



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2017

Banco de la República

Abril de 2017

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Desarrollo de Mercados

José Vicente Romero
Jefe

Juan Sebastián Lemus
Diego Alejandro Martínez
Andrés Mauricio Mendoza
María Fernanda Reyes
Luis Alejandro Rojas
Tatiana Venegas
Daniel Ricardo Vergara

Estudiante en práctica profesional

Valeria Roberto

Recuadros

Resultados de la Encuesta Triannual del BIS sobre el Mercado Cambiario (2016), Juan S. Lemus E. y Diego Rojas

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Entorno Internacional	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local	6
2.3	Mercado cambiario	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	7
2.6	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	17
6	Mercado Monetario y Renta Fija	19
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	19
6.2	Mercado Monetario Colombiano	21
6.3	Mercado de Deuda Pública	23
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	23
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia	26
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	29
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	30
7	Mercado de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	33

Índice de Gráficos

1	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa	8
2	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de América Latina	10
3	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de países asiáticos	10
4	Índices de Confianza	12
5	Expectativas de Crecimiento (EOF)	12
6	Expectativas de Inflación (EOF)	12
7	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)	13
8	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)	13
9	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)	14
10	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES	14
11	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días	14
12	VIX vs. Índices de Monedas	15
13	Tasas de Cambio LATAM	15
14	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	17
15	Precio del petróleo frente al peso colombiano	17
16	COP/USD - LACI - VIX	17
17	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro	18
18	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC	19
19	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	19
20	Índice de Precios al Consumidor	20
21	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	22
22	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	22
23	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2014 - 2016	22
24	Crecimiento real anual de la cartera (total y por modalidad)	23
25	Curva Cero Cupón EE.UU.	24
26	Curvas Cero Cupón Países de la Región	25
27	Proyección de Vencimientos TES	26
28	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	27
29	Curvas <i>Spot</i> Colombia	27
30	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	27
31	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros	28
32	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación	28
33	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES	28
34	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema	29
35	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	29
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	29
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	30
38	Spreads Deuda Soberana LATAM	30
39	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	30
40	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	31
41	Globales USD vs TES locales	31
42	TES Globales vs TES locales	31
43	Monto Total Colocado	32

44	Monto Colocado por Sector	32
45	Colocaciones por Tasa de Interés	32
46	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	33
47	Monto Colocado vs Monto Demandado	33
48	Índices Accionarios Países Desarrollados	34
49	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	34
50	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	35
51	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB	35
52	COLCAP y Volumen Transado Diario	36
53	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente	36
54	Caracterización del mercado cambiario a nivel global, 2001-2016	38
55	Distribución geográfica del promedio diario del monto total transado en el mercado cambiario global, abril 2013 y abril 2016	39
56	Caracterización del mercado cambiario en Latinoamérica	40
57	Composición del mercado FX por tipo de instrumento para países de Latinoamérica, neto bruto	41
58	Distribución según tipo de contraparte para países de Latinoamérica, neto-bruto	43
59	Composición por plazo para <i>forwards</i> y <i>FX swaps</i>	43

Índice de Tablas

1	Precio de Productos Básicos (en dólares)	11
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo	11
3	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
4	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)	16
5	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones	16
6	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria	16
7	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) marzo 2017 Latam	20
8	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017	20
9	Crecimiento 4T16 y Expectativas para 2017	21
10	Emisiones Deuda Privada 1T17	32
11	Distribución del monto promedio diario del mercado cambiario en los países de la región por principales cruces de monedas, abril 2016* (neto-bruto)	42

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.

Durante el primer trimestre de 2017 (1T17), el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces y frente a las monedas de los países emergentes como consecuencia de la incertidumbre sobre la efectividad de algunas de las propuestas de política económica anunciadas por el Gobierno de los EE.UU, la reducción de las expectativas sobre el ritmo de incrementos de la tasa de fondos federales y un aumento de flujos hacia economías emergentes. En este contexto, la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. se aplanó. Por su parte, los títulos de deuda pública interna y externa de los países de la región se valorizaron, en línea con el comportamiento favorable de los *commodities*, la reducción de la percepción de riesgo hacia la región, las entradas de inversión extranjera de portafolio y mejoras en algunos de sus fundamentales macroeconómicos. Finalmente, en cuanto al mercado de renta variable, a nivel global los índices accionarios se valorizaron. No obstante, el desempeño fue mixto según la región que se analice al igual que el impacto de diferentes eventos que repercutieron los frentes político, cambiario, comercial, entre otros.

