en el caso de los bonos colombianos las desvalorizaciones no alcanzaron a compensar los movimientos de enero y por ende, al comparar las tasas de finales



de marzo con las de tres meses atrás, se encuentra que se valorizaron.

En cuanto a la deuda pública externa de la región denominada en dólares, durante el trimestre ésta presentó desvalorizaciones para Brasil y los tramos cortos de Perú y México, mientras que los tramos mediano y largo de estos países se valorizaron. Se destaca que en el caso de Brasil las desvalorizaciones estuvieron alineadas con el comportamiento de su deuda local, mientras que las valorizaciones de los tramos mediano y largo de México y Perú estuvieron relacionadas con la recuperación de la percepción de riesgo internacional a mediados de marzo luego de que la reunión de la Fed redujera la incertidumbre del mercado sobre sus determinaciones de política monetaria en el futuro.

En cuanto a la deuda pública externa de la región esta presentó un comportamiento mixto. Los bonos de Brasil se desvalorizaron, en línea con el panorama económico desfavorable de ese país; mientras que los de Colombia y los de los tramos mediano y largo de México y Perú experimentaron valorizaciones, que tuvieron lugar particularmente desde mediados de marzo y se explican por la mejoría en la percepción de riesgo internacional luego de la reunión de la Fed ese mes.

## 2.4 Mercado accionario

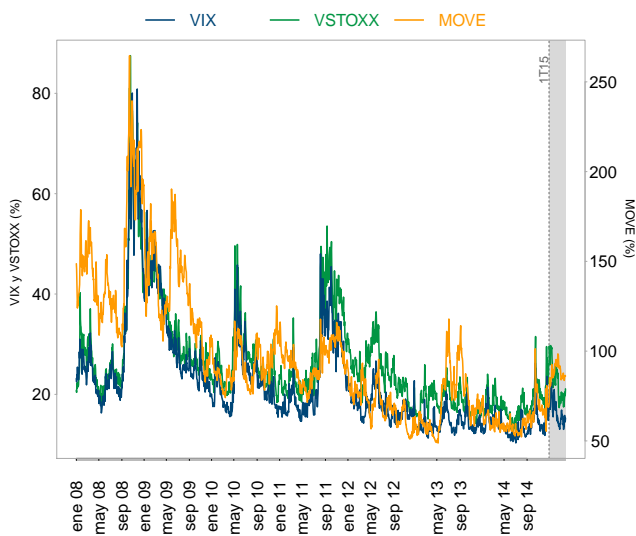
Durante el trimestre los índices bursátiles de las economías desarrolladas registraron valorizaciones, los de los mercados asiáticos continuaron avanzando tal como lo hicieron el trimestre anterior, y Europa recuperó dinamismo luego de que en el 4T14 no se presentaran cambios significativos en sus bolsas. En el caso de Latinoamérica, los resultados fueron heterogéneos.

En general, la evolución de los mercados accionarios estuvo influenciada principalmente por signos de recuperación económica en algunas economías desarrolladas, las amplias condiciones de liquidez frente a las medidas de estímulo adoptadas por algunas de estas economías y, en el caso de algunas economías emergentes, por la evolución de los precios de los *commodities*.

### 3 Entorno internacional

En el primer trimestre de 2015 (1T15), los índices accionarios de países desarrollados presentaron un comportamiento positivo<sup>1</sup> y los indicadores de percepción de riesgo de economías avanzadas disminuyeron frente al cierre del trimestre anterior<sup>2</sup>. Este comportamiento estuvo influenciado por las medidas de estímulo monetario anunciadas por distintos bancos centrales del mundo y la publicación de datos económicos favorables en Estados Unidos (EE.UU.), Europa y Japón (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

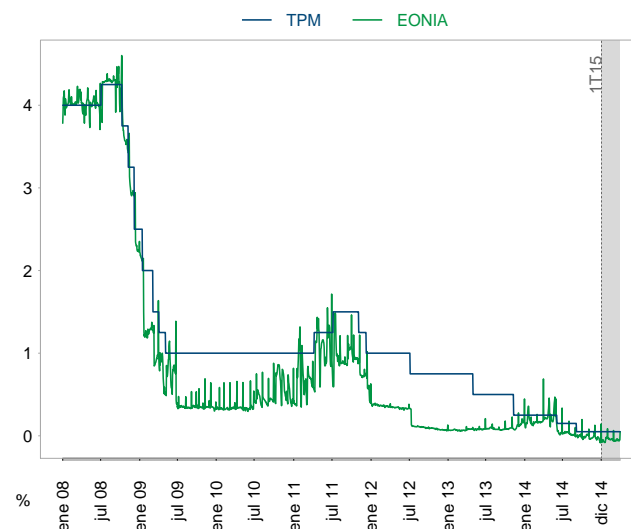
Específicamente, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su tasa de interés en su mínimo histórico (0,05 % - Gráfico 2) y anunció un programa de compra de activos públicos y privados de

<sup>1</sup>Entre el 30 de diciembre de 2014 y el 31 de marzo de 2015, se valorizaron los índices Nasdaq de EE. UU. 3 %, el Nikkei de Japón, 10,06 %, y el FTSE 100 de Inglaterra, 3,45 %. De igual manera, el Eurostoxx se valorizó 18,87 %, impulsado por valorizaciones en las bolsas de Alemania (22,03 %) y Francia (18,56 %).

<sup>2</sup>Entre el 31 de diciembre de 2014 y el 31 de marzo de 2015, el VIX pasó de 19,2 % a 15,29 % y el VSTOXX pasó de 26,18 % a 21,1 %.

EUR60.000 millones mensuales, el cual se prolongará por lo menos hasta septiembre de 2016<sup>3</sup>. Adicionalmente, el Banco Popular de China continuó implementado medidas de estímulo, entre las cuales se destacan la reducción del encaje bancario en 50 p.b. a 19,50 % y el recorte de sus tasas de préstamos y de depósitos bancarios en 25 p.b. a 5,35 % y 2,5 %, respectivamente, debido a riesgos deflacionarios y a un débil dinamismo de la economía. A lo anterior se sumaron los recortes en las tasas de política monetaria anunciados por bancos centrales como el de Polonia, Australia, Dinamarca y Canadá (Cuadro 1).

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



Fuente: Bloomberg.

De otro lado, la economía estadounidense continuó presentando un buen desempeño a lo largo del periodo, pese a las condiciones climáticas desfavorables, lo cual se vio reflejado en la publicación de datos positivos del sector manufacturero, del mercado laboral e inmobiliario<sup>4</sup>. En línea con lo anterior, el *Beige Book*

<sup>3</sup>El programa entró en vigencia en el mes de marzo y se prolongará por lo menos hasta septiembre de 2016, o hasta que se perciba un ajuste sostenible en la senda de la inflación que sea consistente con su objetivo de 2 %.

<sup>4</sup>Durante el trimestre, el PMI manufacturero se ubicó por encima de las proyecciones del mercado, y aumentó de 53,3 puntos en di-

publicado por la Reserva Federal (Fed) indicó que entre enero y mediados de febrero del 2015 la actividad económica se expandió en la mayoría de regiones, lo cual estuvo explicado por el buen desempeño del sector manufacturero, del turismo y del gasto de los consumidores.

En cuanto a la Zona Euro, se destaca el mejor dinamismo de la economía del bloque durante el periodo. En primer lugar, se conoció que en el 4T14 el PIB se expandió 0,3% frente al registrado en el 3T14, dato superior al esperado por el mercado de 0,2%. El resultado estuvo impulsado por el crecimiento de Alemania (0,7%) y España (0,7%), y se destaca que el PIB de Italia se estabilizó (0%) luego de haber presentado tres trimestres consecutivos de contracciones. En esta misma línea, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) del grupo moderó su caída al registrar un retroceso de 0,1% anual en marzo, lo cual representa un alza con respecto al dato del mes de enero (-0,6%). Finalmente, fueron publicados datos positivos de empleo, de confianza económica y del sector manufacturero<sup>5</sup>, los cuales, junto con los estímulos monetarios anunciados por el BCE, promovieron mejoras en las perspectivas de crecimiento elaboradas por la Comisión Europea y el BCE<sup>6</sup>.

Finalmente, cabe señalar que el Reino Unido continuó mostrando un ritmo de crecimiento favorable, principalmente en el mercado laboral y manufac-

---

ciembre a 55,7 puntos en marzo. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 5,7% en diciembre a 5,5% en marzo. Finalmente, en el periodo las ventas de viviendas nuevas y el índice de precios de vivienda *S&P Case-Schiller* presentaron incrementos superiores a los esperados.

<sup>5</sup>La tasa de desempleo disminuyó de 11,4% en diciembre a 11,3% en febrero, el menor nivel registrado para un mes de febrero desde el año 2012. Por su parte, el índice de confianza económica elaborado por la Comisión Europea mejoró entre los distintos sectores y pasó de 100,7 puntos en diciembre a 103,9 puntos en marzo. Finalmente, el PMI manufacturero se ubicó en 52 puntos en marzo, su mayor nivel desde mayo de 2014.

<sup>6</sup>El BCE aumentó sus pronósticos de crecimiento para la Zona Euro de 1% a 1,5% en 2015 y de 1,5% a 1,9% en 2016. Por su parte, en sus Previsiones de Invierno, la Comisión Europea incrementó sus estimaciones de crecimiento de 1,1% a 1,3% en 2015 y de 1,7% a 1,9% en 2016.

ro<sup>7</sup>, y que Japón registró un repunte en su actividad económica durante el trimestre. Con respecto a este último punto se destaca que en el 4T14 el PIB de Japón presentó un crecimiento de 0,4%, luego de haberse contraído 1,6% y 0,7% y en el 2T14 y 3T14, respectivamente. En este contexto, el Gobierno de este país mejoró por primera vez en ocho meses sus perspectivas sobre la economía, principalmente en lo relacionado con producción industrial, ganancias corporativas y confianza empresarial.

No obstante, es importante señalar que durante el trimestre se presentaron algunos hechos que pudieron generar volatilidad en el comportamiento de los indicadores de percepción de riesgo. En primer lugar, se encuentra la incertidumbre que generó en el mercado el cambio en el lenguaje de la Fed con respecto al momento en el cual dará inicio al proceso de normalización de su política monetaria. Inicialmente, en las minutas de la reunión llevada a cabo el mes de enero se indicó que la mayoría de los miembros acordaron una postura paciente sobre el inicio del ciclo de normalización. Posteriormente, en un discurso ante el Senado de EE.UU., Janet Yellen señaló que en el momento en el cual se percibieran cambios favorables en las condiciones económicas, anunciarían un cambio en su postura paciente, el cual debía ser interpretado como una señal de que la institución podría incrementar sus tasas de interés en cualquier momento. Finalmente, en la reunión de política monetaria llevada a cabo en marzo, la Fed retiró la palabra «paciente» de su comunicado, aunque destacó una perspectiva más cautelosa para el crecimiento económico estadounidense<sup>8</sup>. Adicionalmente, redujo sus pronósticos sobre las tasas de los fondos federales frente a los proyectados en diciembre, con lo cual se observó un mayor acercamiento entre las estimaciones del mercado y las de los miembros del Federal Open Market Committee

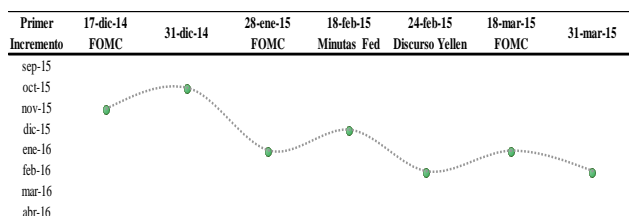
---

<sup>7</sup>En el 4T14 el PIB se expandió 3% con respecto al mismo periodo del año anterior (esp: 3%, ant: 2,7%). Además, el PMI manufacturero aumentó en marzo a 54,4 puntos frente a los 53 puntos registrados en enero, y la tasa de desempleo del periodo noviembre-enero disminuyó a 5,7%, su menor nivel desde agosto de 2008.

<sup>8</sup>La Fed redujo sus pronósticos de crecimiento del país de un rango de 2,6%-3,0% a uno de 2,3%-2,7% para el 2015 y de uno de 2,5%-3,0% a uno de 2,3%-2,7% para el 2016.

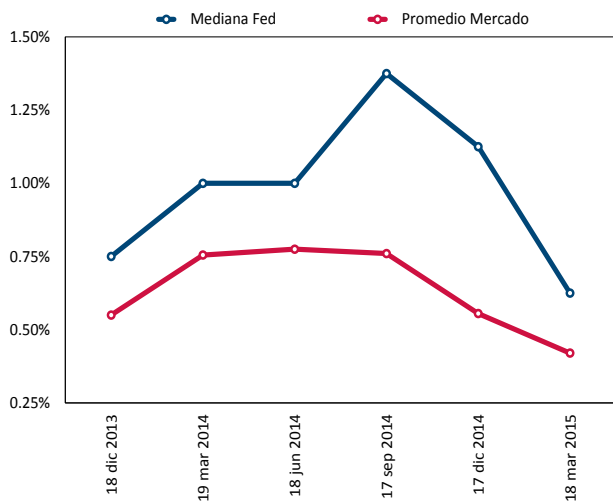
(FOMC), las cuales habían permanecido significativamente desalineadas desde septiembre de 2014 (Gráfico 4 y Gráfico 5). En el Gráfico 3 se observa la evolución de las expectativas de los agentes con respecto al momento en el cual la Fed realizaría el primer incremento de su tasa política monetaria, las cuales fueron calculadas a partir de la tasa de interés implícita en los contratos de futuro sobre las tasas de los fondos federales. Como se puede apreciar, la expectativa al final del periodo se ubicaba en febrero de 2016, plazo superior al esperado en diciembre de 2014 cuando se ubicaba en octubre de 2015.

Gráfico 3: Momento esperado del primer incremento de la tasa de política monetaria de la Fed



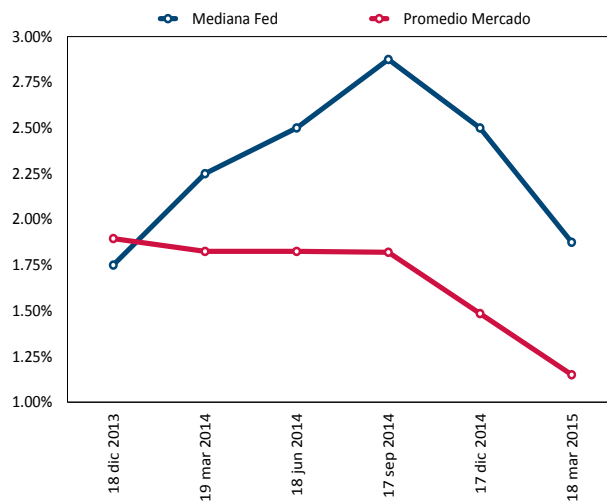
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2015



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5: Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



Fuente: Bloomberg.

En segundo lugar, se destaca la incertidumbre que surgió en Grecia tras la victoria del partido de izquierda Syriza en las elecciones parlamentarias, y que posicionó como primer ministro a su líder Alexis Tsipras, opositor de las medidas de austeridad exigidas por la Troika<sup>9</sup> en el plan de rescate otorgado a este país en el año 2012. En este contexto, los mercados financieros estuvieron atentos a las negociaciones entre el Gobierno de Grecia y sus acreedores internacionales, para lograr a un acuerdo de restructuración de deuda antes de finalizar febrero, mes en el cual vencía el programa de rescate. Pese a que las negociaciones concluyeron con la extensión por cuatro meses del programa de rescate, este acuerdo estaba sujeto a que el Gobierno presentara una serie de reformas económicas, las cuales, al cierre del trimestre, no habían sido aprobadas por la Troika debido a la falta de especificidad y de detalle en las mismas<sup>10</sup>.

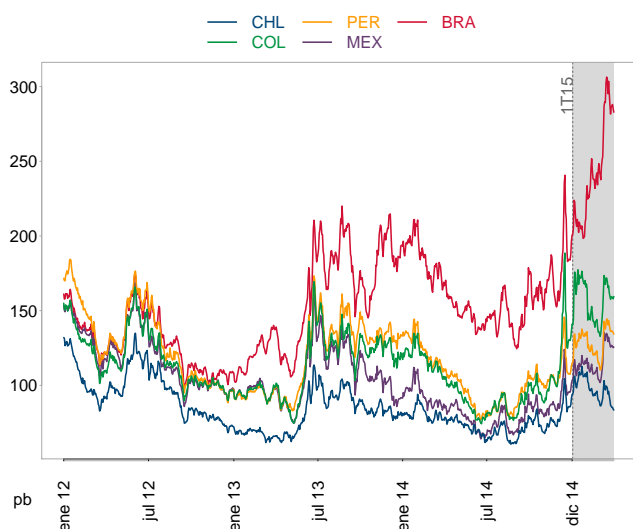
<sup>9</sup>Grupo conformado por el Banco Central Europeo, el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea.

<sup>10</sup>El 24 de febrero de 2015, el Eurogrupo dio su visto bueno a una lista preliminar de reformas presentadas por el Gobierno de Grecia, la cual se necesitaba para ratificar la extensión en el plazo del programa de rescate. Sin embargo, hasta finales de marzo, el

Finalmente, pudieron motivar el deterioro en la percepción de riesgo los conflictos geopolíticos en Europa y en Oriente Medio, entre otros<sup>11</sup>.

De otro lado, con respecto a los indicadores de riesgo de economías emergentes, se destaca que en general los *Credit Default Swaps* (CDS) de estos países aumentaron durante el periodo analizado, principalmente en América Latina, debido a caídas en los precios de los *commodities*, a menores expectativas de crecimiento y a factores locales de cada país (Gráfico 6 y Gráfico 7).

Gráfico 6: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

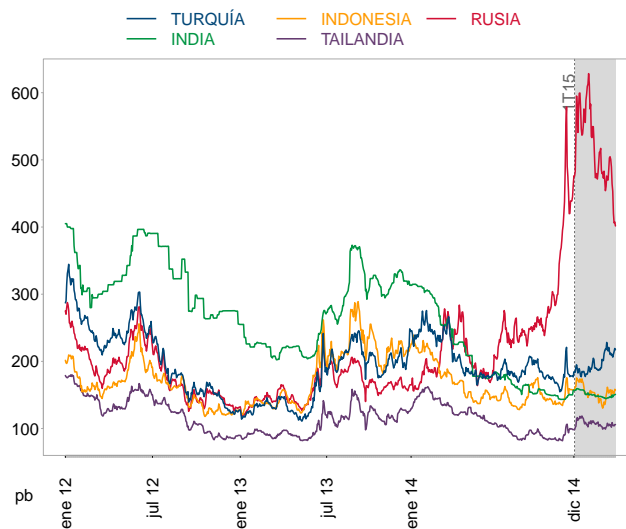
Durante el trimestre se observaron comportamientos mixtos entre las distintas economías emergentes. Por un lado, en India se observó un desempeño favora-

ble del sector manufacturero y de servicios durante el trimestre, explicado en parte por los bajos precios de *commodities* como el petróleo. De otra parte, en China, el PIB del 4T14 se expandió 7,3%, el menor ritmo de crecimiento observado desde cuarto trimestre del año 2000, con lo cual en el acumuló un crecimiento de 7,4% en todo el 2014, cifra inferior a la proyectada por el Gobierno chino de 7,5%. Además, fueron publicados algunos datos desfavorables de actividad manufacturera y de comercio exterior a lo largo del trimestre. De otra parte, continuaron las altas presiones inflacionarias y el débil dinamismo del sector manufacturero en Rusia, a lo cual se sumaron la publicación del dato de crecimiento del PIB del 4T14 de 0,4% trimestral, su menor crecimiento desde el cuarto trimestre de 2009, y las expectativas de contracciones en el PIB del 2015 y el 2016.

Gobierno de Grecia y sus acreedores internacionales comenzaron a discutir sobre la lista definitiva de medidas.

<sup>11</sup>La decisión del Banco Central de Suiza de eliminar el límite cambiario de CHF1,2 por euro, la cual trajo consigo la apreciación de la moneda de este país, temores de una posible caída abrupta de las exportaciones del país e importantes pérdidas a entidades financieras (entre ellas se encuentran Everest Capital Global Fund, Deutsche Bank, Citigroup, además de otros fondos de cobertura y fondos de pensiones)

Gráfico 7: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

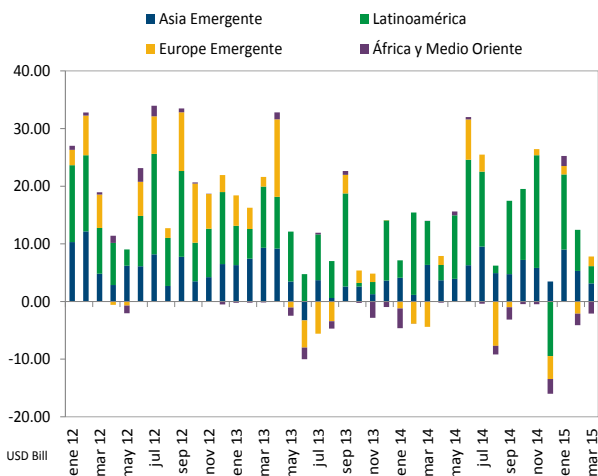
Por su parte, en América Latina, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados mixtos. En el 4T14 el PIB de Chile (1,8% anual), el de Perú (1,0% anual) y el de Colombia (3,5% anual) presentaron un crecimiento inferior al esperado por el mercado<sup>12</sup>,

<sup>12</sup>El mercado esperaba un crecimiento de 1,9% para Chile, de

mientras que el de México (2,6% anual) estuvo en línea con las expectativas. Por su parte, el PIB de Brasil se contrajo 0,2% anual, dato superior al esperado de -0,7%.

Cabe señalar que, de acuerdo con cifras publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), el flujo de capitales a economías emergentes (EE) por concepto de inversión de portafolio presentó una recuperación en el trimestre con respecto al observado en diciembre de 2014 (Gráfico 8 y Gráfico 9). Esta recuperación pudo estar influenciada por las medidas de estímulo anunciadas por distintos bancos centrales del mundo, principalmente del BCE, que pudieron impulsar la inversión en países con mayores rendimientos.