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 local. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios a nivel regional y local.

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Entorno Internacional

En el 1T17 el contexto internacional estuvo caracterizado por la incertidumbre geopolítica a nivel global, los anuncios de planes de gobierno por parte del presidente Donald Trump, las expectativas frente a la dinámica de la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) y los diversos procesos electorales en la Unión Europea (UE) en los cuales se han evidenciado algunas posiciones antieuro. A pesar lo anterior, en el frente macroeconómico, las economías de EE.UU. y la UE presentaron un buen desempeño con mejoras en el mercado laboral, incrementos en la inflación observada y sus expectativas, y buen desempeño de sus mercados bursátiles.

A pesar de la incertidumbre económica global, los indicadores de riesgo en Latinoamérica disminuyeron, influenciados por el ingreso de capitales de portafolio, por mejores perspectivas de crecimiento y por el comportamiento de las materias primas.

2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En este periodo, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron un comportamiento heterogéneo. Por un lado resultaron negativos la confianza de los consumidores y los niveles de crecimiento en la producción industrial y ventas al por menor se encontraron por debajo de las expectativas del mercado. Por otro, resultaron positivos los incrementos en los indicadores de confianza industrial y comercial, y las reducciones en las expectativas de inflación para 2018.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 1T17 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces y frente a las monedas de los países emergentes. Este comportamiento se dio en un contexto de incertidumbre ante las políticas anunciadas por el presidente Trump, la reducción de las expectativas del ritmo de incrementos de la tasa de fondos federales y el aumento de flujos hacia economías emergentes. En América Latina, además de los factores anteriores, el comportamiento de las monedas estuvo explicado por la dinámica del precio de las materias primas y por factores idiosincráticos.

2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

En materia de política monetaria, el Banco de México continuó con su postura contractiva que inició desde 2016. Por su parte, el Banco Central de Perú mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia mientras que los bancos centrales de Brasil y Colombia realizaron recortes. En sí, las decisiones de los bancos centrales de la región tuvieron lugar en un contexto de sendas de inflación crecientes en México y Perú, mientras que decrecientes para Colombia

y Brasil y estable en Chile. A marzo de 2017, la inflación anual de Brasil y Chile se ubicó dentro del rango meta establecido por sus bancos centrales.

A nivel del mercado monetario local, la tasa promedio de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de política monetaria a lo largo del trimestre. El *spread* promedio de la primera frente a la segunda fue volátil en enero y febrero mientras que cercano a cero en marzo. Por su parte, la posición neta del Banco de la República fue acreedora durante los primeros tres meses del año. En cuanto al crédito, la cartera se recuperó frente a lo observado al cierre del 4T16. Por modalidad, consumo y microcrédito presentaron una dinámica mayor, mientras que comercial e hipotecaria empeoraron.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

La deuda pública interna en moneda local durante el 1T17 presentó valorizaciones generalizadas asociadas a la reducción de la inflación observada y esperada, recortes en la tasa de política monetaria y demanda por parte de extranjeros. Respecto a otros países, en el 1T17 la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. se aplanó. Las desvalorizaciones del tramo corto coincidieron con el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales y expectativas de mayor inflación en el corto plazo, mientras que las valorizaciones del tramo largo reflejan las expectativas de un ritmo menos acelerado en la tasa de política monetaria y a la incertidumbre sobre la capacidad de Donald Trump de implementar la reforma fiscal. Por su parte, los títulos de deuda pública interna y externa de los países de la región se valorizaron, en línea con el comportamiento favorable de los *commodities*, la reducción de la percepción de riesgo hacia la región, las entradas de inversión extranjera de portafolio y mejoras en algunos de sus fundamentales macroeconómicos.

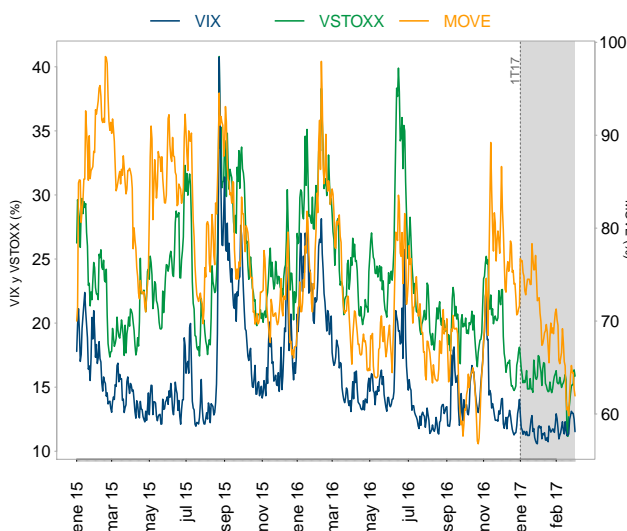
2.6 Mercado accionario

En el primer trimestre del año en curso los mercados accionarios a nivel global se valorizaron. No obstante, el desempeño fue mixto según la región que se analice al igual que el impacto de diferentes eventos que repercutieron los frentes político, cambiario, comercial, entre otros. En la región, la volatilidad condicional de los índices accionarios cayó en la mayoría de los países, mientras que la capitalización bursátil ajustada por PIB aumentó en Brasil, no cambió para Chile y cayó para el resto. A nivel local, el monto promedio transado del *COLCAP* continuó cayendo y fue inferior a las cifras observadas en el cierre de los trimestres de 2016. Por tipo de inversionista, los mayores compradores de acciones en el mercado bursátil colombiano fueron los extranjeros y los Fondos de Pensiones y Cesantías. Por su parte, los que más vendieron fueron el sector real y las personas naturales.

3 Entorno internacional

En el 1T17 el contexto geopolítico fue incierto ante las dudas frente a los proyectos políticos propuestos por Donald Trump, la dinámica de las expectativas sobre la política monetaria de la Fed y diversos procesos democráticos en la UE. A pesar esto, la percepción de riesgo en los mercados de países desarrollados descendió ante el buen desempeño de sus mercados accionarios, crecimiento y estímulo fiscal¹ (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la incertidumbre política aumentó durante el trimestre². En el caso de EE.UU, estuvo influenciada por: i) Los anuncios del presidente Trump de posibles estímulos fiscales con reducciones en las tasas de tributación e incrementos en el gasto público, primordialmente en infraestructura y en gasto militar;

¹Entre el 30 de diciembre de 2016 y el 31 de marzo el VIX, el VSTOXX y el MOVE disminuyeron pasando respectivamente de 14,04% a 12,37%, de 18,12% a 16,52% y de 71,62% a 60,69%.

²De hecho, analizando el índice global de *Economic Policy Uncertainty* de Baker, Bloom y Davis, éste presentó su máximo histórico en enero con un nivel de 312,59. Superando de esta forma los máximos históricos registrados en los meses de noviembre y diciembre de 2016 de 274,26 y 287,34, respectivamente.

ii) sus órdenes ejecutivas, principalmente aquella mediante la cual restringió la entrada temporal de personas provenientes de siete países cuya población es mayoritariamente musulmana y de todos los refugiados³ y aquella mediante la cual retiró a EE.UU. del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica; y iii) el intento fallido de sustituir el régimen de salud vigente (*Obamacare*). De igual forma, las intervenciones de Janet Yellen y otros miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*), por medio de las cuales sugerían la necesidad de incrementar el rango de la tasa de fondos federales, llevaron a que el mercado descontara aumentos más rápidos en las tasas de interés de la FED. El 15 de marzo el FOMC aumentó el rango de su tasa de fondos federales a uno entre 0,75%-1,0%⁴.

A pesar del incremento en la incertidumbre geopolítica, la economía de EE.UU. presentó un buen desempeño frente a los resultados macroeconómicos de los últimos años. De otro lado, la inflación y sus expectativas a corto, mediano y largo plazo aumentaron⁵ al mismo tiempo que el mercado laboral continuó mostrando fortaleza con bajas tasas de desempleo, un incremento en la participación laboral, incrementos reales en los salarios y niveles de vinculación superiores a las expectativas⁶. El consumo y la confianza de los con-

³La orden ejecutiva *Protegiendo la Nación de la entrada de terroristas extranjeros a los Estados Unidos* fue firmada el 27 de enero por Donald Trump e impuso límites a la entrada a los Estados Unidos desde Iran, Iraq, Libia, Somalia, Sudán, Siria y Yemen. Igualmente prohibió durante 120 días la entrada de refugiados, después de los cuales podrían entrar un máximo de 50.000 durante 2017.

⁴Contrario a las expectativas del mercado, el FOMC no incrementó la senda proyectada de tasas de interés para 2017 y mantuvo la perspectiva presentada en la reunión de diciembre de 2016.