Gráfico 8: Flujos de extranjeros en bonos de EE

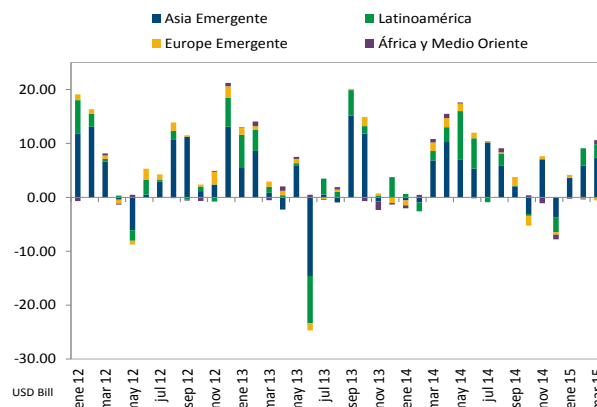


Fuente: *Institute of International Finance*. Cifras en billones de dólares. Estimaciones actualizadas a marzo de 2015.

Finalmente, con respecto a la política monetaria, la mayoría de bancos centrales de los países emergentes analizados redujeron sus tasas de interés de referencia con el fin de dar mayor impulso a sus economías (Cuadro 1).

1,1% para Perú y de 3,9% para Colombia.

Gráfico 9: Flujos de extranjeros en acciones de EE



Fuente: IIF. Cifras en billones de dólares. Estimaciones actualizadas a marzo de 2015.

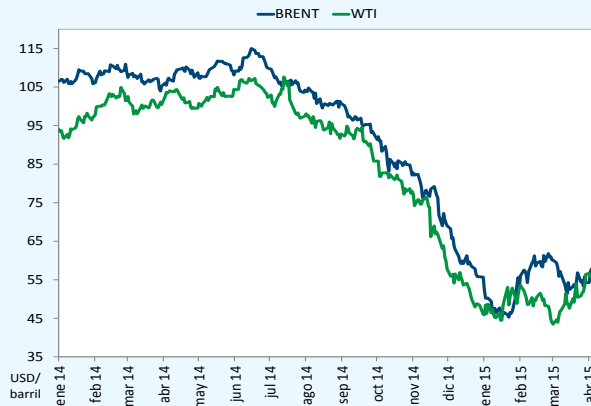
Cuadro 1: Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo

	Dic 2014	Mar 2015	Δ 1T15 (p.b)
Rusia	17,00%	14,00%	-300
Turquía	8,25%	7,50%	-75
India	8,00%	7,50%	-50
Egipto	9,25%	8,75%	-50
Polonia	2,00%	1,50%	-50
Suiza	-0,25%	-0,75%	-50
Indonesia	7,75%	7,50%	-25
Australia	2,50%	2,25%	-25
Perú	3,50%	3,25%	-25
Canadá	1,00%	0,75%	-25
Corea del Sur	2,00%	1,75%	-25
Tailandia	2,00%	1,75%	-25
Hungría	2,10%	1,95%	-15
Israel	0,25%	0,10%	-15
Dinamarca	0,20%	0,05%	-15
Colombia	4,50%	4,50%	0
Chile	3,00%	3,00%	0
México	3,00%	3,00%	0
Brasil	11,75%	12,75%	100
Ucrania	14,00%	30,00%	1600

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

### Recuadro 1: Comportamiento del precio del petróleo desde junio de 2014.

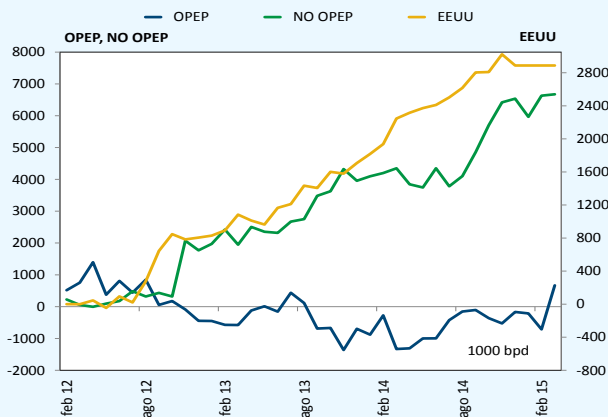
Gráfico 10: Precio Internacional del Petróleo



Fuente: Bloomberg

Entre junio del 2014 y marzo del 2015 el precio del petróleo disminuyó 55%, debido a la desaceleración de la demanda y el incremento en la oferta mundial de petróleo (Gráfico 10). Durante el 4T14, el debilitamiento de la actividad económica y las mayores fuentes alternativas de combustible fueron los determinantes de la demanda y la oferta del combustible que afectaron de forma negativa el precio internacional. Aunque, otros commodities se vieron afectados negativamente por los signos de desaceleración de la demanda global, ninguno presentó caídas tan fuertes como la presentada por el petróleo, lo cual refuerza la posibilidad de choques importantes en la oferta de esta materia prima.

Gráfico 11: Incremento en la Producción de Petróleo



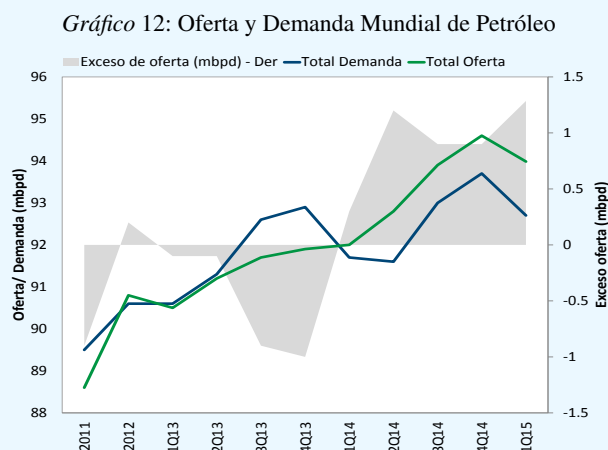
Fuente: Bloomberg

Según la Agencia Internacional de Energía (AIE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), la disminución del precio registrada entre julio y mediados de octubre del 2014 puede ser atribuible entre un 20% y 35% a los choques



negativos de la demanda mundial de petróleo. Adicionalmente, la contracción de la actividad económica de China y de la Zona Euro en el 3T14, reforzaron las expectativas de una desaceleración en la demanda doméstica y motivó a la OPEP a recortar sus previsiones de demanda mundial de petróleo para el 2015<sup>13</sup>.

Por el lado de la oferta, es posible evidenciar un mayor número de factores que incidieron sobre la disminución del precio entre mediados de octubre del 2014 y enero del 2015. La mayor producción de países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tales como Estados Unidos (*Gráfico 11*)<sup>14</sup>, las mayores expectativas de producción de Arabia Saudita y la recuperación inesperada de la producción de petróleo de Libia e Irak en septiembre, a pesar de las tensiones geopolíticas percibidas durante el 4T14 y el 1T15, incrementaron de manera significativa la oferta mundial de petróleo (*Gráfico 12*). Adicionalmente, la decisión de la OPEP en noviembre del 2014 de mantener su techo de producción colectivo de 30 millones/bpd, a pesar del exceso de oferta ya percibido, presionó el precio a la baja.



Fuente: Bloomberg

Recientemente, las negociaciones entre Irán, Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia, Alemania, Rusia y China elevaron las expectativas de una posible reintegración de Irán a los países productores de petróleo, lo que elevaría significativamente la oferta mundial de petróleo y presionaría aún más los precios. Sin embargo, de acuerdo con analistas, dado el caso de que se firme un acuerdo nuclear oficial en junio, la suspensión de las sanciones económicas sobre Teherán y el restablecimiento del proceso de producción de petróleo, tomarían un lapso de tiempo de 3 a 6 meses lo cual limitaría el impacto sobre el precio en el corto plazo.

Las expectativas del precio del petróleo para el 2T15 divergen entre los USD47 y USD94 por barril. Según analistas, el incremento de inventarios durante el 1T15 es únicamente temporal, debido a que la mayoría de refinerías cierran por mantenimiento durante este periodo. Por otra parte, la reducción en el número de plataformas activas de perforación y exploración de Estados Unidos y el fortalecimiento de la demanda, debido a los bajos precios, permitirán al precio de referencia WTI y Brent recuperarse durante el 2T15. A pesar de lo anterior, otros analistas no son tan positivos y estiman que el precio de referencia Brent se ubicará entre USD47 y USD55 por barril, debido a la fortaleza del dólar, el cambio de estación y la cesación de problemas geopolíticos entre Libia e Irak.

<sup>13</sup>La OPEP recortó las previsiones de demanda mundial de crudo en 280.000 bpd, ubicando la cifra en 28,92 millones bpd en el año 2015.

<sup>14</sup>La producción de petróleo en EE. UU. aumentó 15% en el 2014 y la utilización de taladros para perforación y exploración aumentó 17%.



## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 1T15, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local registraron un comportamiento desfavorable. Si bien los indicadores de confianza industrial y de comerciantes mejoraron, el indicador de confianza del consumidor desmejoró considerablemente, las expectativas de crecimiento e inflación de los analistas financieros se deterioraron, los bancos aumentaron en promedio sus tenencias de TES respecto a las de cartera y los *spreads* entre las tasas activas y las de los TES en pesos aumentaron. Adicionalmente, durante el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB de 2014 (4,6%), que se ubicó por debajo de lo esperado por el Banco de la República (4,8%)<sup>15</sup> (BR) y por los analistas que responden la encuesta de *Bloomberg* (4,7%). No obstante, el dato estuvo por encima de lo esperado por los analistas que responden la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

En el *Gráfico 13*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo<sup>16</sup>. Se puede observar que la confianza de industriales y comerciantes mejoraron respecto al 4T14, mientras que el indicador de consumidores desmejoró.

El índice de confianza industrial aumentó durante el 1T15 respecto al promedio del trimestre anterior<sup>17</sup>, y volvió a ubicarse en niveles positivos, aunque se ubicó por debajo de lo observado hace un año<sup>18</sup>. El incremento del índice se explica por la importante mejora de sus componentes de expectativas de producción

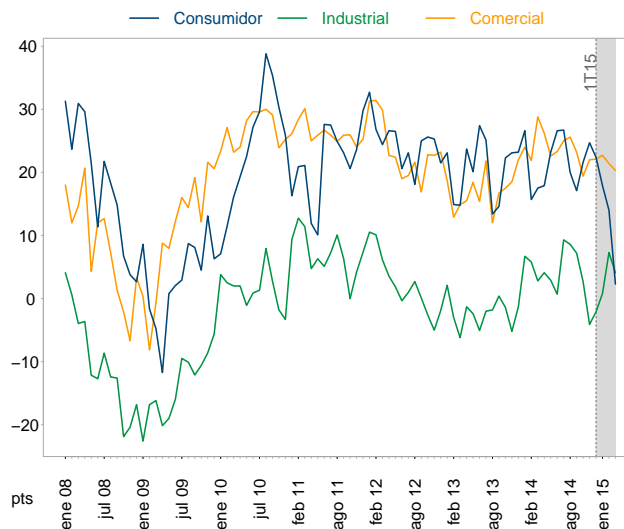
<sup>15</sup>El BR pronosticó un dato de crecimiento económico para 2014 entre 4,5% y 5%, con 4,8% como cifra más probable

<sup>16</sup>Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

<sup>17</sup>El promedio trimestral pasó de -1,2 p. p. en el 4T14 a 4 p. p. en el 1T15.

<sup>18</sup>El promedio del 1T14 fue 5,1 p. p.

Gráfico 13: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

para el próximo trimestre y nivel de existencias.

Por su parte, respecto al promedio del 4T14, el índice de confianza de comerciantes aumentó levemente (0,3 p. p.). Además, respecto al promedio del 1T14 el indicador disminuyó 1 p. p. El comportamiento indicador es explicado por la mejora en sus componentes de nivel de existencias que compensó el deterioro de su componente referente a la situación actual del negocio.

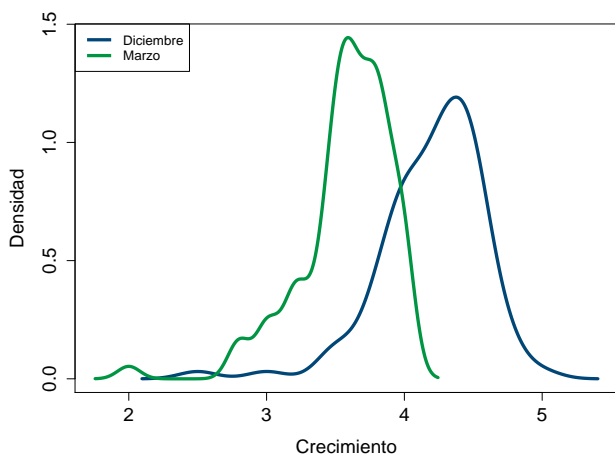
Por otro lado, el Dane publicó los datos de ventas al por menor y producción industrial para el mes de enero. Las ventas al por menor presentaron una variación anual de 6,1%, inferior a la esperada (8,5%), mientras que la producción industrial disminuyó 2,5%. Adicionalmente, la institución publicó su Indicador de Seguimiento de la Economía, cuya variación anual desestacionalizada disminuyó, de tal forma que pasó de 4,5% en diciembre a 3,0% en enero<sup>19</sup>. Por su parte, la Andi publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, en la que se muestra

<sup>19</sup>Frente al observado en el mismo mes de 2014 (5,8%) el indicador desmejoró.

que en enero, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial disminuyó 2,6%<sup>20</sup> al tiempo que las ventas totales lo hicieron en un 2,4%<sup>21</sup>.

El promedio del índice de confianza de los consumidores del 1T15 disminuyó 11,5 p. p. respecto al registrado en el 4T14 y 8,53 frente al dato del mismo periodo de 2014. El movimiento del índice estuvo influenciado por el deterioro de sus dos componentes: expectativas y condiciones actuales. Es importante señalar que el indicador alcanzó niveles mínimos no observados desde 2009.

Gráfico 14: Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2015 (EOF)



	Marzo 2015	Diciembre 2014
Media	3,577	4,199
Desv.est	0,336	0,373
Asimetría	-1,565	-1,376
Curtosis	4,133	3,993

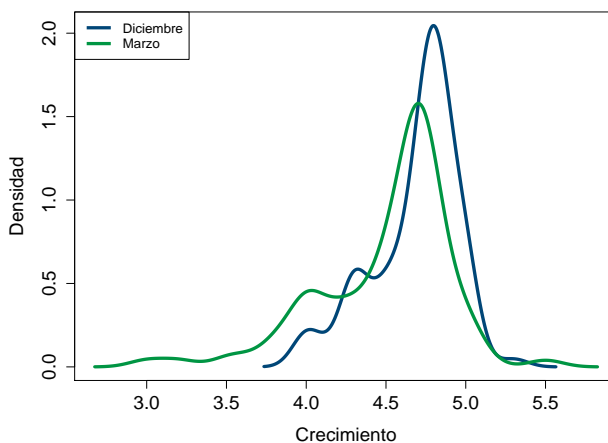
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

Por su parte, al analizar la EOF se observó que a lo largo del trimestre las expectativas de crecimiento tanto para el 2015 como las registradas para 2014 disminuyeron y presentaron un sesgo a la baja (Gráficos 14 y 15). Respecto a la inflación esperada para fin de 2015, a lo largo del trimestre se observó un incremento en

<sup>20</sup>Entre enero y diciembre de 2014 el indicador aumentó 2,4%

<sup>21</sup>Entre enero y diciembre 2014 las ventas totales aumentaron 3,1%

Gráfico 15: Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2014 (EOF)



	Marzo 2015	Diciembre 2014
Media	4,500	4,686
Desv.est	0,555	0,267
Asimetría	-2,087	-0,863
Curtosis	11,521	0,327

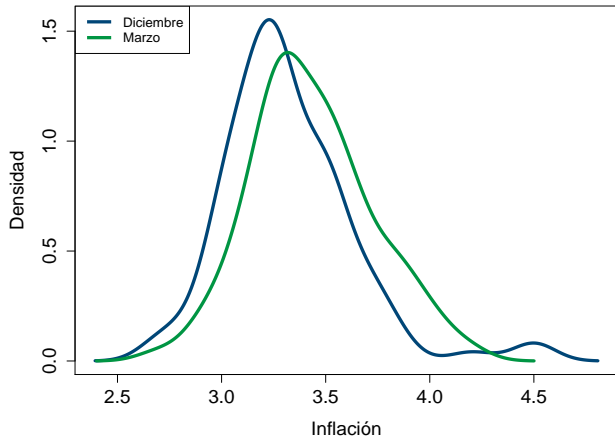
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

la media y una menor dispersión en las respuestas de los analistas (Gráfico 16). Por otra parte, respecto al rendimiento trimestral<sup>22</sup> del TES que vence en 2024 y el Colcap, los agentes esperaban en marzo una mayor tasa en el primero y un menor rendimiento en el segundo, respecto a los estimados 3 meses atrás (Gráficos 17 y 18). Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios administrados por los agentes no se observó en marzo un cambio significativo en las expectativas respecto a diciembre (Gráfico 19).

Por otro lado, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES del 1T15, respecto al promedio de 4T14, presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: +33 p.b., entre 1 y 3 años: +5 p.b., entre

<sup>22</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta.

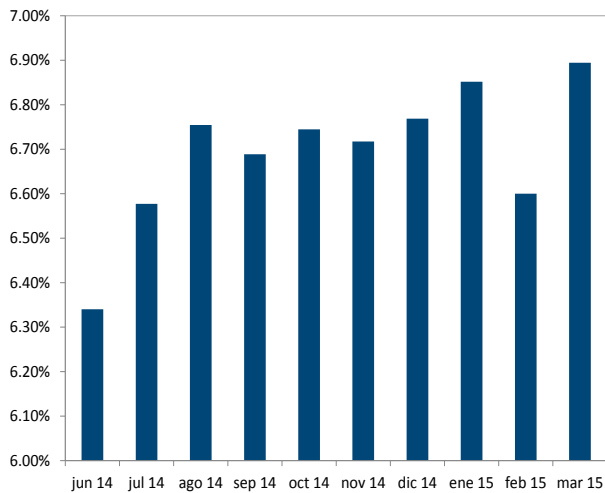
Gráfico 16: Densidades de las Expectativas de Inflación para el 2014 (EOF)



	Marzo 2015	Diciembre 2014
Media	3.259	3.318
Desv.est	0.198	0.311
Asimetría	-0.572	1.249
Curtosis	0.504	-0.068

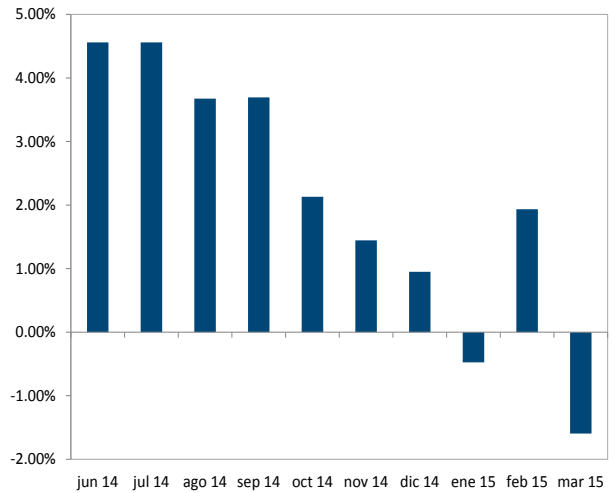
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

Gráfico 17: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



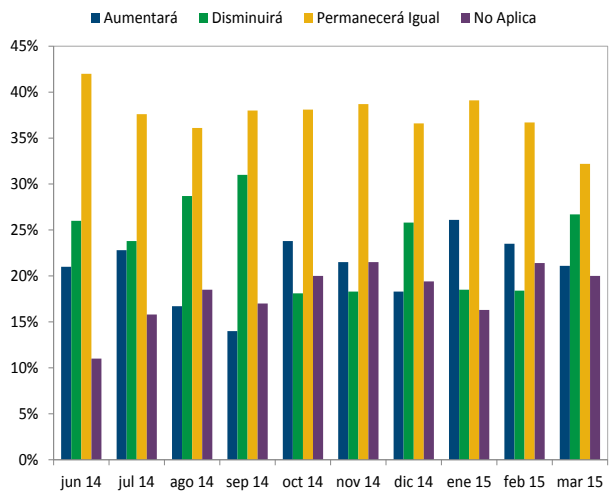
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 18: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 19: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)

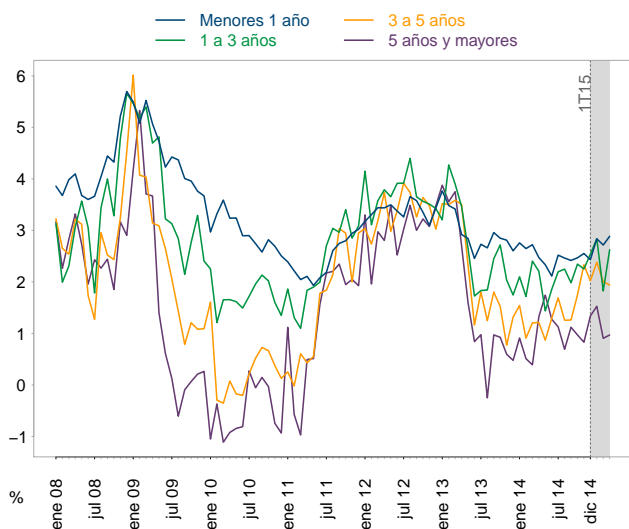


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

3 y 5 años: +7 p.b. y a más de 5 años: +9 p.b. (Gráfico 20). Este comportamiento se asocia principalmente al incremento de las tasas de cartera preferencial.