⁵La inflación año completo aumento desde 2,1% en diciembre de 2016 a 2,4% en enero y marzo, y 2,7% febrero de 2017. El 30 de diciembre las tasas *Breakeven Inflation* se encontraban en 1,84% y 1,95% en sus plazos a 5 y 10 años, en el trimestre llegaron a encontrarse a 1,96% y 2,08% el 25 de enero.

⁶Durante el trimestre, la tasa de desempleo descendió desde 4,7% en diciembre de 2016 a 4,5% en marzo de 2017, las solicitudes iniciales de desempleo ya acumulan 110 semanas por debajo de la marca de 300.000 asociada con crecimientos en el número de empleos. La participación de la fuerza laboral incrementó desde 62,7% en diciembre de 2016 a 63% en marzo de 2017. Los incrementos salariales anuales fueron en promedio 2,7% durante el trimestre.

sumidores incrementaron al igual que la inversión privada y el gasto público⁷. De igual forma, los precios de la vivienda y los principales índices bursátiles presentaron valorizaciones durante el trimestre⁸.

En el contexto europeo, la incertidumbre sobre la política económica ha estado influenciada por: i) las elecciones presidenciales en Francia⁹; ii) la elección parlamentaria en los Países Bajos; iii) el incremento del sentimiento antieuro en Italia¹⁰; iv) la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa por parte del Reino Unido mediante la cual se abre la puerta a un máximo de dos años de negociaciones sobre las condiciones de su salida de la Unión Europea¹¹; y v) la decisión del Parlamento Escocés de llevar a cabo un segundo referendo sobre la independencia frente al Reino Unido, con lo cual, Escocia busca continuar siendo miembro de la UE¹².

Al igual que en EE.UU, la dinámica de la incertidumbre política contrasta con el buen desempeño que las

economías de la UE han presentado. En primer lugar, el Reino Unido ha presentado una reducción del desempleo y un incremento de la inflación a niveles superiores a la meta del Banco de Inglaterra (BoE)¹³. De igual forma, contrario a las expectativas posteriores al Brexit, el consumo continuó presentando un buen desempeño, principalmente en el mercado inmobiliario¹⁴. En los países de la Eurozona la inflación subió, el producto presentó una dinámica favorable en el 4T16 y los indicadores de sentimiento económico dan señales de una situación saludable en la producción durante el 1T17¹⁵. En este contexto, el Banco Central Europeo (ECB) modificó sus comunicados indicando que existen signos de una recuperación, y aunque siguen existiendo riesgos para el crecimiento de la zona euro, estos son menos pronunciados, y están relacionados principalmente con factores de carácter global. De igual forma, los mercados bursátiles del continente europeo presentaron valorizaciones y sus títulos de deuda pública desvalorizaciones ante el incremento de las expectativas de inflación y el riesgo político¹⁶.

Los indicadores de riesgo en los países de la región disminuyeron, influenciados por el ingreso de capitales de portafolio, por mejores perspectivas de crecimiento y por el comportamiento de las materias primas, especialmente el petróleo y los metales industriales. (Gráficos 2 y 3).

⁷El gasto en consumo personal se incrementó en 3,5% durante el 4T16. El índice de confianza de los consumidores del *Conference Board* aumentó desde un promedio de 107,8 en el 4T16 a un promedio de 117,8 en el 1T17. Por su parte, el sentimiento del consumidor de la Universidad de Michigan se ubicó en 97,2 en promedio durante el 1T17 frente al promedio de 93 observado en el 4T16. Por su parte, el gasto público y la inversión privada crecieron 0,1% y 2,9% en el 4T16.

⁸El índice nacional *S&P Case-Shiller* alcanzó su máximo histórico en enero con un nivel de 185,51, el anterior punto máximo se encontraba en enero de 2006 con un nivel de 184,62. Los índices *Dow Jones*, *S&P 500* y *Nasdaq* alcanzaron sus máximos históricos durante el trimestre con valorizaciones de 4,5%, 5,5% y 9,8%, respectivamente.

⁹Al cierre del trimestre Marine Le Pen se ubicaba en el segundo lugar de las encuestas detrás de Emmanuelle Macron. El principal riesgo de la llegada de Le Pen al poder sería su postura frente a la continuidad del Euro, dado que ella propone la creación de una moneda nacional.

¹⁰De acuerdo a una reciente encuesta de *Eumetra*, el 55% de los italianos votaría por mantener el euro como la moneda nacional, y el 64% considera que adoptar el euro ha sido perjudicial para Italia.

¹¹El 29 de marzo, Theresa May, la Primer Ministro del Reino Unido activo el artículo 50, lo cual quiere decir que el Reino Unido debe dejar la UE antes de abril de 2019.

¹²El 28 de marzo, el Parlamento Escocés votó a favor de la realización de un segundo referendo para la independencia escocesa.

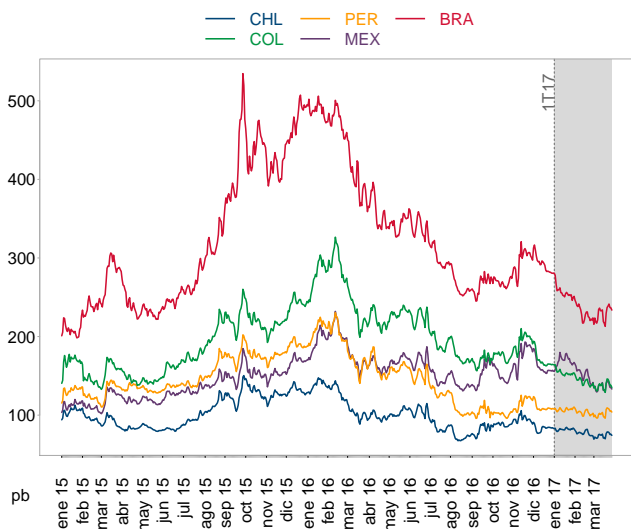
¹³El desempleo en el Reino Unido actualmente se encuentra en 4,7%, mientras en el 4T16 se mantuvo en 4,8%. La inflación del Reino Unido aumentó desde 1,6% en diciembre 2016 a 2,3% en marzo de 2017.

¹⁴El consumo de los hogares en el Reino Unido durante el 4T16 creció un 0,7% principalmente ante el incremento en 1,3% en el consumo inmobiliario.

¹⁵El incremento del precio del petróleo durante el 2016 contribuyó al incremento de la inflación en la Eurozona desde un promedio de 0,7% en el 4T16 a un promedio de 1,7% en el 1T17. El PMI manufacturero de la Eurozona se incrementó desde un promedio de 53,6 en el 4T16 a un promedio de 55,5 en el 1T17.

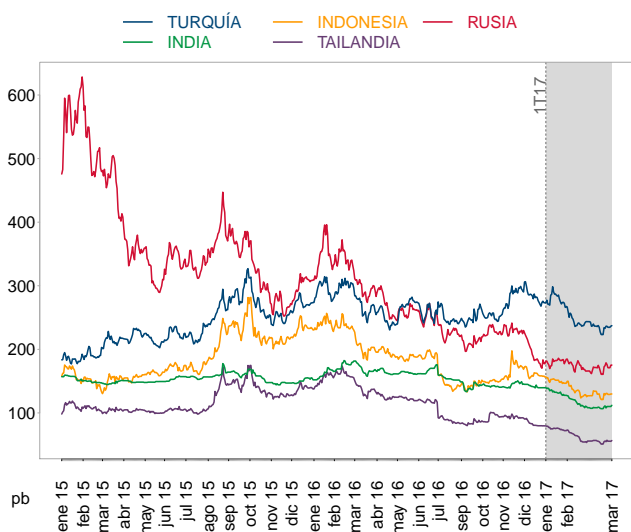
¹⁶Entre el 30 de diciembre de 2016 y el 31 de marzo de 2017 los índices *Euro Stoxx 50*, *FTSE 100*, *DAX* y *CAC-40* presentaron valorizaciones de 6,39%, 2,52%, 7,24% y 5,35%, respectivamente. Entre estos mismos días, la curva de bonos gubernamentales AAA calculada por el BCE presentó desvalorizaciones en 5 y 10 años de 12 y 120 p.b, respectivamente.

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la evolución de los precios del petróleo durante los primeros dos meses del trimestre se mantuvieron relativamente estables ante los múltiples anuncios de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) sobre el cumplimiento del acuerdo

establecido el 30 de noviembre, por medio del cual se buscaba limitar su producción ¹⁷, no obstante en marzo los precios cayeron por aumentos en los inventarios y en las plataformas de extracción activas en EE.UU., y por temores de que el acuerdo de la OPEP no se extendiera más allá de mediados de año.