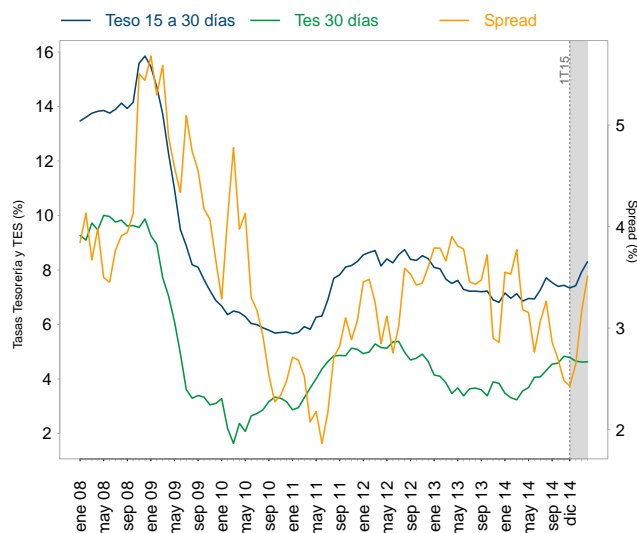
Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y las de los TES a 30 días aumentó ante el incremento de las primeras (Gráfico 21).

Gráfico 20: *Spread* Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

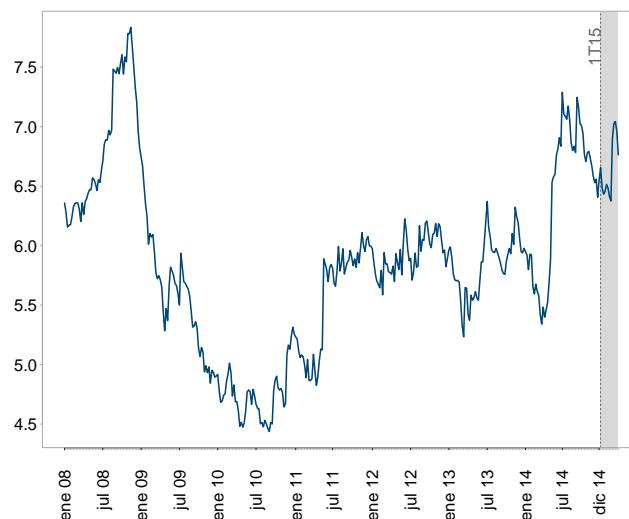
Gráfico 21: *Spread* Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes

Gráfico 22: Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna



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

del activo total de los establecimientos de crédito<sup>23</sup> en el 1T15, respecto al promedio del trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública disminuyó debido a un mayor incremento de la participación de los TES respecto al incremento en la cartera (Gráfico 22).

## 5 Mercado Cambiario

En el 1T15, el dólar estadounidense se fortaleció frente a las monedas de países desarrollados y emergentes. La mayor preferencia de los agentes por el dólar a nivel mundial se dio en un contexto de un desempeño favorable de la economía estadounidense, que generó incertidumbre con respecto al momento en el cual daría inicio el proceso de normalización de la política monetaria de este país.

<sup>23</sup>Con base en este indicador, un aumento en la proporción del activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inversiones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y menor inversión en TES.

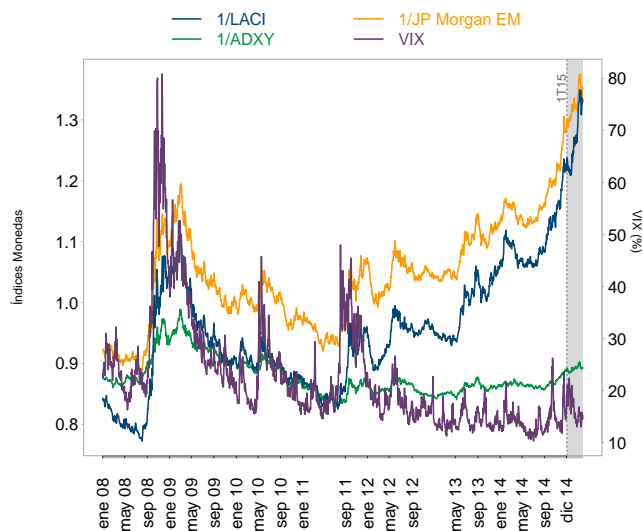
Entre el 30 de diciembre de 2014 y el 31 de marzo de 2015, dentro de las monedas que presentaron depreciaciones en el periodo se destacan el real brasilero (20,3%), la corona danesa (13,6%) y el euro (13,3%), mientras que dentro de las que se apreciaron, se destacan el baht tailandés (1%) y la rupia india (1,4%) (Cuadro 2 y Gráfico 23).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2014	1T 2015	País	2014	1T 2015
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	14,1%	13,3%	Korea del Sur	3,4%	1,0%
Gran Bretaña	5,9%	5,0%	India	1,8%	-1,4%
Australia	8,9%	7,6%	Hong Kong	0,0%	-0,1%
Nueva Zelanda	5,2%	4,8%	China	2,4%	-0,1%
Canadá	9,1%	9,3%	Malasia	6,2%	5,9%
Dinamarca	13,9%	13,6%	Tailandia	0,3%	-1,0%
Suiza	-10,7%	1,7%	Indonesia	1,5%	5,1%
Japón	13,9%	0,5%	índice I/ADXY	2,6%	0,5%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	24,2%	8,6%	Islandia	10,9%	8,2%
Brasil	12,6%	20,3%	Rusia	84,9%	3,2%
México	12,9%	3,6%	Polonia	17,9%	7,9%
Argentina	29,8%	3,1%	Turquía	10,0%	11,6%
Perú	6,4%	3,4%	Israel	12,1%	1,9%
Chile	15,4%	3,2%	Sur África	11,0%	4,9%
índice I/LACI	14,9%	9,1%	USTW	11,9%	8,5%

Fuente: Bloomberg.

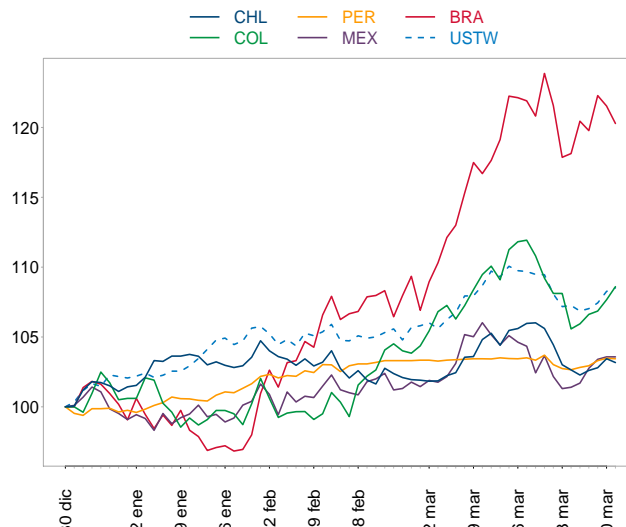
Gráfico 23: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

En el periodo analizado, todas las monedas de América Latina se depreciaron: el peso colombiano (8,6%), el sol peruano (3,4%), el peso mexicano (3,6%) y el peso chileno (3,2%) (Gráfico 24).

Gráfico 24: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre 2014.

Durante el trimestre el comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado por factores locales, caídas en los precios de los *commodities* (como el petróleo y el cobre) y factores internacionales como el fortalecimiento de la economía estadounidense e indicios de que se está acercando el momento en el cual la Fed daría inicio al proceso de normalización de su política monetaria. Adicionalmente, otros factores como el débil desempeño económico de China, conflictos geopolíticos y la evolución de las conversaciones entre el Gobierno de Grecia y sus acreedores internacionales también pudieron influenciar la depreciación de las monedas.

En la región se destaca la depreciación del real brasilero, la cual pudo estar también influenciada por el rechazo por parte del Senado del plan de austeridad propuesto por el gobierno de Dilma Rousseff, la publicación de datos negativos de actividad económica y las consecutivas reducciones en las proyecciones de crecimiento económico para 2015<sup>24</sup>, y el escándalo de

<sup>24</sup>Según la encuesta de expectativas publicada semanalmente por el Banco Central de Brasil, entre el 2 de enero y el 2 de abril de 2015 la estimación de crecimiento pasó de +0,5% a -1,01% anual

corrupción de la petrolera Petrobras y que causó la disminución de su calificación de deuda de Baa3 a Ba2, con perspectiva negativa. En este contexto, los agentes del mercado percibieron una mayor posibilidad de que disminuyera la calificación de la deuda soberana del país y, por tanto, perdiera el nivel de grado de inversión.

En materia de intervención cambiaria, el Banco Central de Brasil continuó interviniendo a través de *swaps* cambiarios y anunció que no extendería su programa de subastas de *swaps* de divisas, el cual finalizó en marzo. No obstante indicó que renovará los contratos que venzan a partir de mayo de 2015. Por su parte, el Banco Central de México anunció como complemento de su programa de intervención cambiaria<sup>25</sup>, que ofrecería diariamente USD52 millones mediante subastas sin precio mínimo con el fin de proveer mayor liquidez al mercado cambiario y prevenir que presiones adicionales pudiesen perturbar su normal funcionamiento. Este programa entró en vigencia el 11 de marzo de 2015 y permanecerá hasta el 8 de junio del mismo año. Finalmente, el Banco Central de Perú continuó interviniendo mediante subastas de Certificados de Depósitos Reajustables, ventas de dólares en el mercado de contado y *swaps* cambiarios.

En el *Cuadro 3* se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los bancos centrales de los países de la región en el mercado de contado. Por su parte, en el *Cuadro 4* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de otros instrumentos de intervención cambiaria: en el caso del Banco Central de Perú corresponde a los Certificados de Depósitos Reajustables y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios, y en el de México a las operaciones con Pemex. Finalmente, en el *Cuadro 5* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

para 2015.

<sup>25</sup>Mediante el cual ofrece USD200 millones mediante subastas cuando la tasa de cambio presente una depreciación de por lo menos 1,5% respecto a la jornada anterior.

*Cuadro 3:* Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2014</b>	4057,6	-4213	0	0	-200
Ene.	0	-335	0	0	0
Feb.	0	-1040	0	0	0
Mar.	0	-1415	0	0	-928
<b>1T15</b>	0	-2790	0	0	-928

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

*Cuadro 4:* Variación del Balance de los Bancos Centrales por otros Mecanismos de Intervención Cambiaria

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2014</b>	0	-5082	0	-32719	14500
Ene.	0	-1270,0	0	-2095	3000
Feb.	0	-316,7	0	-1409	0
Mar.	0	709,0	0	639	0
<b>1T15</b>	0	-877,7	0	-2865	3000

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

*Cuadro 5:* Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2014</b>	4.058	-9.295	0	-32.719	14.300
Ene.	0	-1605,0	0	-2095	3000
Feb.	0	-1356,7	0	-1409	0
Mar.	0	-706,0	0	639	-928
<b>1T15</b>	0	-3667,7	0	-2865	2072

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

De otra parte, como se mencionó anteriormente, entre el 30 de diciembre de 2014 y el 31 de marzo de 2015 los precios de los productos básicos en general disminuyeron (en el *Cuadro 6* se presentan los productos cuyos precios registraron las mayores caídas) y los CDS de las economías de la región aumentaron, con excepción de Chile (*Cuadro 7*).

Finalmente, en el trimestre analizado la volatilidad promedio de las monedas de la región aumentó frente al promedio del cuarto trimestre de 2014. El real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad condicional<sup>26</sup>, seguido por el peso colombiano, el peso mexicano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa

<sup>26</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Cuadro 6: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Dic 2014	31 Mar 2015	Variación
Café	1,65	1,33	-19,4%
Trigo	6,15	5,12	-16,7%
Níquel	14855,00	12460,00	-16,1%
Pétroleo	54,12	47,60	-12,0%
Arroz	11,93	10,88	-8,8%
Soya	10,33	9,65	-6,6%
Carbón	56,10	53,06	-5,4%
Maíz	3,87	3,68	-4,9%
Cobre	6330,00	6050,50	-4,4%
Aluminio	1835,00	1789,00	-2,5%
Oro	1200,55	1183,68	-1,4%
<b>CRB INDEX</b>	<b>233,48</b>	<b>211,86</b>	<b>-9,3%</b>

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 7: Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

	$\Delta$ T.C.	$\Delta$ CDS p.b.	$\Delta$ EMBI p.b.
México	3,6%	24,363	7
Chile	3,2%	-8,165	-14
Brasil	20,3%	85,886	62
Colombia	8,6%	22,671	26
Perú	3,4%	21,226	0

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 25).

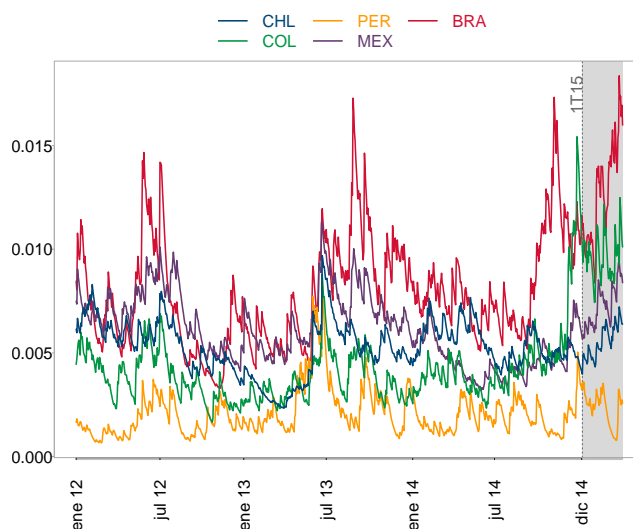
### 5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de diciembre y el 31 de marzo la tasa de cambio se depreció 8,6%<sup>27</sup> (Gráfico 26). En el periodo analizado, la dinámica del peso estuvo asociada principalmente con factores internacionales. Adicionalmente, factores internos como la incertidumbre con respecto al impacto de los precios del petróleo en la economía colombiana y datos económicos considerados desfavorables por el mercado, también influyeron en la depreciación del peso.

Durante la primera mitad del periodo analizado (has-

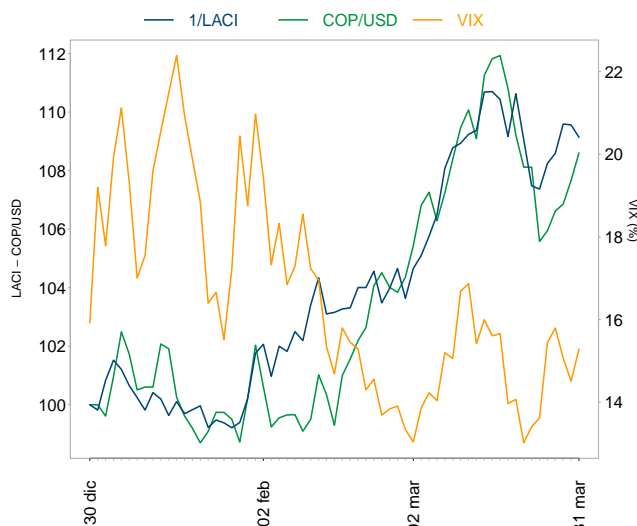
<sup>27</sup>La variación de la tasa de cambio en enero fue de 2,0%, en febrero de 2,3% y en marzo de 4,0%.

Gráfico 25: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Gráfico 26: COP/USD - LACI - VIX



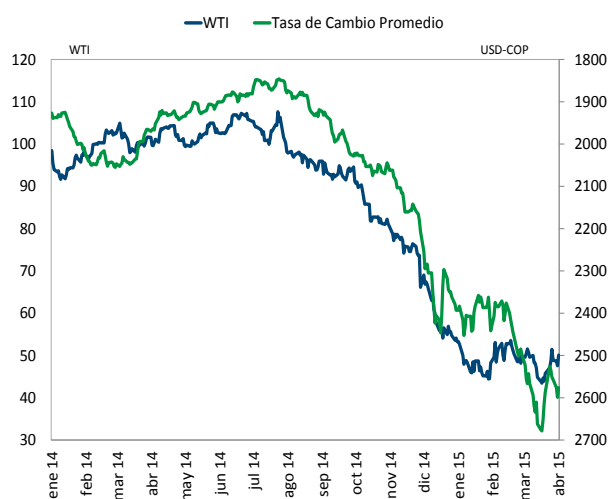
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/- COP: 30 de septiembre 2013

ta mediados de febrero), el comportamiento del peso colombiano estuvo alineado con las demás monedas de la región, y su evolución se desligó del precio del petróleo. En general, en esta parte del periodo, la evo-



lución de las monedas estuvo ligada a la percepción de riesgo de la región. Aunque el precio del petróleo y la tasa de cambio han mantenido una correlación importante, lo cual se observa en la depreciación que se ha presentado desde junio de 2014 (Gráfico 27), las significativas entradas de capital por el concepto de inversión extranjera de portafolio en el mes de enero pudieron generar el desacople de estas variables durante la primera mitad del trimestre. No obstante, en la segunda mitad del periodo analizado, el peso presentó una depreciación mayor que la presentada por otros países de la región (con excepción de Brasil) debido a una nueva caída del precio del petróleo, el aumento de la inflación por encima de lo esperado por el mercado junto con una reducción en las expectativas de crecimiento, y la publicación del déficit de cuenta corriente en 2014<sup>28</sup>.

Gráfico 27: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

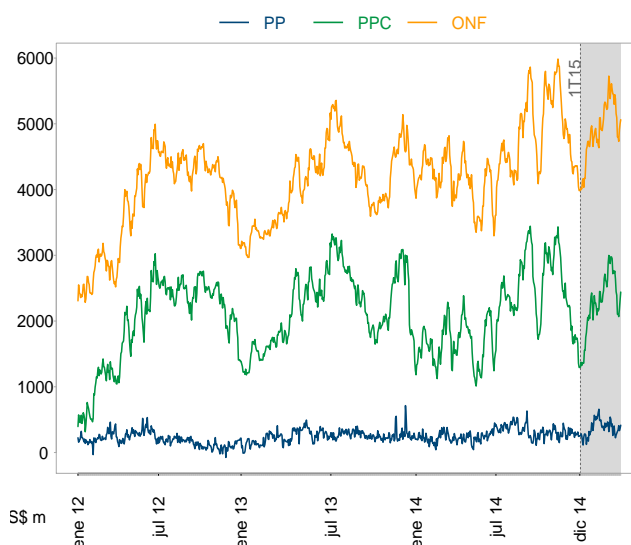
En el trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)<sup>29</sup>

<sup>28</sup>El déficit de cuenta corriente en 2014 fue de USD7.413 millones frente a USD5.601 millones en 2013. Las exportaciones registraron en el 2014 una contracción de 6,8%, debido al retroceso en las ventas del grupo de combustibles y productos de las industrias extractivas.

<sup>29</sup>La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las in-

de los IMC aumentó en USD1.144 millones y al cierre del mismo se ubicó en USD2.440 millones (Gráfico 28). El promedio diario de la PPC fue de USD2.271 millones, menor al observado en el cuarto trimestre (USD2.463 millones).

Gráfico 28: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

En el 1T15 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD84.488 millones<sup>30</sup>, de los cuales USD10.483 millones correspondieron a operaciones entre IMC y USD74.005 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente; en el mercado de contado se negociaron USD84.625 millones<sup>31</sup>. Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD8.246 millones en el 4T14 a USD8.634 mi-

versiones 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 liquidan en moneda legal.

<sup>30</sup>USD26.304 millones en enero, USD27.615 millones en febrero y USD30.568 millones en marzo. Fuente: Banco de la República.

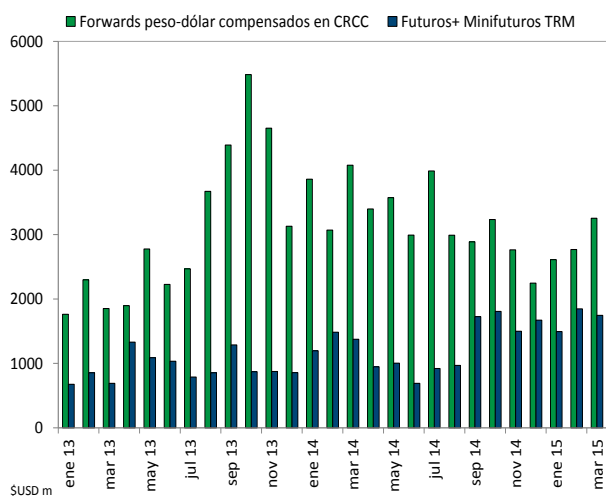
<sup>31</sup>USD25.949 millones en enero, USD25.585 millones en febrero y USD29.090 millones en marzo. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.



lones en el 1T15 (*Gráfico 29*), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 31 de marzo ascendía a USD2.176 millones.

Durante el 1T15 se negoció un total de 98.821 futuros de TRM<sup>32</sup>, volumen superior al negociado durante el 4T14 (97.030 contratos), por un monto total de USD4.941 millones. Al 31 de marzo de 2015 la posición abierta ascendía a 2.064 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2015. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>33</sup>, se negociaron un total de 29.194 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (25.503 contratos) por un total de USD145,97 millones (*Gráfico 29*). La posición abierta de mini futuros al 31 de marzo ascendía a 1.530 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2015.

Gráfico 29: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>34</sup>, en el 1T15 la cuenta corriente registró egresos netos

<sup>32</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>33</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

<sup>34</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

de divisas por USD773 millones, lo que se explica por salidas netas de USD790 millones en la balanza comercial y entradas netas de USD17 millones en la balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD422 millones. Se presentaron salidas netas de capital privado por USD203 millones y reintegros netos de oficial por USD2.312 millones; el rubro de otras operaciones especiales del BR y la Tesorería presentó salidas netas de divisas por USD1.687 millones.

Las principales entradas de divisas en la cuenta de capital privado se dieron en inversión extranjera directa neta (USD3.297 millones), y en inversión extranjera de portafolio neta (USD1.063 millones)<sup>35</sup>. Por su parte, el rubro de operaciones especiales presentó la principal salida de divisas<sup>36</sup> (USD5.236 millones). Vale la pena resaltar el aumento de la inversión extranjera de portafolio en enero frente a enero de 2014 (USD700 millones vs. USD117 millones), aunque al comparar el 1T15 frente al 1T14, las entradas por este concepto disminuyeron (USD1.063 millones vs. USD2.651 millones). Finalmente, los reintegros netos de capital oficial disminuyeron (USD2.312 millones vs. USD2.977 millones).

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

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

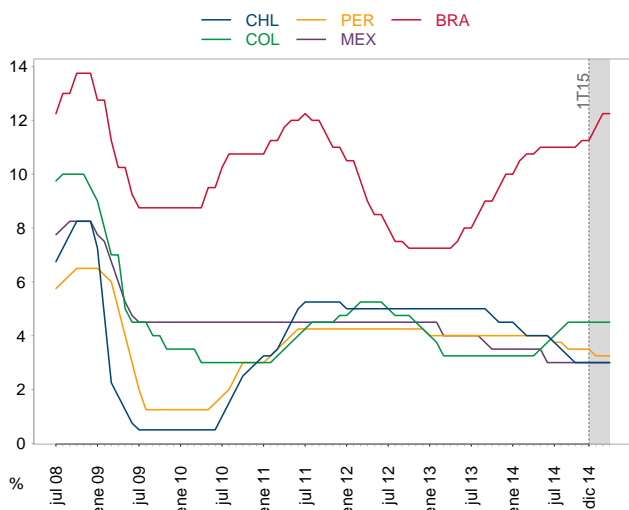
En el primer trimestre de 2015 se observaron diferentes decisiones de las autoridades monetarias de la región. Los bancos centrales de México y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia. Por su parte, el de Brasil continuó el ciclo de política contractiva

<sup>35</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>36</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados .

que había iniciado en abril de 2013 con el objetivo de controlar la inflación, y anunció incrementos de su tasa de referencia que en total sumaron 100 p.b., de tal manera que esta pasó de 11,75% a 12,75%. Por el contrario, el Banco Central de Perú anunció en enero un recorte de 25 p.b., con el cual la tasa pasó de 3,50% a 3,25%. Además, continuó su política de reducción de tasas de encaje con el fin de sostener el dinamismo del crédito en soles<sup>37</sup> (Gráfico 30 y Cuadro 8).

Gráfico 30: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Marzo LATAM

País	Variación 1T15*	T.R Mar-15
COL	0	4,5%
CHL	0	3,0%
PER	-25	3,25%
BRA	+100	12,75%
MEX	0	3,0%

Fuente: Bloomberg. \* Puntos básicos.

El Banco Central de México mencionó en sus comunicados que existían riesgos importantes para la actividad de la economía mexicana cuya recuperación había

<sup>37</sup>En cada una de las reuniones de enero, febrero y marzo redujo la tasa de encaje en moneda nacional, de tal manera que esta pasó de 9,5% a 8,0%.

sido modesta. Específicamente, señaló que las exportaciones habían evolucionado de manera favorable y la inversión privada se había recuperado, pero el consumo privado no reflejaba señales claras de recuperación y el efecto del mayor gasto público sobre el crecimiento había sido limitado. Con respecto a la inflación, indicó que esta había evolucionado de acuerdo con lo previsto al presentar una disminución importante en el 2015 y retornar a niveles cercanos a 3%.

El Banco Central de Chile mencionó el bajo dinamismo de su economía y agregó que la inflación posiblemente se mantendría algunos meses por encima del rango meta. Por su parte, el Banco Central de Perú que a diferencia de los demás redujo su tasa de política, señaló que la economía continuaba creciendo a una tasa inferior a su potencial, y que las expectativas de inflación estaban ancladas dentro del rango meta.

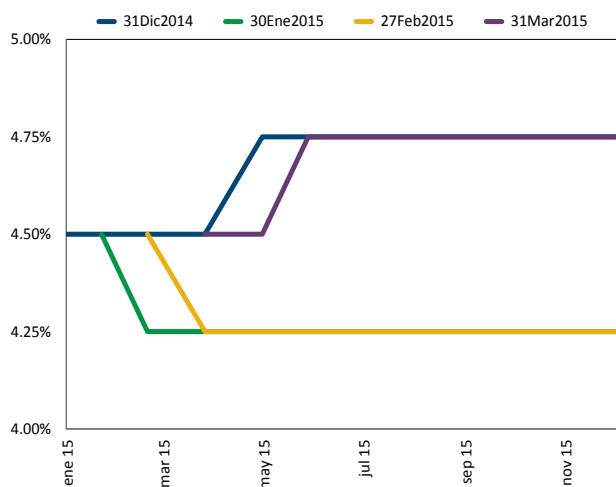
Por otro lado, el BR mantuvo su tasa de política inalterada en 4,5%, y señaló que en el año 2014 se había desacelerado la economía (partiendo de un nivel cercano a la plena utilización de la capacidad productiva) y que se esperaba que la desaceleración continuara en el año 2015. En particular mencionó que el crecimiento del 4T14 (4,6%) había sido inferior al pronosticado por su equipo técnico (4,8%). Con respecto a la inflación, indicó que los datos habían sido superiores a sus pronósticos y los del promedio del mercado, pero que estimaba que convergería a la meta a partir del segundo semestre de 2015.

En cuanto a las expectativas con respecto a las decisiones de política monetaria del BR, al observar el indicador bancario de referencia (IBR) a plazos superiores a un día, tanto el de un mes como el de tres meses se mantuvieron estables en niveles cercanos a 4,5% E.A., lo que estaría reflejando expectativas de estabilidad de la tasa de referencia en los próximos meses.

Sin embargo, al utilizar un modelo que estima las tasas de referencia implícitas en los *Overnight Index Swaps* a plazos mayores, cuyo subyacente es el IBR a un día, se puede inferir que las expectativas sí cambiaron a lo largo del trimestre. Este modelo indica que en diciem-

bre de 2014 los agentes contemplaban que en mayo de 2015 la tasa de referencia podría aumentar a 4,75 %, que en enero y febrero llegó a considerarse probable que en los primeros meses de 2015 la tasa de política fuera recortada a 4,25 % (posiblemente para impulsar el crecimiento económico), y que en marzo este recorte fue descartado y nuevamente el mercado consideró posible un incremento de la tasa de referencia a 4,75 % en junio (probablemente para controlar la inflación) (Gráfico 31).

Gráfico 31: Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS



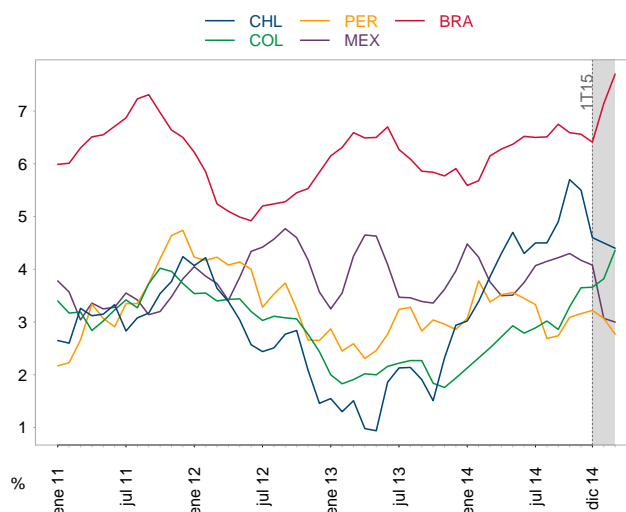
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Respecto a la inflación, al comparar los datos anuales de marzo de 2015 con respecto a los registrados en diciembre de 2014, se encuentra que en los casos de Chile, Perú y México presentaron disminuciones, de tal manera que la inflación de México regresó a niveles dentro del rango meta, mientras que para Chile y Perú permaneció por encima. Por el contrario, la inflación de Brasil y Colombia aumentó, y en ambos casos sobrepasó el nivel superior del rango meta (Gráfico 32 y Cuadro 9).

En cuanto a los datos de crecimiento del 4T14, publicados durante el 1T15, en Colombia, Chile y Perú estos fueron inferiores a los esperados por los analistas, al tiempo que el de México fue igual al pronostica-

do. Por su parte, aunque el crecimiento de Brasil fue negativo, el dato superó el esperado por los agentes (Cuadro 10).

Gráfico 32: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2015

País	Anual Dic 2014	Anual Mar 2015	Rango meta 2015
COL	3,66 %	4,56 %	2,0 % - 4,0 %
BRA	6,41 %	8,13 %	2,5 % - 6,5 %
CHL	4,6 %	4,2 %	2,0 % - 4,0 %
MEX	4,08 %	3,14 %	2,0 % - 4,0 %
PER	3,22 %	3,02 %	1,0 % - 3,0 %

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 10: Crecimiento 4T14 y Expectativas para 2015

País	Esp 4T14	Obs 4T14	Esp 15 (Dic 14)	Esp 15 (Mar 15)
COL	3,9 %	3,5 %	4,22 %	3,54 %
BRA	-0,7 %	-0,2 %	0,55 %	-1,0 %
CHL	1,9 %	1,8 %	2,7 %	2,8 %
MEX	2,6 %	2,6 %	3,51 %	3,08 %
PER	1,1 %	1,0 %	4,8 %	n.d. %

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano, durante el 1T15 estas permanecieron en niveles similares al de la tasa de referencia, aunque en

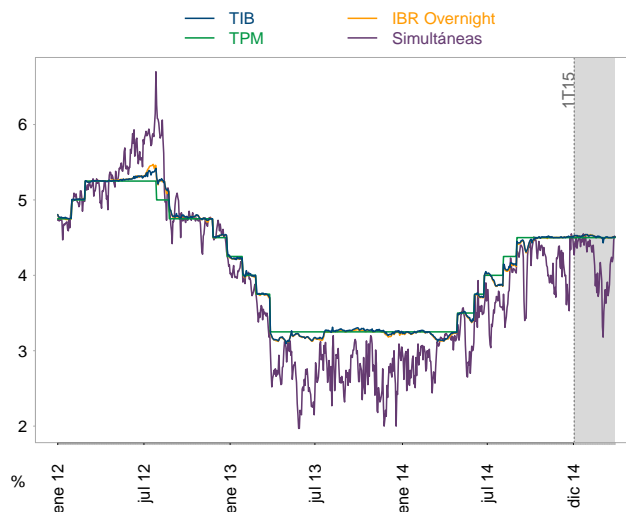
algunas jornadas caracterizadas por alta liquidez (después del vencimiento de un TES denominado en UVR a finales de febrero por más de \$5 billones) estuvieron presionadas a la baja, y en el trimestre su desviación máxima de la tasa de política fue de 7 p.b. en el caso de la TIB y 2 p.b. en el caso del IBR *overnight* (Gráfico 33). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas comenzó y cerró el trimestre en niveles cercanos al de la tasa de referencia, aunque durante el período disminuyó y llegó a desviarse 132 p.b. por debajo, por la amplia liquidez en el mercado y por la desvalorización de los TES, la cual pudo haber incentivado la toma de posiciones cortas en el mercado de deuda. Por último, cabe mencionar que durante este trimestre la tasa de corte de la subasta de expansión todos los días fue igual a la tasa de referencia.

El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería de la Nación pasó de \$11.462 miles de millones en el 4T14 a \$11.932 miles de millones en el 1T15. Cabe mencionar que comenzó el año en \$7.776 miles de millones (el 2 de enero) y después de encontrar un máximo en el período de \$17.699 miles de millones el 2 de febrero, en vísperas del vencimiento del bono denominado en UVR, cerró el trimestre en \$10.972 miles de millones después de efectuar los pagos relacionados con el vencimiento del TES (Gráfico 34).

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante casi todo el trimestre, aunque disminuyó temporalmente mientras hubo amplia liquidez en el mercado por el vencimiento del TES UVR, de tal manera que el BR alcanzó a ser deudor neto en una jornada. Esta posición pasó de \$6.814 miles de millones el 30 de diciembre de 2014 a \$6.796 miles de millones el 31 de marzo de 2015 (Gráfico 35). Al comparar los promedios de las tasas del mercado de crédito entre el 4T14 y el 1T15, se encuentra que el promedio de la tasa activa<sup>38</sup> aumentó 30 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 23 p.b.. De esta forma, en el período

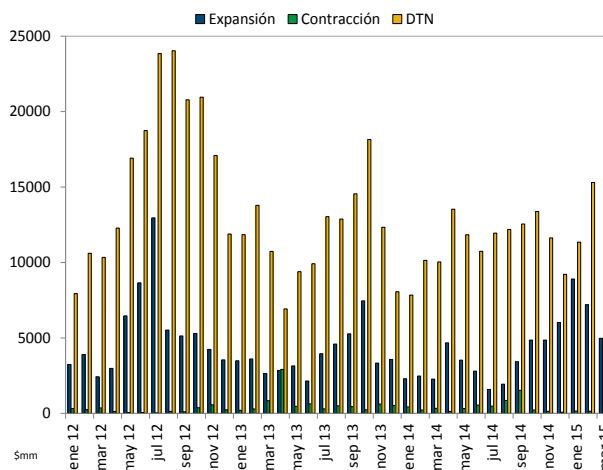
<sup>38</sup>Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 34: Promedio Mensual de Saldos Diarios

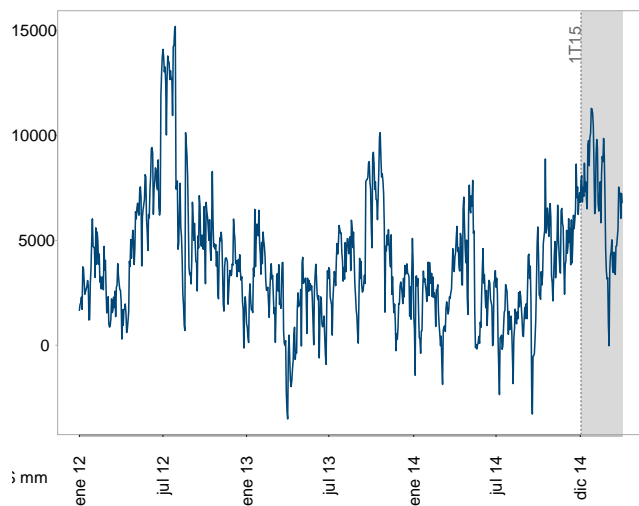


Fuente: Banco de la República.

analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,05 % a 7,10 %<sup>39</sup>.

<sup>39</sup>Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 4T14 se calcularon con datos semanales entre el 3 de octubre y el 26 de diciembre de 2014, y los promedios del 1T15 se calcularon con datos semanales entre

Gráfico 35: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Con respecto al crédito, la cartera continuó creciendo, aunque en el caso de la modalidad hipotecaria a un ritmo menor al del mismo trimestre del año anterior. Al comparar el 1T15 con el 1T14, se encuentra que los montos promedio de las carteras de microcrédito, comercial, hipotecaria<sup>40</sup> y consumo aumentaron 19,1% (ant: 9,5%), 16% (ant: 12,9%), 16% (ant: 17,1%), y 13,2% (ant: 13,1%), respectivamente<sup>41</sup> (Gráfico 36). En la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR<sup>42</sup>, los intermediarios financieros señalaron que en el 1T15 habían percibido una mayor demanda de crédito para todas las modalidades, similar a lo que habían manifestado en la encuesta de diciembre de 2014. Sin embargo, en los casos de las modalidades de crédito de vivienda y microcrédito, los encuestados percibieron desaceleración durante tres trimestres consecutivos (la evolución de la percepción de demanda de las entidades parece ser un indicador líder del crecimiento de la cartera). Las entidades

el 2 de enero y el 27 de marzo de 2015.

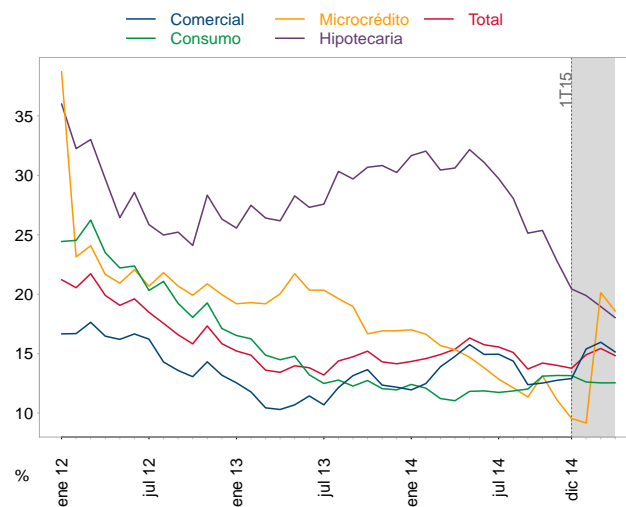
<sup>40</sup>Tradicional ajustada.

<sup>41</sup>Estas variaciones se calcularon comparando el dato del 20 de marzo de 2015 respecto al dato del 21 de marzo de 2014.

<sup>42</sup>Realizada en marzo de 2015.

que participaron en la encuesta coincidieron en que un exceso de recursos sería destinado a otorgar crédito en general, aunque en una menor proporción que en el 4T14.

Gráfico 36: Crecimiento Anual de Cartera



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

## 6.2 Mercado de Deuda Pública

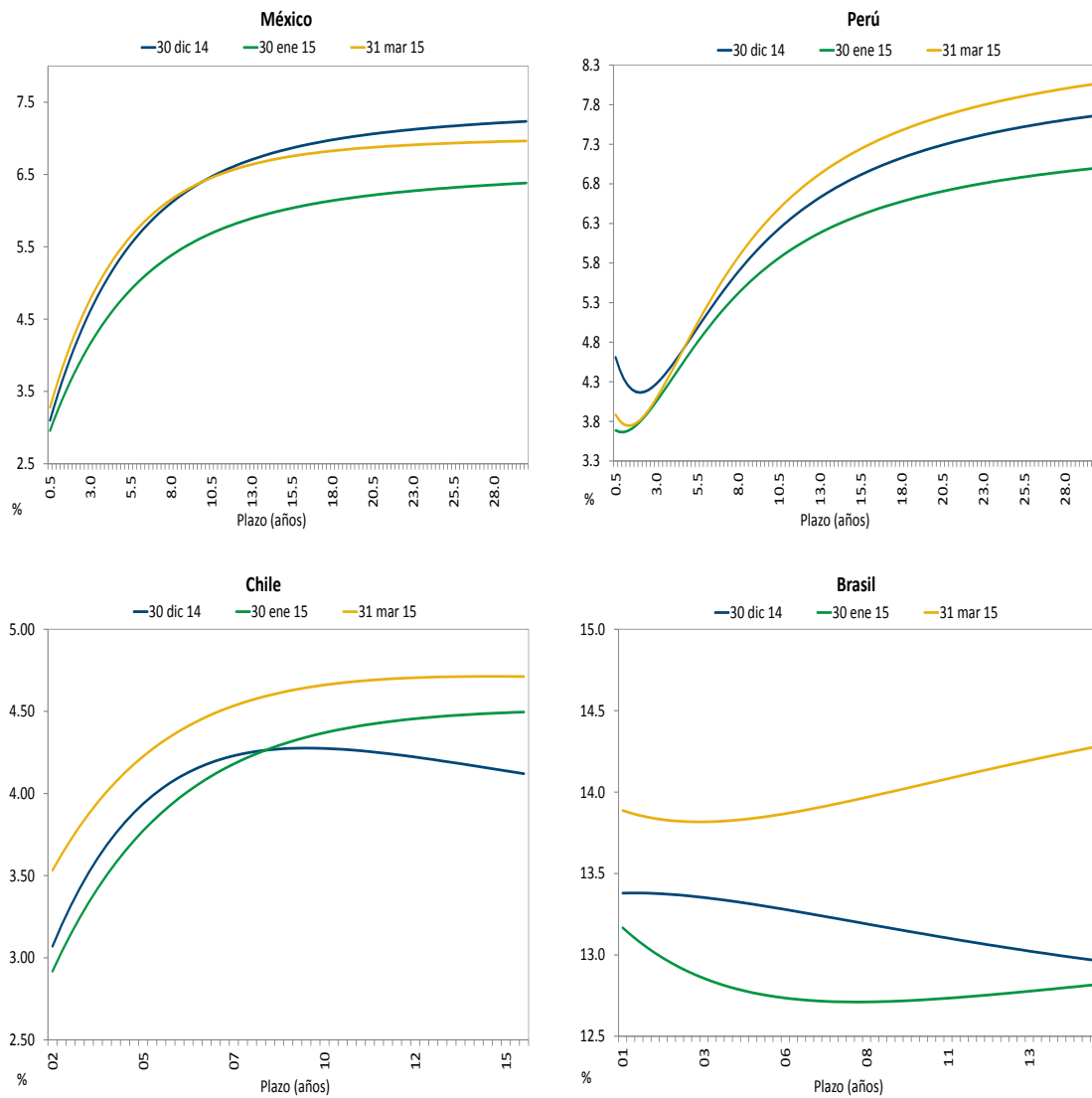
### 6.2.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de países de la región diferentes a Colombia, al comparar sus tasas de finales de marzo con las del cierre del año 2014, se encuentra que estos bonos se desvalorizaron con excepción de los de largo plazo de México y los de los tramos corto y mediano de Perú. En estos casos las desvalorizaciones de febrero y marzo no compensaron las valorizaciones registradas en enero (Gráfico 37).

Las valorizaciones de enero están asociadas a la continuidad de la amplia liquidez a nivel mundial dadas las nuevas medidas de estímulo económico anunciadas e

implementadas por algunos bancos centrales, principalmente el BCE y el Banco Central de China, y las expectativas de que la Fed mantendría la tasa de política en niveles expansivos por más tiempo del que se consideraba anteriormente.

Gráfico 37: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Por su parte, las desvalorizaciones de febrero y marzo están relacionadas con un nuevo ajuste en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria de la Fed, pues luego de la publicación de algunos datos económicos de EE.UU. se consideró probable que dicha normalización iniciaría más pronto de lo esperado. Adicionalmente, con excepción de Chile, hubo un deterioro en las perspectivas de crecimiento económico de los países de la región, lo que generó un incremento en la percepción de riesgo hacia estos.

Cabe mencionar que aunque en febrero los CDS de la región presentaron correcciones a la baja, al comparar los niveles de marzo con los de diciembre se encuentra que aumentaron, lo que explica en parte las desvalorizaciones observadas en el trimestre. En cuanto a los flujos de capitales extranjeros de inversión de portafolio, como se mostró en la sección de entorno internacional (*Gráficos 8 y 9*), de acuerdo con el IIF durante enero, febrero y marzo hubo entradas de capitales extranjeros hacia algunos mercados emergentes como África y Oriente Medio, Europa Emergente y Latinoamérica, en contraste con lo observado en diciembre, mes en que se habían registrado salidas<sup>43</sup>. Se destaca que las mayores entradas de extranjeros se presentaron en enero, luego que el BCE anunciara su programa de estímulo económico.