Por su parte, los metales industriales presentaron un comportamiento favorable asociado a la debilidad de la divisa norteamericana y a una proyección de crecimiento mayor de la demanda de metales con respecto a la oferta, producto de proyectos de infraestructura principalmente de Asia emergente. Así mismo, los metales preciosos presentaron incrementos en línea con el aumento de la percepción de riesgo geopolítico en el mundo.

Los índices agrícolas presentaron fuertes disminuciones asociadas a mejores cosechas de soya en América Latina y a mayor oferta de productos agrícolas en EE.UU. (Cuadro 1).

En Latinoamérica, se destaca que en el 1T17 *Standard & Poor's*, al igual que lo había hecho previamente *Fitch Ratings* bajó la perspectiva de la calificación de crédito de Chile de estable a negativa reflejando el riesgo de que un crecimiento bajo y continuo se traduzca en un mayor déficit fiscal que el proyectados. Por otro lado *Moody's*, modificó la perspectiva crediticia sobre Brasil de negativa a estable, la decisión fue impulsada por la expectativa de que los riesgos reflejados en la perspectiva negativa se están estabilizando con la economía mostrando signos de recuperación, inflación cayendo y panorama fiscal más claro. De igual forma *Fitch Ratings* modificó la perspectiva

¹⁷El 31 de enero la OPEP señaló que sus miembros habían disminuido su producción en 958 mil barriles por día (82% del cumplimiento), desde cuando acordaron reducir su producción. El 10 de febrero la EIA señaló que los países de la OPEP produjeron 1 millón de barriles diarios menos en enero, hasta 30,06 millones de barriles por día, lo que indica que el acuerdo de recortes se ha cumplido en un 90%. El 8 de marzo, el Ministro de Petróleo de Kuwait informó que el cumplimiento de la OPEP del pacto de reducir el bombeo que se firmó el año pasado, alcanzó el 140% en febrero y que la adhesión de los productores ajenos al grupo se situó entre el 50% y el 60%.

Cuadro 1: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Dic 2016	31 Mar 2017	Variación
Plata	15.9	18.3	14.7%
Aluminio	1714	1947	13.6%
Ganado	117.4	127.9	8.9%
Oro	1152.3	1249.4	8.4%
Carbón	48.1	51.6	7.4%
Cobre	5501	5849	6.3%
Café Arabigo	152.3	158.8	4.3%
Maíz	3.3	3.5	3.7%
Algodón	73.4	76.1	3.7%
Arroz	9.6	9.9	3.0%
Café	1.37	1	1.6%
Trigo	3.9	4.0	1.5%
Níquel	10010	9875	-1.3%
Cacao	2148.2	2107.7	-1.9%
Azúcar	18.4	17.7	-3.7%
Pétroleo WTI	53.7	50.6	-5.8%
Soya	9.9	9.2	-6.7%
Pétroleo BRENT	56.8	52.8	-7.0%
Aceite de palma	1765.0	1350.0	-23.5%
CRB INDEX	192,5	185,9	-3,4%

Fuente: Bloomberg.

de Colombia de negativa a estable ya que el país ha mejorado su balance macroeconómico mediante la reducción de su déficit de cuenta corriente, ha disminuido la incertidumbre sobre el cumplimiento de las metas fiscales y las expectativas de inflación están convergiendo a la meta. Por su parte, *Standard & Poor's* mantuvo la perspectiva negativa de la deuda de Colombia.

En lo referente a política monetaria, la mayoría de los bancos centrales presentados en el Cuadro 2 mantuvieron su tasa inalterada o la disminuyeron. Los países que redujeron su tasa en mayor proporción fueron Bielorrusia, Vietnam y Brasil, mientras que los únicos incrementos se dieron en México, Hong Kong, Estados Unidos y Sri Lanka.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 1T17, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron comportamientos mix-

Cuadro 2: Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo

	Dic 2016	Mar 2017	Δ 1T17 (P.b)
Bielorrusia	18.00 %	15.00 %	-300
Vietnam	9.00 %	6.50 %	-250
Brasil	13.75 %	12.25 %	-150
Zambia	15.50 %	14.00 %	-150
Chile	3.50 %	3.00 %	-50
Colombia	7.50 %	7.00 %	-50
Rusia	10.00 %	9.75 %	-25
India	6.25 %	6.25 %	0
Nueva Zelanda	2.00 %	2.00 %	0
Reino Unido	0.25 %	0.25 %	0
Zona Euro	0.00 %	0.00 %	0
Japón	-0.10 %	-0.10 %	0
Perú	4.25 %	4.25 %	0
Sri Lanka	8.50 %	8.75 %	25
Estados Unidos	0.50-0.75 %	0.75-1.00 %	25
Hong Kong	1.00 %	1.25 %	25
México	5.75 %	6.50 %	75