La valorización de los tramos corto y mediano de Perú se explica por el recorte de su tasa de política monetaria. Por el contrario, la curva de Brasil fue la más desvalorizada en promedio, lo que se asocia al incremento de 100 p.b. de la tasa de referencia y al deterioro en las perspectivas de crecimiento, el cual se espera que sea negativo este año<sup>44</sup>. En cuanto a los bonos de Chile, estos fueron los más desvalorizados después de los de Brasil, pues aunque su tasa de referencia permaneció inalterada, fue el único país (dentro del conjunto de países analizados) para el cual mejoraron las perspectivas de crecimiento para 2015, lo que sumado al hecho de que la inflación se encontrara por encima del rango meta, llevó al mercado a descartar un recorte de la tasa de política. Por último, el aplanamiento de la curva de México puede explicarse por expectativas de incrementos de la tasa de política monetaria, las cuales se vieron reflejadas en los sondeos realizados por el Banco Central.

En cuanto a los bonos de deuda de EE.UU., los de corto plazo no presentaron movimientos significativos, mientras que los de los tramos mediano y largo de la curva se apreciaron.

Las valorizaciones se relacionan con el mayor apetito

<sup>43</sup>IIF - EM Portfolio Flows Tracker. Marzo de 2015.

<sup>44</sup>De acuerdo con la encuesta realizada por el banco central.

por activos refugio ante preocupación por la debilidad de la economía mundial, algunos conflictos geopolíticos y la incertidumbre política en Grecia. Adicionalmente, surgieron expectativas de menor inflación en EE.UU. por la caída del precio del petróleo. Otro factor que contribuyó a la apreciación de los bonos fue la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de inversionistas ante el comienzo del programa de expansión cuantitativa del BCE. Además, las expectativas de una menor tasa de política en EE.UU., en el mediano y largo plazo, generó expectativas de menores rendimientos de los bonos de EE.UU.

No obstante, en febrero se registraron desvalorizaciones (aunque no compensaron los movimientos de enero y marzo) asociadas a expectativas de que los incrementos de la tasa de referencia de la Reserva Federal comenzarían antes de lo previamente descontado. Además, la publicación de algunos datos que reflejaban una mejoría en el crecimiento de la economía europea y la japonesa, y el pacto de cese al fuego en Ucrania, pudieron haber motivado a los inversionistas a tomar posiciones en activos más riesgosos (*Gráfico 38*).

## 6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

### A. Mercado Primario

Entre el 31 de diciembre de 2014 y el 31 de marzo de 2015, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$192.874 miles de millones a \$197.547 miles de millones.

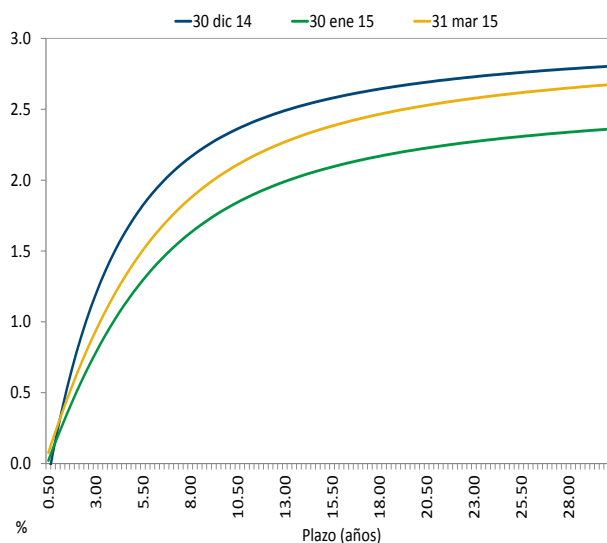
El cupo para la emisión de TES de largo plazo de 2015 es \$34.477 miles de millones, y en el 1T15 se emitieron \$10.108 miles de millones<sup>45</sup>. Cabe mencionar que este trimestre se emitió por primera vez el bono en pesos a 15 años con vencimiento el 18 de septiembre de 2030<sup>46</sup>.

<sup>45</sup>Valores nominales. \$7.075 miles de millones de TES en pesos y \$3.033 miles de millones de TES UVR.

<sup>46</sup>Se adjudicaron \$500 miles de millones a una tasa de 7,510%.



Gráfico 38: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado para 2015 es de \$10.000 miles de millones pero no se ha realizado ninguna subasta. Tampoco se han realizado colocaciones de TES para regular la liquidez de la economía<sup>47</sup>.

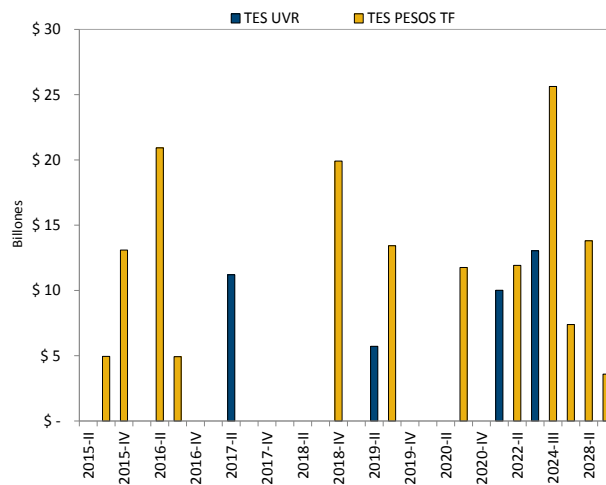
Por otro lado, en el Gráfico 39 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con datos al 31 de marzo, entre el segundo y el cuarto trimestre de 2015 habrá vencimientos por \$18.044 miles de millones correspondientes al 16% del saldo en circulación, los cuales se concentran en el cuarto trimestre del año (\$13.097 miles de millones). Cabe destacar el vencimiento de un TES en pesos el 28 de octubre cuyo principal asciende a \$10.021 miles de millones.

**B. Mercado Secundario**

Esta referencia paga cupones de 7,75%.

<sup>47</sup> Los TES para regular la liquidez de la economía no pueden utilizarse para financiar apropiaciones del presupuesto general de la Nación y son administrados mediante depósito remunerado en el BR.

Gráfico 39: Proyección de Vencimientos TES



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

Similar a lo ocurrido con los bonos de los otros países de la región, los TES en moneda local estuvieron influenciados por los factores internacionales que ya se mencionaron, y en la misma línea se valorizaron en enero y posteriormente se desvalorizaron, especialmente en marzo. No obstante, en el caso de los bonos colombianos las desvalorizaciones no alcanzaron a compensar los movimientos de enero y por ende, al comparar las tasas de finales de marzo con las de tres meses atrás, se encuentra que se valorizaron, comportamiento contrario al registrado por los bonos de Brasil, Chile, los de corto y mediano plazo de México, y los del tramo largo de Perú (Gráfico 42).

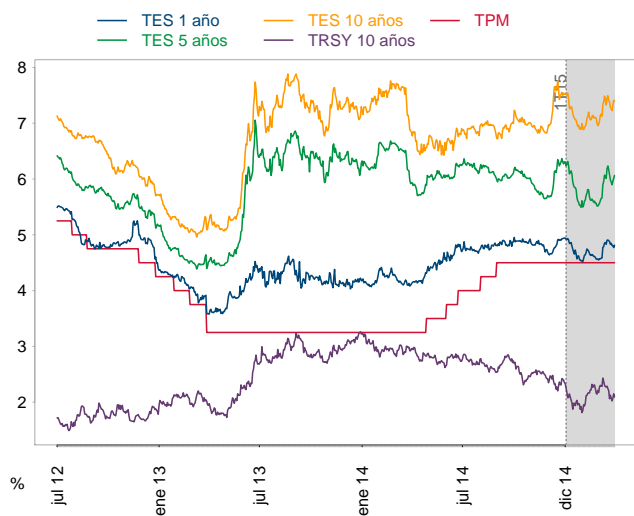
Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 1T15 con las de finales del 4T14, se observan disminuciones en promedio de 9 p.b. entre 0 y 2 años, 18 p.b. entre 2 y 5 años, y 7 p.b. entre 5 y 15 años<sup>48</sup> (Gráficos 40 y 41).

En enero las valorizaciones de los TES se explican principalmente por entradas importantes de extranje-

<sup>48</sup> Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

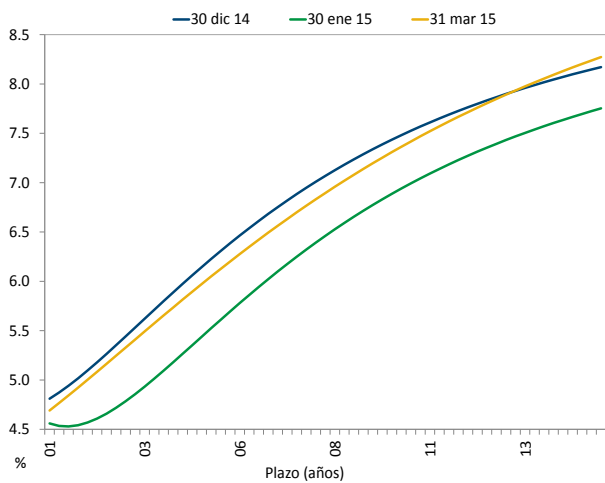


Gráfico 40: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 41: Curvas Spot Colombia

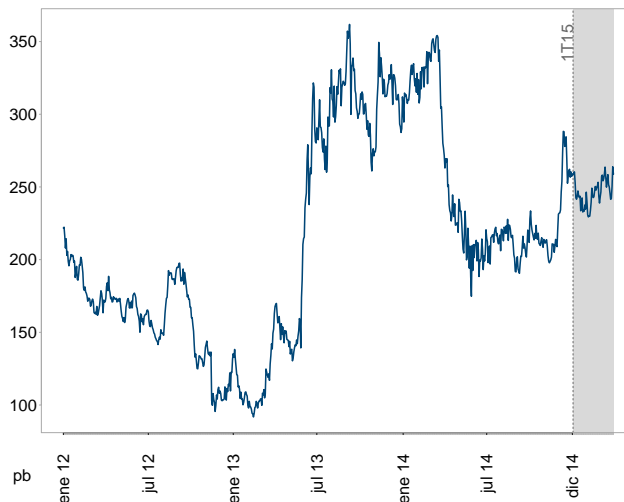


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

ros las cuales ascendieron a \$3.501 miles de millones<sup>49</sup>.

<sup>49</sup>\$2013 miles de millones en el mercado *spot* y \$1488 miles de

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



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Con respecto a las desvalorizaciones de febrero y marzo, estas se asocian además de los factores internacionales, a un aumento de la inflación esperada en Colombia por los agentes luego que los datos publicados sorprendieran al alza, y a la preocupación en torno al panorama fiscal del país ante la disminución de los precios del petróleo. Además, en marzo hubo salidas de extranjeros en el mercado *spot* de TES.

Cabe mencionar que algunos factores contrarrestaron las desvalorizaciones de febrero y marzo y marcaron la diferencia entre los bonos colombianos y los de los demás países de la región. En primer lugar, en febrero hubo una corrección al alza en el precio del petróleo y una mejora de los indicadores de riesgo hacia algunos países de la región, en mayor medida hacia Colombia. En segundo lugar, si bien en el trimestre desmejoraron las perspectivas económicas de la región, los pronósticos de crecimiento de Colombia fueron los que menos disminuyeron en comparación con Brasil y México<sup>50</sup>.

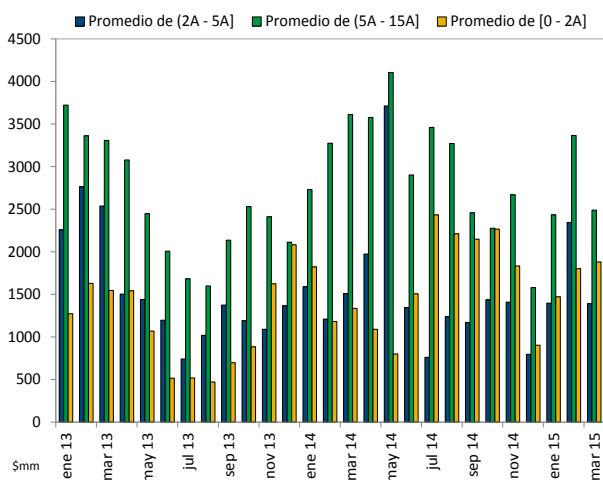
millones en el mercado de *forwards* (NDF).

<sup>50</sup>Los pronósticos de crecimiento de Chile mejoraron. En el momento de elaboración de este informe no se disponía de los resultados de marzo de la encuesta de expectativas del Banco Central de Perú.

En tercer lugar, el anuncio que realizó el gobierno colombiano de aplazar \$6 billones de la ejecución del presupuesto, con el fin de reafirmar su compromiso de cumplir la regla fiscal<sup>51</sup>, fue bien recibido por el mercado y contribuyó a la apreciación de los títulos.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$6451 miles de millones<sup>52</sup>, superior al observado en el mismo período del año 2014 (aproximadamente \$6087 miles de millones) (Gráficos 43 y 44). En el Gráfico 43 puede observarse que, igual a lo ocurrido en los trimestres anteriores, este trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 24% a 26% entre el 4T14 y el 1T15, y junio de 2016, cuya participación pasó de 24% a 25%.

Gráfico 43: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



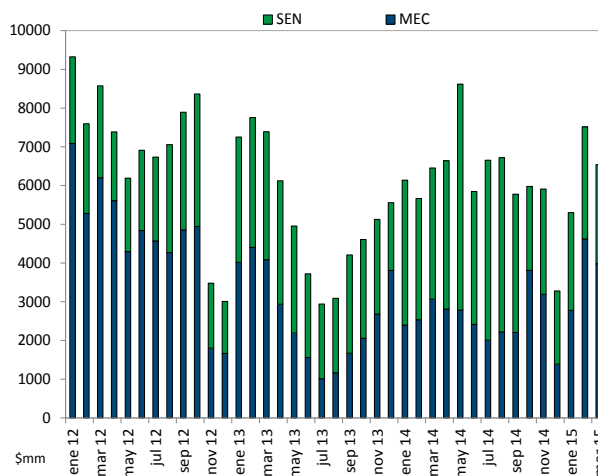
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. Billones de pesos.

En cuanto a la participación de inversionistas extranje-

<sup>51</sup> Con el fin de reafirmar su compromiso con la sostenibilidad fiscal en un contexto de disminución del precio del petróleo, el Gobierno aprobó el aplazamiento de \$6 billones en el Presupuesto General de la Nación para 2015, e indicó que había estado trabajando en un plan de austeridad enfocado a reducir los gastos de funcionamiento y optimizar la estructura de sus entidades.

<sup>52</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 44: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

ros en el mercado de deuda pública local denominada en pesos, se observa que durante el trimestre estos inversionistas realizaron compras netas en el mercado de contado por \$2.013 miles de millones, inferior a las compras netas registradas en los últimos cuatro trimestres<sup>53</sup> y reflejando un posible cambio de tendencia en el ritmo de entrada de capital extranjero en el mercado local de TES, luego de las entradas importantes que se observaron durante el año 2014 ante el incremento en la ponderación de los bonos colombianos en los índices de bonos para economías emergentes de JP Morgan. En particular, se destaca que en el mes de marzo estos inversionistas vendieron en neto \$813 miles de millones en este mercado, siendo la primera vez que registraban salidas netas mensuales desde noviembre de 2013.

Por otra parte, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de *forward* de TES por \$1.419 miles de millones durante el periodo<sup>54</sup>, contrario a las ventas

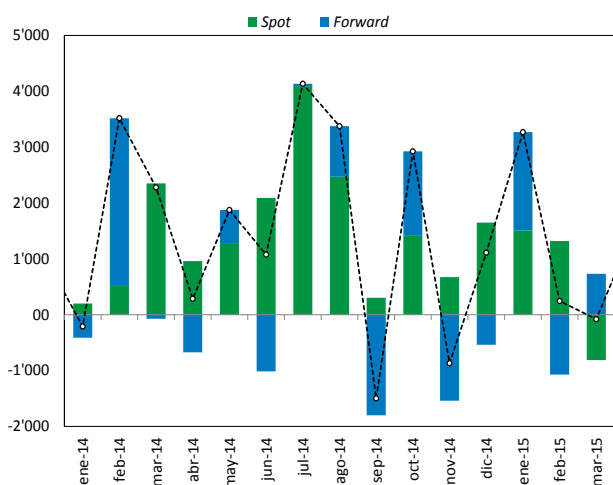
<sup>53</sup> A lo largo del año 2014, se observaron compras netas de \$3.080 miles de millones en el 1T14, \$4.332 miles de millones en el 2T14, \$6.863 miles de millones en el 3T14 y \$3.733 miles de millones en el 4T14.

<sup>54</sup> Mediante la celebración de contratos *Non-Delivery Forward*.

netas observadas en los tres últimos trimestres<sup>55</sup>, y por debajo de las compras netas del 1T14<sup>56</sup>.

De esta manera, la participación de este tipo de inversionistas en TES denominados en pesos, tanto en el mercado *spot* como en el *forward*, como proporción del salto total en circulación pasó de 21,6% a 23,0%, incremento menor a los registrados a lo largo del 2014<sup>57</sup> (Gráficos 45 y 46).

Gráfico 45: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros



Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

En línea con el mercado de TES, los futuros presentaron valorizaciones. El número de contratos negociados de futuros de TES<sup>58</sup> disminuyó al pasar de 87.791 contratos en el 4T14 a 73.213 en el 1T15 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$18.003 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 8.318 contratos el 31 de marzo, la mayoría con vencimiento en el 2016.

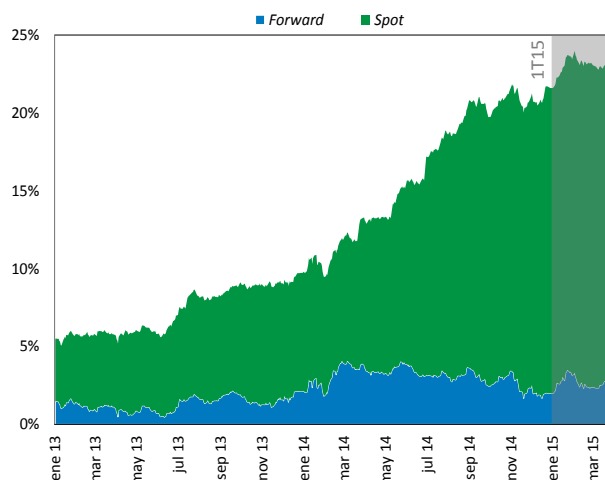
<sup>55</sup>Ventas netas de \$1.097 miles de millones en el 2T14, \$854 miles de millones en el 3T14 y \$568 miles de millones en el 4T14.

<sup>56</sup>Compras netas de \$2.502 miles de millones.

<sup>57</sup>En el 2014, la participación de estos agentes pasó de 9,7% a 13,3% en el 1T14, de 13,3% a 17,2% en el 2T14, de 17,2% a 19,7% en el 3T14 y de 19,7% a 21,6% en el 4T14.

<sup>58</sup>Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

Gráfico 46: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

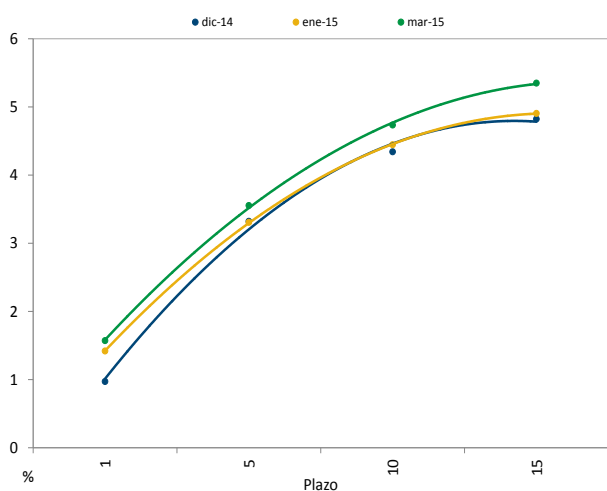
### 6.3 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

Durante el 1T15, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron un comportamiento mixto. Por un lado, los bonos de Brasil se desvalorizaron, al igual que su deuda pública local y estuvo alineado con el panorama económico desfavorable de ese país y los incrementos en la percepción de riesgo internacional entre febrero y marzo. Por su parte, los tramos mediano y largo de México y Perú experimentaron valorizaciones, que tuvieron lugar particularmente desde mediados de marzo y se explican por la mejoría en la percepción de riesgo internacional luego de la reunión celebrada por la Fed ese mes en la que se dieron señales de continuidad de las amplias condiciones de liquidez internacional (Gráficos 47,48 y 49).

Durante el periodo los bonos externos denominados en moneda local de largo plazo se desvalorizaron para Chile, tal como sucedió con sus bonos locales, y se valorizaron para Brasil. Se destaca que en este último caso, la respuesta disímil a la de sus bonos ex-

ternos denominados en dólares pudo estar relacionada con expectativas de apreciación del real brasileño al final del periodo, a lo que se sumó la valorización de los *Treasuries* y algunos signos de recuperación de la percepción de riesgo país hacia finales de marzo.

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



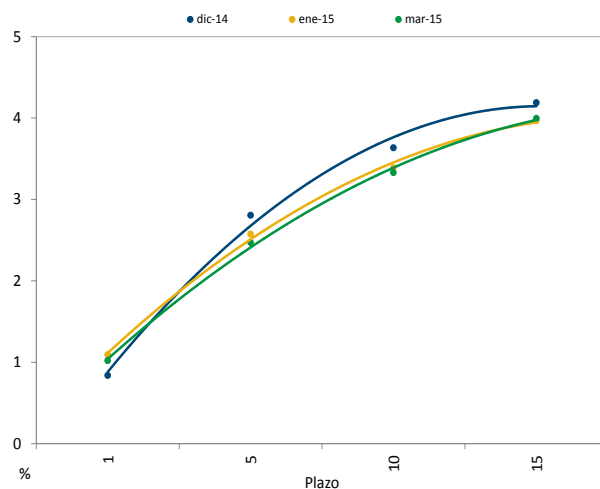
Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las primas de riesgo de los países de la región se incrementaron durante el trimestre. En primer lugar, los EMBI país, para una muestra de países de la región, aumentaron en promedio 17 p.b. (7,03%)<sup>59</sup>, y el EMBI+ aumentó 14,6 p.b. (3,76%) (Gráfico 50). Asimismo, los CDS de bonos a 5 años de los países de la región se incrementaron en promedio 26,3 p.b. (16,2%)<sup>60</sup> (Gráfico 6).

<sup>59</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: 26 p.b. (13,54%), Brasil: 63 p.b. (24,32%), México: 8 p.b. (4,35%), Perú -1 p.b. (-0,56%) y el EMBI Global Chile: -11 p.b. (-6,51%).

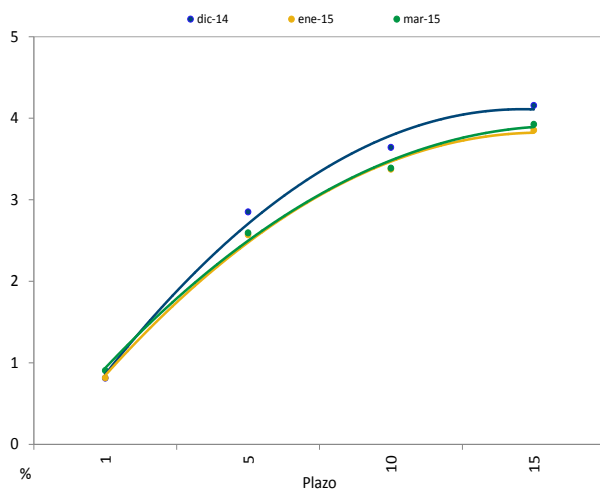
<sup>60</sup>Variaciones: Colombia: 18,50 p.b. (13,12%), Brasil: 82,06 p.b. (40,88%), México: 22,12 p.b. (21,38%), Chile: -10,54 p.b. (-11,22%) y Perú: 19,40 p.b. (16,88%).

Gráfico 48: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México

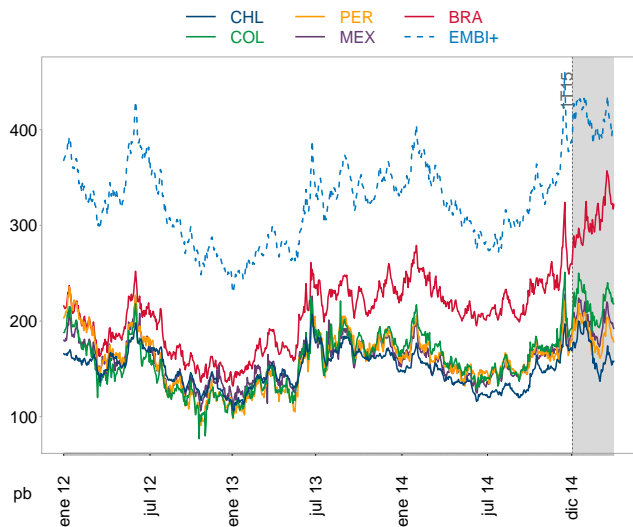


Fuente: Bloomberg.

## 6.4 Deuda Pública Externa de Colombia

En línea con lo sucedido en el mercado local de deuda pública, durante el 1T15 la deuda externa de Colom-

Gráfico 50: Spreads Deuda Soberana LATAM



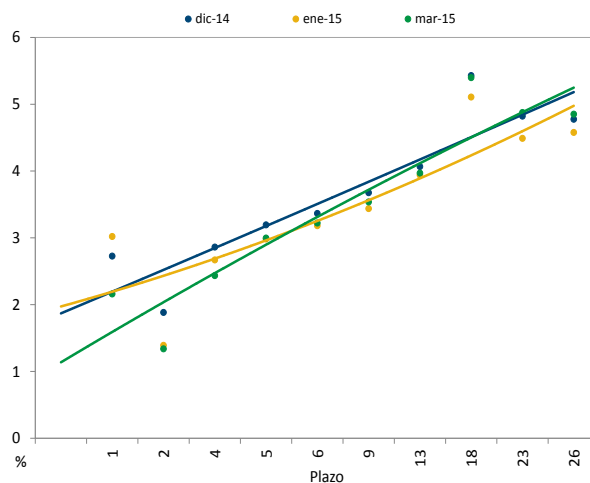
Fuente: Bloomberg.

bia, denominada tanto en moneda local como extranjera, presentó valorizaciones (Gráficos 51 y 52). Lo anterior se explica principalmente por las expectativas de que continuarán las amplias condiciones de liquidez internacional. No obstante, en el periodo se observaron algunas desvalorizaciones entre febrero y marzo, que igualmente estuvieron relacionadas con las condiciones externas, pero que no alcanzaron a compensar las disminuciones en los rendimientos registradas en el resto del periodo.

Cabe mencionar que el 21 de enero el Gobierno emitió USD1.500 millones en bonos internacionales con vencimiento en el año 2045, un cupón de 5,0% y a una tasa de 5,064%, la más baja alcanzada en emisiones de largo plazo.

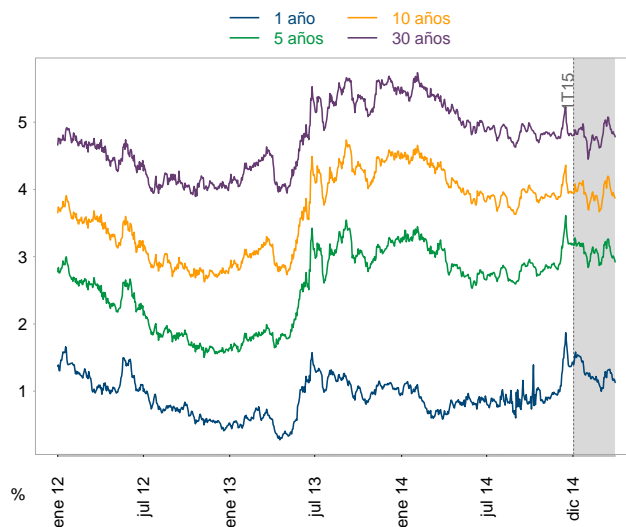
En el Gráfico 53 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denominados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre este *spread* aumentó para cada uno de los plazos ante valorizaciones de los TES Globales superiores a las valorizaciones de los bonos locales. De otra parte, el

Gráfico 51: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

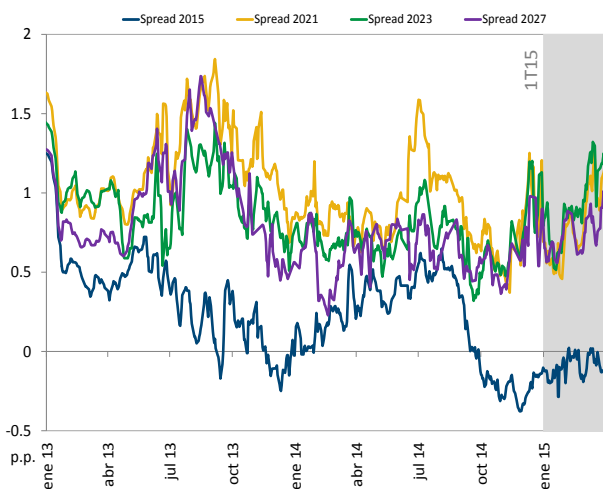
Gráfico 52: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

*spread* entre los bonos locales a 10 años y aquellos emitidos en los mercados internacionales denominados en dólares con madurez similar, no presentó una

Gráfico 53: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg.

variación significativa en el periodo debido a que las valorizaciones de ambos bonos fueron de magnitudes similares.

## 7 Mercado de Deuda Privada

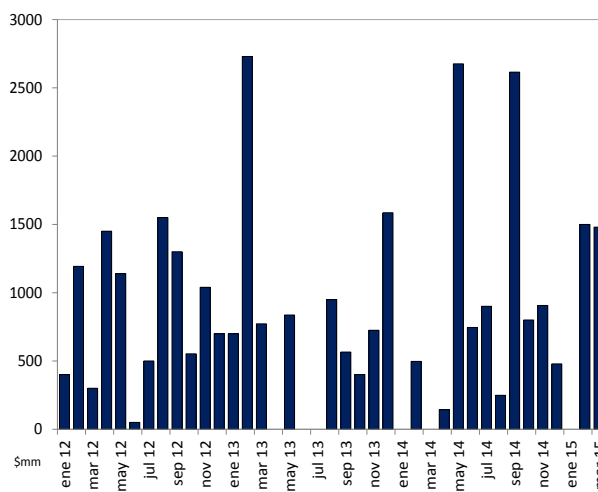
Durante el 1T15 el mercado primario de deuda privada presentó un aumento de 36% frente a lo observado el trimestre anterior con colocaciones totales por un monto de a \$2.980 miles de millones<sup>61</sup> (ant: \$2.185 miles de millones) (Gráfico 54). Sin embargo, se debe resaltar que las colocaciones se concentraron en unas pocas entidades (Cuadro 11).

En el periodo analizado el sector financiero tuvo una participación de 52% con colocaciones por \$1.550 miles de millones<sup>62</sup>. Por otra parte, el sector no financiero tuvo una participación de 48% en los montos co-

<sup>61</sup>Dicho monto equivale a 1,08 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

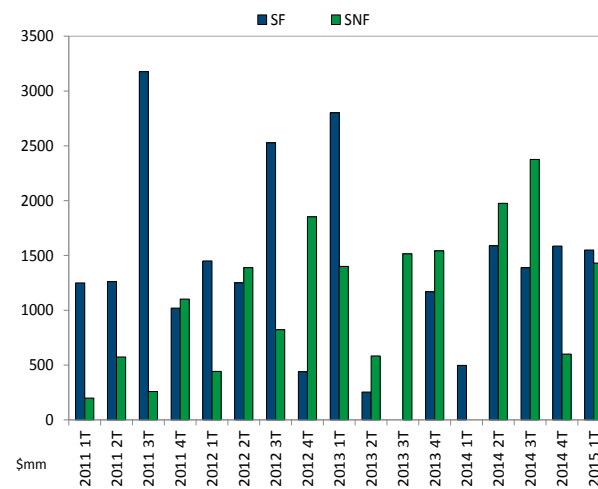
<sup>62</sup>Equivale a 1,05 veces su promedio histórico de colocaciones.

Gráfico 54: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 55: Monto Colocado por Sector

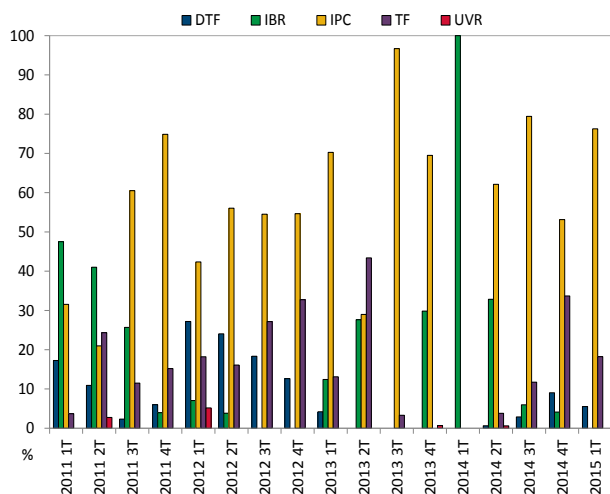


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

locados con un monto de \$1.430 miles de millones<sup>63</sup> (Gráfico 55).

<sup>63</sup>Equivale a 1,31 veces su promedio histórico.

Gráfico 56: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 11: Emisiones Deuda Privada 1T15

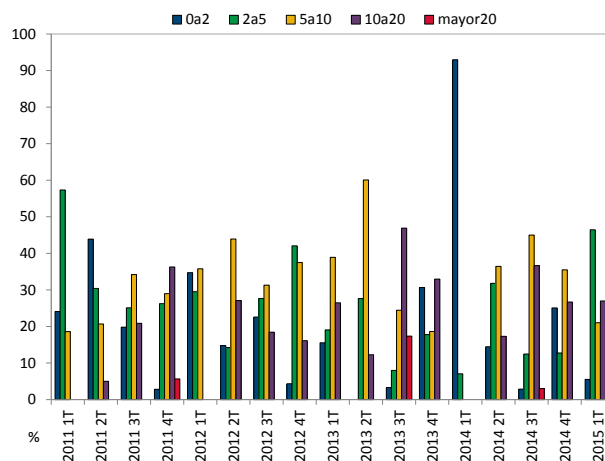
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda	700	3 a 10	TF, IPC
Banco Popular	400	2 a 5	TF, IPC
Organización Terpel	400	7 a 15	IPC
Promigas	400	4 a 15	IPC
Leasing Bancolombia	450	3 a 10	DTF, IPC
Empresas Públicas de Medellín	630	5 a 20	IPC

Fuente: BVC.\* miles de millones de pesos. \*\* años.

Durante el trimestre distintas entidades realizaron colocaciones (Cuadro 11). La mayor parte de las emisiones se ataron al IPC (76%), seguidas por tasa fija (18%) y DTF (6%) (Gráfico 56). El 46% de las emisiones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, seguidas por los plazos de 10 a 20 años (27%), de 5 a 10 años (21%) y de 0 a 2 años (6%) (Gráfico 57).

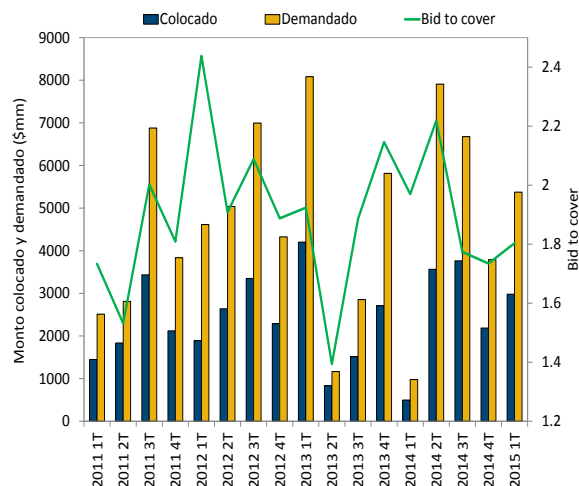
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas aumentó 0,07 respecto al trimestre anterior y la demanda por colocaciones (\$5.374 miles de millones) fue 1,80 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$3.790 miles de millones, 1,73 veces) (Gráfico 58).

Gráfico 57: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 58: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

Durante el trimestre, al comparar los datos de cierre del trimestre anterior con los del 1T15, los índices bursátiles de las economías desarrolladas registraron



valorizaciones, en menor grado para EE.UU. e Inglaterra. De esta manera, los mercados asiáticos continuaron avanzando tal como lo hicieron el trimestre anterior, y Europa recuperó dinamismo luego de que en el 4T14 no se presentaran cambios significativos en sus bolsas. En el caso de Latinoamérica, los resultados fueron heterogéneos.

La valorización del *Eurostoxx* (17,7%) en el trimestre contrastó con la desvalorización que presentó este indicador el trimestre anterior (-2,5%), y estuvo relacionada con los efectos que podrían tener las medidas de estímulo implementadas por el BCE para impulsar la actividad económica del bloque, junto con otras medidas de expansión cuantitativa implementadas por algunas economías de la región. Por su parte, las ganancias de los índices accionarios de EE.UU.<sup>64</sup> estuvieron relacionadas con la publicación de datos positivos del desempeño de esta economía, así como con las expectativas al final del periodo de que la Fed mantendrá su postura de política monetaria expansiva por más tiempo de lo esperado.

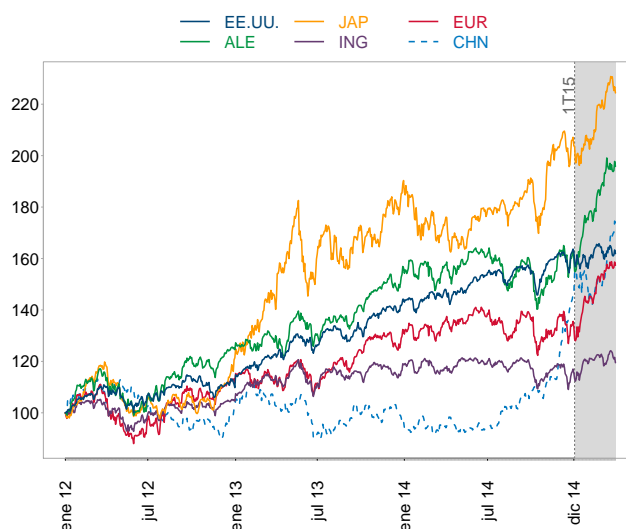
En el caso de Asia, los índices accionarios de China y Japón<sup>65</sup> avanzaron 15,9% y 10,1%, respectivamente, lo cual puede ser explicado por los bajos precios energéticos, así como por las mayores medidas de estímulo monetario implementadas por el Banco Central de China y de Japón, y la publicación de datos favorables del desempeño económico japonés (*Gráfico 59*).

En cuanto a las bolsas de la región, las de Colombia y Perú continuaron retrocediendo (-13,9% y -16,0%, respectivamente), lo cual estuvo relacionado con las caídas en los precios de los *commodities*<sup>66</sup>, mientras

que la bolsa de Chile se mantuvo relativamente estable (1,5%) y las bolsas de México y Brasil se recuperaron, cerrando el trimestre sin pérdidas (1,3% y 2,5%, respectivamente) (*Gráfico 60*). En general, los movimientos de las bolsas de la región estuvieron influenciados por la evolución de la percepción de riesgo a nivel internacional.

Vale la pena destacar que, en los casos de Brasil y México el comportamiento de sus bolsas se dio pese a la perspectiva desfavorable de estas economías y los bajos precios del petróleo, factores que pudieron verse balanceados por mayores entradas de capital extranjero a sus mercados de renta variable<sup>67</sup>, y en el caso mexicano por los efectos de las reformas energéticas y fiscales implementadas el año anterior junto con las señales de recuperación de la economía de EE.UU.

Gráfico 59: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

<sup>64</sup>El *S&P500* se valorizó 0,4%, el *Nasdaq* 3,5%, y el *Dow Jones* -0,3%.

<sup>65</sup>El *Shanghai Stock Exchange Composite Index* y el *Nikkei Index*, respectivamente.

<sup>66</sup>En el caso de Colombia, las caídas en el precio del petróleo no solamente afectaron a las empresas de este sector, sino que han generado incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal del país (durante el 1T15 el petróleo BRENT disminuyó 4,36% y el WTI 10,35%). Para el caso peruano, teniendo en cuenta que su bolsa esta concentrada en empresas relacionadas con *commodities*

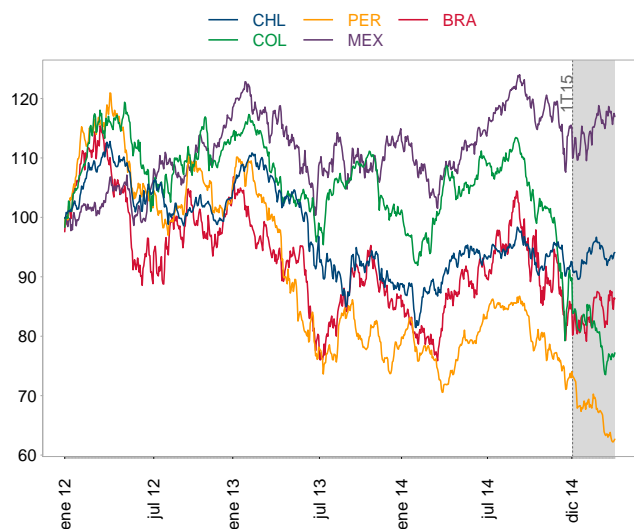
En Colombia, la desvalorización del *COLCAP* tuvo lu-

(56,4%), la disminución obedece principalmente a las caídas en los precios de materias primas.

<sup>67</sup>Según el IIF, con datos a febrero las entradas de capital extranjero para el 1T15 en Brasil y México ascendieron a USD2.848 millones y USD668 millones, respectivamente, superiores a las entradas netas registradas en el 4T14 para Brasil de USD668, y a las salidas netas en México en el mismo periodo por USD1.054.



Gráfico 60: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

gar desde mediados de febrero hasta la primera mitad de marzo y estuvo relacionada con los bajos precios del petróleo, la incertidumbre en torno a la política monetaria en EE.UU. y expectativas de un menor dinamismo de la economía local y de mayor inflación. Lo anterior se refleja en las desvalorizaciones generalizadas de los títulos que componen este indicador durante el periodo (Cuadro 12).

Por otra parte, la volatilidad de los mercados accionarios de la región disminuyó frente a la del trimestre anterior. Por un lado, los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región en el 1T15 disminuyeron para todos los países analizados, salvo Perú<sup>68</sup> (Gráfico 61); por el otro, en materia de volatilidad condicional<sup>69</sup>, durante el periodo el promedio de la región disminuyó 2,35% respecto al del trimestre anterior<sup>70</sup>

<sup>68</sup>El COLCAP de Colombia fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (2,99, anterior: 3,10), seguido por el IBOV de Brasil (2,35, anterior: 3,65), el IGBVL de Perú (2,31, anterior: 2,23), el MEXBOL de México (1,66, anterior: 1,81) y el IPSA de Chile (1,37, anterior: 1,60).

<sup>69</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

<sup>70</sup>En particular, la volatilidad condicional promedio en el trimestre del IBOV de Brasil fue 0,0180 (anterior: 0,0230), la del MEXBOL

Cuadro 12: Variaciones acciones COLCAP

Empresa	Variaciones
Canacol	18.2%
Avianca	7.2%
Isagen	2.9%
EEB	-4.4%
Ecopetrol	-5.0%
Grupo Aval	-9.0%
Davivienda	-10.0%
Corficolombiana	-10.7%
Bancolombia	-11.3%
Cementos Argos	-13.4%
ISA	-13.9%
Éxito	-14.4%
BVC	-15.2%
CEMEX	-15.6%
Grupo Sura	-16.1%
Banco de Bogotá	-16.5%
CELSIA	-17.7%
Argos	-18.8%
Grupo Nutresa	-19.9%
Pacific Rubiales	-58.9%

Fuente: Bloomberg.

(Gráfico 62). Vale la pena destacar que la volatilidad del COLCAP de Colombia inició el trimestre siendo la más alta de la región, pero cerró el trimestre por debajo de la volatilidad del MEXBOL de México y del IBOV de Brasil.