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

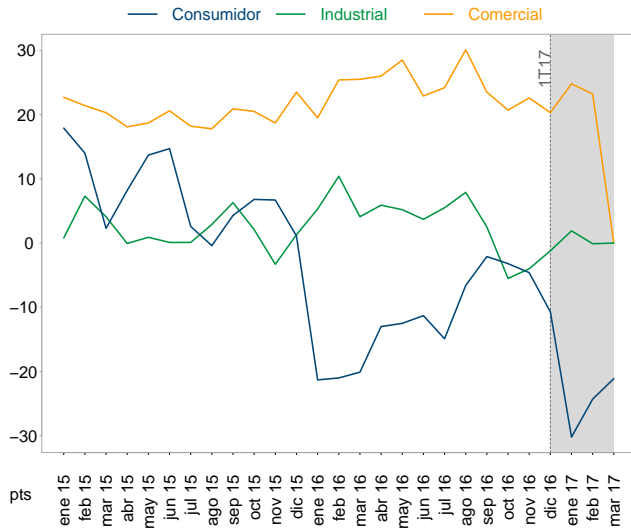
Watch de Bloomberg.

tos. En el lado negativo se observaron caídas leves en las proyecciones de crecimiento del PIB, mínimos históricos en la confianza de los consumidores, y ventas al por menor y crecimiento de la producción industrial inferiores a las expectativas. Por el lado positivo se observaron incrementos en los indicadores de confianza industrial y comercial, y reducciones en las expectativas de inflación para 2018.

En el Gráfico 4 se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo¹⁸. Se observa que durante el trimestre los índices de confianza industrial y comercial aumentaron, mientras la confianza del consumidor se redujo. Los índices de confianza industrial y comercial pasaron de -3,57 % y 21,2 % en promedio para el 4T16 a 0,9 % y 24 % en el 1T17, respectivamente. Estos incrementos se dieron como resultado de una mejoría en las expectativas de producción y situación económica. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores cayó en enero a su mínimo histórico de -30,2 %.

¹⁸Los índices de confianza son indicadores 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 cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

Gráfico 4: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial e industrial a noviembre.

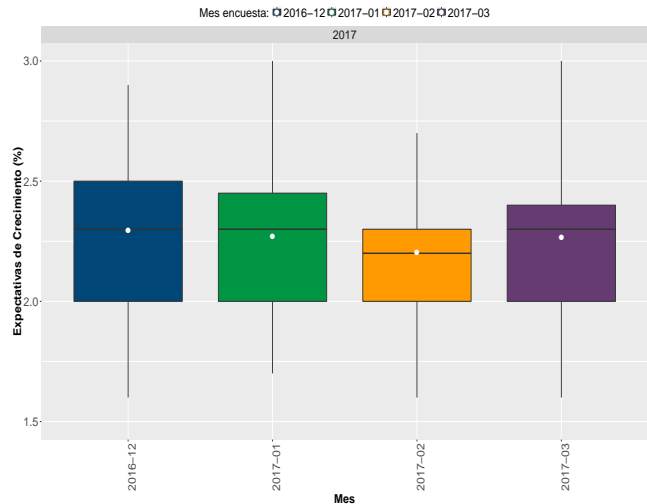
El promedio del 1T17 fue de -25,2%, por debajo de lo observado en promedio en el 4T16 (-6,2%). Esta disminución se dio ante: i) un deterioro de las expectativas sobre la situación económica en los próximos doce meses; ii) una disminución de la probabilidad percibida sobre un escenario con mejores condiciones económicas para el país dentro de un año; y iii) un deterioro en la percepción económica de los hogares.

Por su parte, en enero y febrero, las ventas al por menor (-0,2% en enero y -7,2% en febrero) y el crecimiento de la producción industrial (-2,2% en enero y -3,2% en febrero) resultaron inferiores a las expectativas del mercado¹⁹. El Indicador de Seguimiento de la Economía²⁰ desestacionalizado para enero se ubicó en 158,5, y tuvo un incremento de 1,1% frente al año anterior, cuando se ubicó en 156,6.