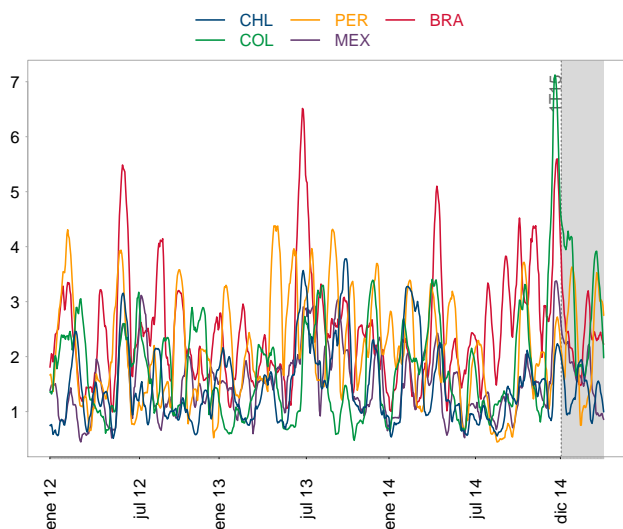
Con datos estimados del PIB para 2014<sup>71</sup> y datos de capitalización bursátil ajustada por capital flotante a marzo de 2015<sup>72</sup>, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB. En el Gráfico 63 se puede observar que la bolsa de Chile tenía una capitalización bursátil ajustada como porcentaje del PIB de 34,86%, siendo la más alta de la región, seguida por la de las bolsas de Perú (19,15%), México (18,96%), Brasil (16,00%) y Colombia (9,81%). Adicionalmente, cabe señalar que la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 7,88% a cierre de marzo. Por otra parte, según el indicador de velocidad de rotación

de México 0,0126 (anterior: 0,0097), la del COLCAP de Colombia 0,0145 (anterior: 0,0140), la del IGBVL de Perú 0,0121 (anterior: 0,0119) y la del IPSA de Chile 0,0077 (anterior: 0,0080).

<sup>71</sup>Fuente: FMI.

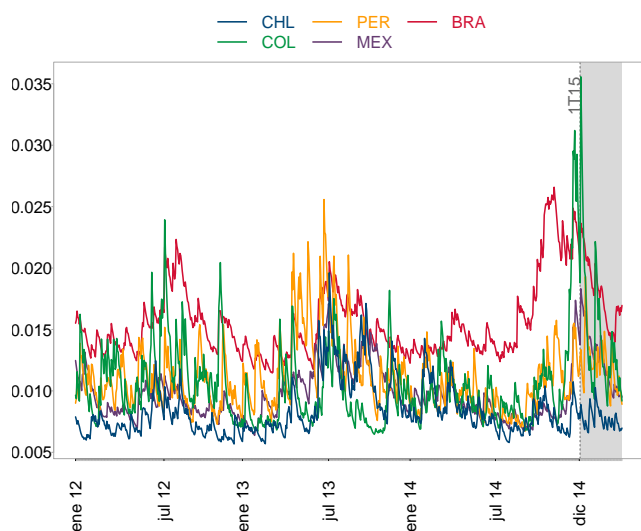
<sup>72</sup>Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges. Cálculos: Banco de la República.

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



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

Gráfico 62: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



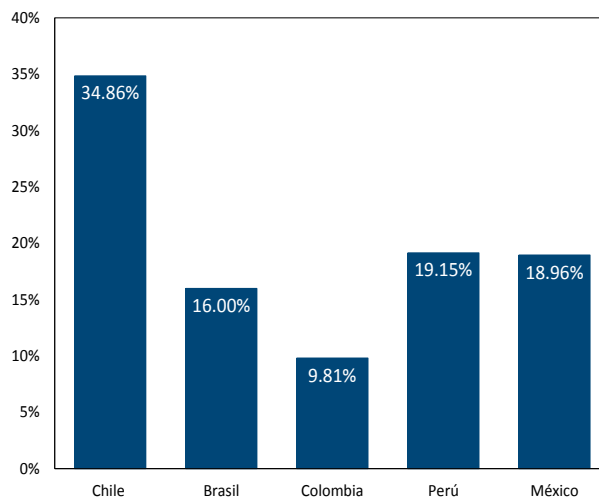
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

calculado a marzo de 2015<sup>73</sup>, en la región la bolsa

<sup>73</sup>Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización

México alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 28,56%, seguida por las bolsas de Colombia (12,74%), Chile (12,67%) y Perú (3,87%) (Gráfico 64).

Gráfico 63: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos: Banco de la República.

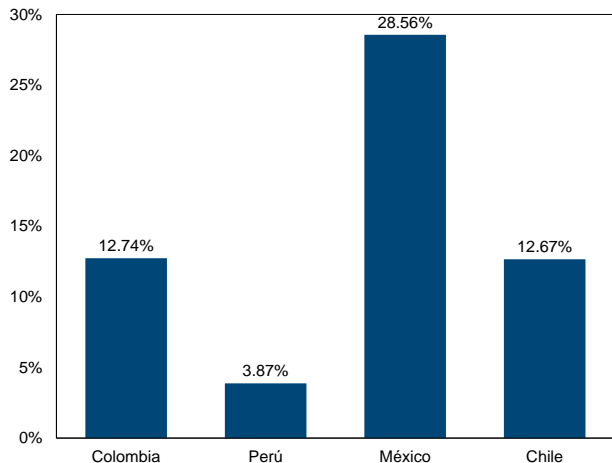
En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 1T15 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones en este mercado por \$3.478 millones (ventas de \$5.402 millones y compras de \$8.880 millones), Superior a las ventas netas registradas los últimos tres trimestres, pero por debajo de lo observado en el 1T14<sup>74</sup>. Cabe anotar que en el periodo el 99,2% de las ventas realizadas por la BVC correspondieron a activos colombianos, y el 94,3% de las compras realizadas fueron activos colombianos que estaban en poder de extranjeros. El índice S&P Mila 40<sup>75</sup> presentó una desvalorización de 9,3% durante el 1T15 (Gráfico 65).

bursátil. Fuente: World Federation of Exchanges.

<sup>74</sup>Ventas netas por \$8.196 millones, \$1.455 millones, \$3.135 millones y \$1.385 millones en el 1T14, 2T14, 3T14 y 4T14, respectivamente.

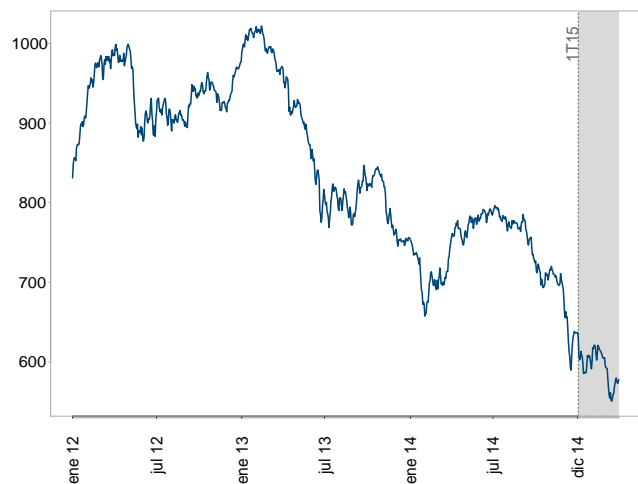
<sup>75</sup>El cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado.

Gráfico 64: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable



Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

Gráfico 65: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

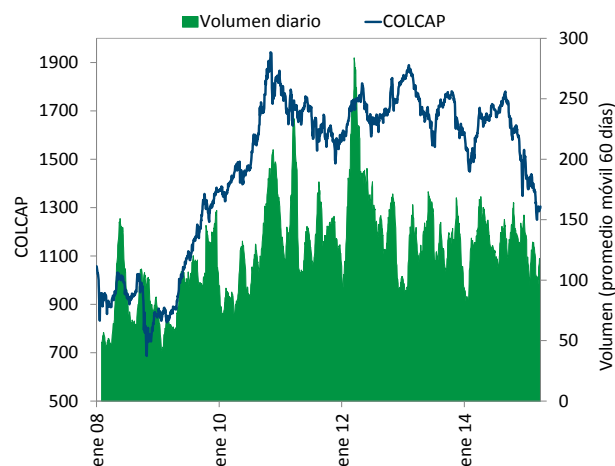
En Colombia, el promedio diario negociado durante el 1T15 en el mercado accionario fue de \$132,6 miles de millones, inferior al observado a lo largo del año 2014<sup>76</sup>. El COL20 presentó una desvalorización

<sup>76</sup>El promedio diario negociado en el 1T14, 2T14, 3T14 y 4T14 fue de \$154,8 miles de millones, \$173,3 miles de millones, \$162,2

durante el periodo analizado de 8,69%.

Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el periodo fueron los inversionistas extranjeros, las carteras colectivas y los fondos de pensiones y cesantías, que ofrecieron en neto \$262,4 miles de millones, \$86,7 miles de millones y \$79,8 miles de millones, respectivamente. Por su parte, los principales demandantes netos fueron los programas ADR<sup>77</sup> y las compañías de seguros, que compraron en neto \$445,4 miles de millones y \$74,3 miles de millones, respectivamente.

Gráfico 66: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 251 contratos frente a 355 contratos negociados en el 4T14<sup>78</sup> y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

miles de millones y \$154,7 miles de millones, respectivamente.

<sup>77</sup>Por sus siglas en inglés, *American Depositary Receipt*.

<sup>78</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.

## Recuadro 2: Manejo de Liquidez en los Bancos Comerciales

### Introducción

El presente recuadro se enfoca en la administración de la liquidez de corto plazo de los bancos comerciales (BC), con el propósito de identificar los aspectos determinantes de sus necesidades o excedentes de liquidez y la manera como los gestionan. El documento está compuesto por cuatro secciones adicionales a la presente introducción. En la segunda sección se presentan los factores relevantes en la posición de liquidez de los BC y las diferentes áreas involucradas en el manejo de la misma. La tercera sección muestra las operaciones que pueden realizar las entidades en el mercado monetario y las características de cada una. La cuarta sección presenta las variables que determinan la preferencia de los BC por las diferentes operaciones que pueden realizar en el mercado monetario y una caracterización del mismo dependiendo de la liquidez disponible en el sistema (baja, alta o normal). La quinta sección concluye.

### Factores Determinantes de la Liquidez en las Tesorerías de Bancos Comerciales

La gestión de la liquidez juega un papel fundamental en la consecución de los objetivos de los BC, en el aprovechamiento de oportunidades de negocio y en el cumplimiento de los requisitos exigidos por los organismos de control, sin afectar la solvencia del BC. En su actividad diaria, el área de liquidez construye un flujo de caja, utilizando como base la programación de los movimientos y la información que recibe de las demás áreas de la tesorería (portafolio y divisas). Además, recibe información de otras áreas, como la comercial, para incluir en el flujo de caja las operaciones de colocación y captación y movimientos de clientes institucionales. El saldo final del flujo de caja del BC se compara con el saldo proyectado en su estrategia de encaje bisemanal, y de presentar algún desfase, la entidad demandará o colocará recursos en el mercado, para cumplir con tal estrategia.

En varias entidades se obtiene esta información en tiempo real, mientras que en otras se realizan reportes a horas establecidas que indican el avance de las operaciones. Las principales variables y requisitos que tiene en cuenta la tesorería en la construcción del flujo de caja son:

- **Recaudo de impuestos:** con base en las proyecciones del recaudo y la participación histórica de la entidad en cada tipo de impuesto, se calcula el posible ingreso por este concepto. Una vez se realiza el recaudo, la entidad programa el traslado del mismo a la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), dentro del periodo definido por esta (por lo general, de 3 a 6 días).
- **Pagos y giros de la DGCPTN:** los BC estiman los ingresos o egresos por la ejecución del Tesoro y los giros que este realiza rutinariamente a cuentas de sus clientes (Ministerios, FOPEP, Ecopetrol, etc.).
- **Vencimientos de bonos y CDT:** se proyectan ingresos por vencimiento de inversiones, y egresos correspondientes a los vencimientos de deuda propia y de los CDT de sus clientes, a este último se descuenta un «porcentaje de renovación», basado en datos históricos.
- **Vencimientos de operaciones activas y pasivas en el mercado monetario:** varios BC suponen que los vencimientos de las operaciones pasivas no serán renovadas, y por tanto deben contar con mecanismos alternos

de financiación. En el caso de las operaciones activas se realiza un proceso similar.

- **Movimientos por depósitos de terceros y desembolsos de cartera:** el área comercial informa los movimientos de cuentas de sus clientes, que incluye los desembolsos de los créditos y la respectiva proyección de pagos de capital e intereses. Si el BC recibe consistentemente ingresos o egresos superiores a los establecidos de acuerdo con sus estándares, el Comité de GAP podría bajar o aumentar las tasas de remuneración, para desincentivar o incentivar los depósitos de sus clientes. Algunos BC cuentan con alertas que se activan ante cambios en el nivel de los depósitos por montos previamente establecidos.
- **Buffers de liquidez:** son colchones de liquidez definidos por comités de riesgo, con el propósito de atender retiros imprevistos en las cuentas de clientes o faltantes en compensación. Por lo general, este rubro se calcula con base en retiros máximos que ha presentado la entidad. Estos pueden mantenerse en efectivo y contabilizarse como parte del encaje o invertirse en títulos líquidos de alta calidad, que pueden usarse como respaldo en operaciones con el banco central o venderlos en el mercado secundario, cuando se requiera.
- **Posición de encaje:** de acuerdo con la reglamentación<sup>79</sup>, las entidades deben mantener un encaje ordinario cuyo monto depende de las exigibilidades en moneda legal, y se constituye de depósitos en el Banco de la República (BR) o efectivo en caja. El encaje requerido se mide en períodos de dos semanas y corresponde al promedio aritmético de los encajes requeridos de los días calendario comprendido entre el miércoles y el martes de la semana subsiguiente. Para cada periodo de encaje las entidades definen su estrategia, ya sea que se sobrencajen al principio o al final, o si mantienen el promedio diario requerido a lo largo de la bisemana; tal estrategia dependerá de la proyección de flujos para el periodo correspondiente, las condiciones del mercado y las políticas de inversión y financiación de cada BC.
- **IRL** este indicador mide la suficiencia de activos líquidos, ajustados por liquidez de mercado, para hacer frente a las obligaciones dentro de períodos o bandas de 7 y 30 días. Los establecimientos de crédito deben presentar un informe semanal ante el organismo de control, donde el indicador debe ubicarse por encima de 0 o 100%, de acuerdo con la metodología de cálculo<sup>80</sup>. Los BC calculan diariamente el IRL, para evitar que las operaciones que realizan ubiquen a la entidad por fuera de la reglamentación. Por tanto el monto, plazo y tipo de estrategias de inversión y financiación están sujetas a límites internos, con el fin de garantizar que la entidad mantenga un IRL positivo.
- **Indicadores internos:** algunas entidades manejan indicadores internos adicionales a los exigidos por la regulación, que les permiten medir la eficiencia de su gestión o les obligan a ajustar sus operaciones para cumplir con los niveles de riesgo definidos por la entidad o el grupo al que pertenecen. Ejemplos de ellos son: i) el establecimiento de niveles mínimos para los activos líquidos<sup>81</sup>; ii) horizonte de supervivencia durante un período determinado por la entidad, en este las entidades deben poder soportar sus obligaciones con los activos líquidos disponibles<sup>82</sup>; iii) indicadores de eficiencia de encaje: algunos BC miden qué tan alejado está el sobrencaje del nivel requerido por la regulación; no obstante, las entidades prefieren asumir el costo de los

<sup>79</sup>Resolución Externa 5 de 2008, de la Junta Directiva del Banco de la República.

<sup>80</sup>Depende de si el cálculo se realiza como una diferencia ( $IRL_m$ ) o como una proporción ( $IRL_r$ ), respectivamente.

<sup>81</sup>Generalmente, el nivel mínimo es definido por la Vicepresidencia de Riesgos. Los activos líquidos son aquellos que se aceptan como respaldo a las operaciones de liquidez del BR.

<sup>82</sup>Los plazos de supervivencia por lo general son superiores a los exigidos por el IRL. Además, esta metodología exige condiciones más estrictas que el IRL en la ponderación del valor de los activos y la proporción de recuperación de pasivos.

recursos que enfrentar las consecuencias del incumplimiento del encaje<sup>83</sup>; iv) establecimiento de escenarios de estrés en el pasivo y aplicación de estrategias de cobertura para los mismos; v) políticas de concentración por fuentes de financiación (incluyendo operaciones con el BR) y vi) análisis de concentración de depósitos por tipo de cliente.

En el cálculo del flujo de caja, los movimientos de algunas variables se conocen con certeza, como los vencimientos de los bonos y CDT y vencimientos de simultáneas, repos e interbancarios. En contraste, otras variables se proyectan con base en su comportamiento histórico, como: recaudo de impuestos, giros y pagos de la DGCPTN, renovación de CDT y movimientos en cuentas de clientes; por tanto, el monitoreo sobre estas debe ser más frecuente. Dada la volatilidad de las variables inciertas, las proyecciones se revisan diariamente en la mayoría de los casos, garantizando pronósticos más ajustados.

#### Gestión diaria de la liquidez en la tesorería

En primera instancia, el área de liquidez revisa el saldo en su cuenta del BR del día anterior, y si este presentó desfases respecto a lo programado en su estrategia de encaje, se define un nuevo objetivo para el saldo del día en curso y para el resto de días de la bisemana. A lo largo del día el área de liquidez monitorea las variables que afectan su posición, y de necesitar recursos para cubrir pagos, esta puede obtener liquidez transitoria a través de la facilidad del repo intradía para mantener el dinamismo del sistema de pagos, mientras cuenta con los recursos del cumplimiento de operaciones con terceros o accede a fuentes de mayor plazo.

Si la proyección del flujo de caja deja a la entidad en una posición deficitaria y no logra cubrirla con operaciones de financiación (interbancarios, repos y simultáneas) en el transcurso de la mañana<sup>84</sup>, esta puede acudir a la subasta de repos del BR a la 1:00 p. m., por el monto estimado de sus necesidades sin cubrir. En el caso de tener una posición superavitaria, la entidad procura colocar sus excesos durante toda la jornada en el mercado interbancario y/o de simultáneas a tasas competitivas. En el evento de que las entidades no logren colocar o tomar la totalidad de sus excedentes o necesidades, pueden ajustar su posición contra el banco central en las ventanillas de contracción y expansión<sup>85</sup> a tasas diferenciales respecto a las de mercado.

#### Operaciones de liquidez de los Bancos Comerciales.

En la gestión de la liquidez de corto plazo, los BC realizan operaciones con otras entidades financieras en el mercado de fondos interbancarios o a través de operaciones colateralizadas como simultáneas y repos. También acuden a las operaciones monetarias y facilidades del sistema de pagos del banco central, mediante las cuales este último inyecta o recoge liquidez del sistema financiero.

Las operaciones que conforman el mercado interbancario no colateralizado se negocian en el mercado OTC<sup>86</sup> y se

<sup>83</sup>Por los defectos promedio diarios de encaje en que incurriere un establecimiento de crédito en cualquier periodo del año, la Superintendencia Financiera de Colombia aplicará una sanción pecuniaria en favor del Tesoro Nacional, equivalente al valor que resulte mayor entre el 3.5% del valor de los defectos sobre el total de los días calendario del respectivo mes y diez (10) salarios mínimos legales mensuales.

<sup>84</sup>Período en el cual se presenta la mayoría de cierres de operaciones.

<sup>85</sup>La ventanilla de expansión no tienen un cupo general pero el acceso de las entidades está limitado por el cupo que el BR le tiene asignado, en el caso de los BC este valor depende de los pasivos sujetos a encaje (PSE), y/o el valor del portafolio que utiliza como garantía.

<sup>86</sup>Las entidades por lo general los negocian telefónicamente, excepto los interbancarios del esquema del IBR que se negocian a través del



realizan en su mayoría a plazo de un día hábil (*overnight*) y por lo general no superan los 7 días calendario. En periodos caracterizados por una mayor disponibilidad de recursos en el sistema financiero, por ejemplo durante el recaudo de impuestos de grandes contribuyentes o cuando la DGCPTN realiza pagos a los agentes por concepto de vencimientos de capital y/o de pago de cupones de interés de los títulos de deuda, los BC superavitarios tienden a realizar operaciones activas a plazos superiores a un día con el propósito de disminuir los costos de *rollover* de las operaciones *overnight*. A este mercado acuden principalmente los BC y otros establecimientos de crédito como las corporaciones financieras, compañías de financiamiento, cooperativas financieras y otras entidades financieras especiales como Bancoldex, Findeter, y Financiera de Desarrollo Nacional, entre otras (Patiño, 2011). Teniendo en cuenta que en este mercado no hay constitución de garantías, las entidades mitigan su riesgo de crédito con el establecimiento de cupos de contraparte<sup>87</sup>.

Adicionalmente, los BC mantienen líneas de crédito para clientes institucionales como fiduciarias y sociedades comisionistas de bolsa (SCB), cuya finalidad es ayudarlos en la gestión de la liquidez intradía sujetos al cupo de crédito de la entidad. No obstante, si una entidad no lo cumple dentro del mismo día este se convierte en un producto de crédito - como el sobregiro - que tiene un costo superior.

Por su parte, en las operaciones simultáneas y repos que conforman el mercado colateralizado una de las partes (el enajenante) transfiere la propiedad a la otra (el adquirente) sobre valores a cambio de una suma de dinero, y de manera simultánea, el adquirente se compromete a transferir al enajenante valores de la misma especie y características a cambio de una suma de dinero en la misma fecha o en una fecha futura (que no podrá ser superior a un año)<sup>88</sup>. No obstante, por su naturaleza de atender las necesidades de muy corto plazo, lo común es encontrar operaciones que van desde 1 hasta 14 días. Las operaciones repo cuentan con la particularidad del establecimiento de un *haircut*<sup>89</sup> o descuento sobre el precio del título al inicio de la operación, que en general busca mitigar el riesgo de mercado en el que incurre el adquirente ante un incumplimiento de la operación de liquidez por parte del enajenante. Adicionalmente, estas operaciones pueden clasificarse en repos abiertos y cerrados, dependiendo si se establecen restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación (en el primero no hay tales restricciones). Por su parte, en las operaciones simultáneas el descuento o *haircut* no está permitido, no podrán sustituirse los valores inicialmente entregados por otros, y no podrán establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la misma<sup>90</sup>. Actualmente, estas operaciones se pueden realizar en dos sistemas de negociación y registro: Sistema Electrónico de Negociación del BR (SEN)<sup>91</sup> y el Mercado Electrónico Colombiano de la Bolsa

---

Sistema de Subastas del BR de acuerdo a lo estipulado en el Reglamento del IBR.

<sup>87</sup>Estos cupos no son conocidos entre las entidades; no obstante, cada entidad intuitivamente conoce el límite que puede obtener de sus contrapartes usuales al revisar los montos máximos que han transado históricamente. Por lo general, estos cupos se revisan con una frecuencia anual, por solicitud de la tesorería a su área de riesgo en casos particulares, o ante coyunturas que lo ameriten (fusiones, eventos de crédito, adquisiciones, etc).

<sup>88</sup>Decreto Único del sector financiero, asegurador y del mercado de valores, No. 2555 del 15 de julio de 2010 y sus modificaciones.

<sup>89</sup>Este *haircut* corresponde a la garantía exigida por el Decreto 2555 de 2010 en la realización de estas operaciones.

<sup>90</sup>No obstante, el Decreto 2555 de 2010, señala que aquellos agentes que celebren operaciones de repo o simultáneas deberán constituir y entregar garantías a favor de la bolsa de valores, de los sistemas de negociación de valores, de los sistemas de registro de operaciones sobre valores o de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores. Se exigió a los sistemas de negociación y registro la actualización de los reglamentos, que incluyen el procedimiento a seguir en la constitución de garantías en las operaciones de simultáneas. Los reglamentos del SEN (BR) y la Bolsa de Valores de Colombia están siendo revisados por la Superintendencia Financiera de Colombia para su aprobación.

<sup>91</sup>El SEN dispone de dos sesiones (primer y segundo escalón) donde las simultáneas se negocian exclusivamente sobre títulos de deuda pública, en el primer escalón sólo pueden participar los Creadores y Aspirantes a Creadores del Programa del Ministerio de Hacienda, y en el segundo escalón pueden participar todas las entidades incluyendo aquellas que no tienen acceso al primer escalón.

de Valores de Colombia (MEC)<sup>92</sup>, en estos dos existen sesiones para realizar negociación en línea y también tienen la funcionalidad de permitir el registro de operaciones de simultáneas que se hayan negociado en el mercado OTC.

En lo que se refiere a las operaciones monetarias del BR, estas pueden ser colateralizadas y no colateralizadas, y se realizan a través de los mecanismos de subasta y/o ventanilla. Dentro del conjunto de colateralizadas, se encuentran las operaciones de expansión monetaria mediante la figura de repo, donde el BR entrega liquidez al sistema financiero y los agentes autorizados entregan títulos valores (a los que se les aplica un *haircut*) y al vencimiento de la operación pagan un interés sobre los recursos recibidos. Las operaciones de expansión del BR son fundamentalmente a plazo *overnight*, sin embargo, el BR ha realizado operaciones repo a plazo (desde 7 hasta 118 días), en momentos en que se incrementa la demanda de liquidez por períodos prolongados. El BR también puede realizar operaciones a través de repos de contracción, donde los agentes mantienen sus excedentes de liquidez en el banco central a cambio de un interés, y a la vez el BR entrega títulos valores al agente.

Las operaciones sin colateral del BR corresponden a depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE), donde las entidades autorizadas mantienen sus excedentes de liquidez en el banco central a cambio del pago de un interés. Estas operaciones se hacen a diferentes plazos (hasta 90 días<sup>93</sup>) dependiendo de la programación monetaria del BR. El uso de operaciones de contracción con o sin colateral depende de varios factores, uno de ellos corresponde al monto de la contracción a realizar respecto a la disponibilidad de títulos valores en el portafolio del banco central, desde el 2007 el BR ha realizado la contracción mediante DRNCE.

De otra parte, para facilitar el funcionamiento del sistema de pagos el BR cuenta con el repo intradía y su conversión en *overnight*<sup>94</sup>. Estas son operaciones colateralizadas, y a diferencia del repo de expansión, dichas operaciones no están limitadas por un cupo por agente aunque su acceso está implícitamente limitado por la disponibilidad de títulos valores del mismo<sup>95</sup>. El BR también cuenta con operaciones repo *overnight* por: i) faltante en compensación: las entidades están limitadas por un cupo que corresponde al valor mínimo entre el faltante más el 10 % del valor presentado al cobro en el proceso de compensación de cheques, y el cupo del agente en las operaciones de expansión, ii) aumento en saldo: el cupo corresponde al valor mínimo entre el 10 % del valor presentado al cobro en el proceso de compensación de cheques, y el cupo del agente en las operaciones de expansión. Por su naturaleza a este mecanismo sólo acceden las entidades que participan en el proceso de compensación de cheques.

La liquidación de las operaciones del mercado monetario tiene lugar en el sistema de pagos de alto valor (SPAV), correspondiente al sistema de Cuentas de Depósito (CUD) que es administrado por el BR. En esencia, un SPAV propende por satisfacer el objetivo de liquidación temprana de pagos en la fecha valor pactada, al menor costo operativo y de liquidez posible. El CUD opera mediante la liquidación bruta en tiempo real (LBTR)<sup>96</sup>, que si bien cuenta con la ventaja de eliminar el riesgo de crédito de contraparte en las operaciones de pago, es altamente exigente en materia de liquidez.

<sup>92</sup>En el MEC pueden participar todas las entidades afiliadas al sistema, este cuenta con dos sesiones de negociación, una donde se pueden negociar simultáneas con títulos de deuda pública y en la otra se negocian simultáneas con títulos de deuda corporativa.

<sup>93</sup>En los últimos años la contracción mediante el mecanismo de DRNCE se ha realizado a plazos de 7 y 14 días.

<sup>94</sup>En los últimos años la contracción mediante el mecanismo de DRNCE se ha realizado a plazos de 7 y 14 días.

<sup>95</sup>Este mecanismo es frecuentemente utilizado por sociedades fiduciarias y SCB, entidades que no disponen de altos saldos en cuenta de depósito que les permita cumplir con sus compromisos intradía. Se estima que si bien entre 2002 y 2010 el uso de repos intradía como fuente de liquidez aumentó, dicha fuente pasó de representar en promedio el 1.7 % a 2.2 % del total de fuentes del sistema de pagos (Bernal et al. 2011).

<sup>96</sup>Cada transacción de pago individual se liquida de manera inmediata y por su valor bruto, bajo la condición que la cuenta del pagador disponga del saldo suficiente para cubrir cada orden de pago individual (Bernal et al. 2011).



En el caso de Colombia, los BC no tienen restricciones para variar sus saldos en la cuenta de depósito en el intradía, siempre y cuando al final del período de encaje el promedio del cierre diario de los mismos cumpla con lo exigido por la regulación. Por tanto, los recursos disponibles en la cuenta del BC en el banco central pueden utilizarse a lo largo de la jornada para facilitar la ejecución de los pagos. En el caso local se encuentra que los saldos de las cuentas de depósito de los BC en el CUD alcanzan un piso hacia las 14:00 horas, en la medida que las entidades realizan traslados de fondos en horas de la mañana hacia la DGCPTN y hacia otros intermediarios como SCB y fiduciarias. Posteriormente hacia las 17:00 horas los saldos en cuenta de depósito alcanzan un techo una vez se han cumplido casi la totalidad de operaciones provenientes de los mercados financieros, y que las SCB y fiduciarias devuelven sus saldos a los BC (Bernal, 2011).

### Preferencias de los Bancos comerciales por las Diferentes Fuentes de Liquidez

De acuerdo con las entrevistas realizadas a un grupo de BC, los factores que influyen en su preferencia para realizar operaciones de liquidez en uno u otro mercado, en orden de relevancia, son:

- **El costo de los recursos:** los BC siempre preferirán acudir al mercado más o menos costoso para colocar o tomar recursos<sup>97</sup>. Por ejemplo, algunas entidades deficitarias de recursos pueden aprovechar las posiciones cortas en títulos de deuda pública de otros agentes<sup>98</sup>, para conseguir liquidez en el mercado de simultáneas a tasas por debajo de la de referencia del BR. De otra parte, periodos donde la tasa interbancaria se sitúa por encima de la tasa de referencia del BR representan una oportunidad para aquellas entidades con excesos de liquidez.
- **Tamaño del mercado y cupos de contraparte:** los BC acuden a mercados donde puedan obtener o colocar en pocas operaciones la totalidad de los recursos. Por lo cual, algunas entidades prefieren realizar operaciones con el BR o en el mercado de simultáneas a través del primer escalón del SEN, porque estos son mercados mayoristas. En adición, en las simultáneas del SEN no existen cupos de contraparte que limiten el volumen de las operaciones de cada agente. Esto no sucede en el mercado de simultáneas a través del MEC ni en el mercado interbancario no colateralizado, donde para mitigar sus riesgos las entidades fijan cupos de contraparte.
- **Portafolio disponible para operaciones monetarias:** corresponde a los títulos que mantienen las entidades para gestionar sus operaciones en el mercado monetario. Es importante resaltar que los BC procuran contar con un portafolio suficiente y líquido, que facilite sus operaciones en el mercado de simultáneas. No obstante, cuando no cuentan con las referencias líquidas, los agentes tienen la posibilidad de realizar operaciones de repos con el BR.
- **Facilidades y dificultades operativas del *back office* y el *front office*:** algunos BC prefieren realizar simultáneas a interbancarios, porque estos últimos requieren de procesos manuales con mayores riesgos operativos en el registro, reporte y cumplimiento, que pueden demandar mayor tiempo de operación. Otras entidades consideran que las operaciones del BR presentan una mayor complejidad en el cumplimiento, debido a que el back office debe seleccionar de manera individual los títulos que utilizará para el cumplimiento de cada

<sup>97</sup>Dentro de los costos se deben tener en cuenta la tasa de interés, costos transaccionales, GMF y el *haircut* sobre las garantías en operaciones colateralizadas.

<sup>98</sup>Dado el apetito de estos agentes por ciertas referencias específicas, están dispuestos a colocar sus recursos a tasas más bajas con el objeto de obtener el título de deuda pública que requieren.

oferta y aplicarles el *haircut* correspondiente. No obstante, las simultáneas presentan mayor complejidad para el *front office*, debido a que se deben calcular las tasas de interés de la operación monetaria y de valoración del título valor y considerar la disponibilidad de los títulos, el tamaño de las posturas y el aprovechamiento de oportunidades en la pantalla de negociación. Finalmente, la negociación de las operaciones en el mercado interbancario es muy sencilla y por lo general se realiza directamente entre las partes vía telefónica.

- **Revelación de intensiones en el mercado:** algunos BC prefieren acudir a sistemas de negociación donde los demás agentes no puedan conocer su posición (sistemas ciegos o semi-ciegos), con el fin de obtener mejores oportunidades de negociación. El primer escalón del SEN otorga esta ventaja al ser un sistema ciego, al igual que las operaciones del BR donde solo el banco central conoce la posición de cada agente. En contraste, en las operaciones simultáneas del MEC y en el interbancario se conocen las posiciones de los agentes.

En resumen, bancos grandes prefieren acudir a mercados donde puedan gestionar la mayor parte de los recursos en un número menor de operaciones y a tasas de mercado, debido a los grandes montos que deben gestionar. Por lo anterior, estos agentes manifiestan su preferencia por las simultáneas del primer escalón del SEN, y en segundo lugar, acuden la subasta del BR para cubrir posiciones deficitarias, debido a que esta se realiza al cierre de la mayoría de mercados. Adicionalmente, tanto en las simultáneas del SEN como en los repos del BR no se revela la posición de liquidez a otros BC.

En relación a las simultáneas a través del MEC, aunque la presencia en pantalla de los BC es menor, este sistema es ampliamente utilizado para hacer el registro de operaciones pactadas en el mercado OTC<sup>99</sup>, para realizar operaciones con contrapartes diferentes a BC y/o para negociar simultáneas sobre títulos de deuda corporativa. Por otro lado, las operaciones en el mercado interbancario responden a relaciones comerciales y de cooperación entre entidades, que presentan montos más restringidos por la naturaleza no colateralizada de la operación, donde las entidades definen cupos más conservadores; no obstante, algunas entidades afirman que este mercado resulta más atractivo cuando se encuentran en posición superavitaria y durante periodos en los que las tasas de simultáneas del SEN están por debajo de la tasa del BR.

Por último, algunas entidades que no tienen acceso al primer escalón del SEN porque no participan en el programa de Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda, indican que han definido cupos de contraparte amplios, de forma que puedan colocar sus excedentes fácilmente en el mercado interbancario. Sin embargo, cuando están en posición deficitaria utilizan, en primera instancia, la subasta de repos del BR, dada la menor eficiencia que manifiestan en la consecución de recursos a través de las simultáneas del MEC y el mercado OTC.

Caracterización de períodos de mayor y menor liquidez en el mercado monetario colombiano durante los años 2013 y 2014.

A partir de las cifras de volúmenes de negociación y tasas de interés de los mercados colateralizado y no colateralizado, se caracteriza el comportamiento que presenta el mercado monetario colombiano entre enero de 2013 y diciembre de 2014, identificando algunos períodos de acuerdo con el nivel de liquidez disponible.

En este período, las operaciones de expansión neta del BR fueron la principal fuente de liquidez del mercado con una participación de 50% del total de operaciones, seguidas por las simultáneas del SEN y MEC con una partici-

<sup>99</sup>Durante el 2014, los registros de simultáneas en el MEC ascendían al 81% del total negociado.

pación promedio de 27% y 15%, respectivamente, y en último lugar se encuentran los préstamos interbancarios no colateralizados que ascendieron al 8%. Para identificar los intervalos de mayor o menor liquidez que se analizaron y que son presentados en el Cuadro 13, se estudió la evolución de las tasas de interés respecto a la referencia del BR así como los saldos de los depósitos de la DGCPTN en el emisor. Por lo general, periodos con saldos de depósitos de la DGCPTN en el BR elevados se asocian a condiciones de menor liquidez en el sistema financiero y simultáneamente las operaciones del BR ganan mayor participación mientras que las tasas de mercado tienden a aumentar.

Cuadro 13: Caracterización de períodos de mayor, menor y normal liquidez, durante 2013 y 2014

	Operaciones de Expansión Netas del BR	Simultáneas SEN			Simultáneas MEC			Mercado Interbancario			
		Monto	Monto	Tasa SEN - Tasa BR	Monto	Tasa MEC - Tasa BR	TIB - Tasa BR	Monto todos los plazos	Monto overnight	Monto plazo > 2 días	
	Promedio Año 2013	4,566.46	1,769.17	-47.15	1,342.35	190.41	-1.88	730.05	536.20	193.85	
	Promedio Año 2014	3,829.91	2,694.98	-33.63	1,130.69	192.49	-3.80	678.21	526.31	151.90	
Menor liquidez	26/09/2013 - 16/10/2013	7,707.58	1,562.15	-53.70 *	1,334.11	288.87	3.36	559.65	329.18	230.48	
	03/10/2013 - 24/10/2013	8,405.71	1,632.10	-48.19	1,297.12	268.76	2.87	595.14	382.21	212.93	
Mayor liquidez	03/07/2014 - 31/07/2014	930.08	3,084.80	-48.79	1,314.01	175.19	-8.38	833.53	696.05	137.48	
	01/08/2014 - 29/08/2014	1,933.49	3,366.07	-40.46	1,218.14	160.11	-12.42	812.76	703.88	108.88	
Liquidez Normal	12/07/2013 - 02/08/2013	4,792.26	1,794.05	-40.08	1,232.28	225.72	-1.81	567.05	432.13	134.93	
	15/04/2014 - 27/05/2014	4,185.85	2,543.85	-29.65	1,059.36	215.69	-2.31	729.02	571.62	157.39	

Promedio diario de monto negociado en cada mercado en miles de millones

**Comparación de Tasas promedio en puntos básicos (diferencias)**

Tasa BR	Tasa de referencia del BR para los respectivos períodos
Tasa SEN	Tasa promedio ponderado Simultáneas SEN plazo 1 día hábil
Tasa MEC	Tasa promedio ponderado simultáneas MEC plazo 1 día hábil
TIB	Tasa promedio ponderado préstamos interbancarios plazo 1 día hábil

\* La tasa del SEN durante este período pudo verse afectada por las estrategias en corto que se realizaron, especialmente sobre el título TES en pesos con vencimiento en 2024 en medio de expectativas de aumento de las tasas de interés del BR.

Del cuadro anterior se puede inferir que:

- Los mayores volúmenes de negociación se observan en el mercado de simultáneas del SEN así como en las operaciones de expansión netas del BR, lo cual se relaciona con la capacidad de operar montos superiores a los del MEC y el interbancario. En períodos de menor y normal liquidez, las operaciones del BR ganan mayor participación respecto a las demás del mercado monetario, mientras que en los períodos de mayor liquidez el monto de las simultáneas del SEN supera las demás transacciones del mercado monetario. Adicionalmente, se destaca que las tasas de las simultáneas del SEN no responden exclusivamente a las condiciones de liquidez del mercado, estas pueden estar influenciadas por las estrategias en corto de los agentes.
- Los montos transados en el mercado interbancario presentan pocas variaciones en los escenarios de menor y normal liquidez, lo cual puede estar relacionado con las limitantes de cupos de contraparte y las relaciones de cooperación entre agentes. No obstante, cuando el período corresponde a uno de mayor liquidez, este mercado puede convertirse en una mejor oportunidad de colocación respecto a las simultáneas. Lo anterior se debe a que las tasas del no colateralizado disminuyen en menor proporción que las de simultáneas y se mantienen más cercanas a la tasa de referencia del BR. Durante el 2013 y el 2014, las tasas del interbancario se ubicaron en promedio por debajo de la tasa de referencia del BR<sup>100</sup>, lo cual podría obedecer a que el promedio de repos durante el período no fue alto, dando indicios de un nivel de liquidez holgado.

<sup>100</sup> Sin embargo, las tasas del interbancario se ubicaron tres y dos puntos básicos por encima de la tasa del BR en períodos de menor liquidez

- Las tasas diarias promedio ponderado del MEC se ubican por encima de la tasa de referencia en todos los intervalos analizados, aunque son inferiores en el escenario de mayor liquidez y superiores en el de menor liquidez. Los montos transados en este sistema no presentan cambios significativos entre los diferentes escenarios y en términos generales se ubican alrededor del billón. Este comportamiento puede estar relacionado con las limitantes de cupos bilaterales.
- A pesar de que el BR provee al mercado de la liquidez suficiente para su adecuado funcionamiento, las tasas de las operaciones del interbancario no colateralizado y las de simultáneas del MEC presentan variaciones coherentes con los escenarios de liquidez que pueden obedecer a que la liquidez del BR no es un sustituto perfecto de la liquidez estructural del mercado y a imperfecciones en el proceso de transmisión de recursos entre los diferentes mercados. Entre estas imperfecciones se cuentan: cupos de contraparte, restricciones de acceso al SEN, disponibilidad de títulos más transados o más apetecidos en simultáneas, y tamaño del portafolio disponible para operaciones monetarias, entre otras.

## Conclusiones

- Una etapa importante en la gestión de la liquidez de las tesorerías de los BC es la construcción del flujo de caja. En este proceso, los BC deben gestionar variables tales como el nivel de los depósitos de clientes, recaudo de impuestos, pagos y giros a la DGCPTN, vencimientos de CDT y bonos, y vencimientos de operaciones pasivas y activas; lo anterior bajo restricciones regulatorias como posición de encaje, IRL y/o políticas internas como los «colchones de liquidez». Debido a que el comportamiento de algunas de estas variables es incierto, se precisan pronósticos y un monitoreo en el intradía, con el objeto de tener en cuenta su efecto en el cálculo de los excedentes o necesidades del BC.
- En el manejo de la liquidez, los BC muestran preferencias entre los mercados de repos, simultáneas, interbancarios, y operaciones con el BR. Algunos factores que determinan estas preferencias son: i) costo de los recursos; ii) tamaño del mercado y cupos de contraparte; iii) portafolio disponible para operaciones monetarias; iv) facilidades/dificultades operativas en el *front* y *back office* y v) revelación de intensiones en el mercado. Sin embargo, estos factores no tienen la misma relevancia para todas las entidades, algunos pueden ganar o perder importancia debido a las condiciones del mercado y a la situación particular de la entidad (ej.: acceso a los mercados, monto de necesidades/excedentes).
- A pesar de que el BR provee al mercado de la liquidez suficiente para su adecuado funcionamiento, las tasas de las operaciones del interbancario no colateralizado y las de simultáneas del MEC presentan variaciones coherentes con los escenarios de liquidez, que pueden obedecer a que la liquidez temporal del BR no es sustituto perfecto de la liquidez estructural del mercado y a imperfecciones en el proceso de transmisión de recursos entre los diferentes mercados. Entre estas imperfecciones se cuentan: cupos de contraparte, restricciones de acceso al SEN, disponibilidad de títulos más transados o más apetecidos en simultáneas, y tamaño del portafolio disponible para operaciones monetarias, entre otras.
- Los agentes administran en mayor medida su liquidez a través de las operaciones de expansión del BR y las simultáneas del SEN (activas y pasivas). Por su parte, los montos transados en las simultáneas del MEC parecen menos sensibles al nivel de liquidez disponible en el mercado, lo cual podría obedecer a la existencia de cupos entre las entidades.

- En el caso de BC sin acceso al SEN, su mayor fuente de financiación corresponde a las operaciones de expansión del BR, y han definido cupos amplios a sus contrapartes en el interbancario para colocar los recursos más fácilmente cuando están en posición superavitaria.

## Referencias

Bernal, J. Cepeda, F. Ortega, F. (2011). “Cuantificación de la contribución de las fuentes de liquidez en el Sistema de Pagos de Alto Valor en Colombia: una aproximación preliminar”. Borradores de Economía N° 683.

Patiño, L. (2011). “Mercado Monetario Interbancario en Colombia”. Reportes del Emisor, N° 149.