¹⁹En las ventas al por menor, la expectativa para enero y febrero era de 1,8% y -1,6%, respectivamente. En la producción industrial, la expectativa para enero y febrero era de 3,0% y -1,2%, respectivamente.

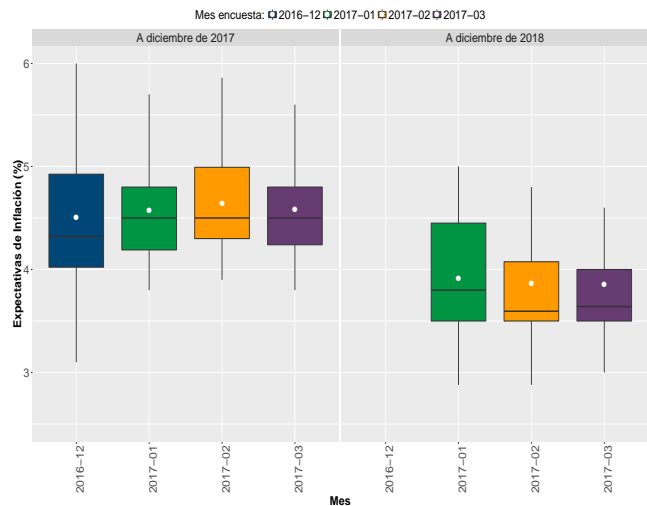
²⁰El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

Gráfico 5: Expectativas de Crecimiento (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 6: Expectativas de Inflación (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

En la Encuesta de Opinión Financiera²¹ se observó

²¹Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

que durante el trimestre, el promedio de las expectativas de crecimiento desmejoró levemente para 2017²² (Gráfico 5). Respecto a 2017, la expectativa de inflación presentó un leve aumento de 8 p.b.²³. Por su parte, respecto a 2018, la expectativa de inflación disminuyó 5 p.b. en el trimestre²⁴. Adicionalmente, la mayoría de los agentes espera que la inflación sea superior a su rango meta en 2017 y que converja a éste en 2018 (Gráfico 6).

En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024²⁵ los agentes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre (Gráfico 7).

En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones en enero y desvalorizaciones en febrero y marzo²⁶, comportamiento contrario a lo observado dadas las desvalorizaciones del COLCAP en enero y febrero, y sus valorizaciones en marzo (Gráfico 8).

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, la mayoría esperaba que esta se incrementara o permaneciera igual²⁷ (Gráfico 9).

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron en plazos menores a 3 años y cayeron para plazos superiores²⁸.

²² Pasó de 2,25 en diciembre a 2,21 en marzo.

²³ En diciembre esta expectativa se encontraba en 4,50% y en marzo aumentó a 4,58%

²⁴ En enero esta expectativa se encontraba en 3,91% y en diciembre disminuyó a 3,86%

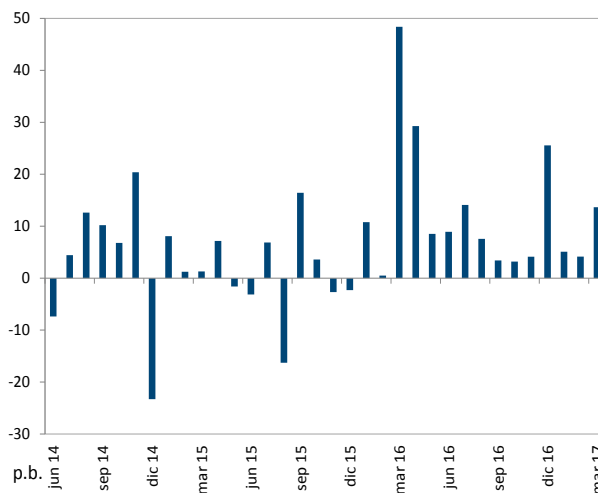
²⁵ El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

²⁶ En la encuesta realizada en enero, los agentes esperaban en promedio una valorización del COLCAP de 1,54%. En la encuesta de febrero y marzo, los agentes proyectaban en promedio desvalorizaciones del COLCAP de 0,21% y 0,04%, respectivamente.

²⁷ En el porcentaje de analistas que consideró que la duración de los portafolios incrementaría o permanecería igual en enero, febrero y marzo fue de 64,8%, 62,9% y 49,1%, respectivamente.

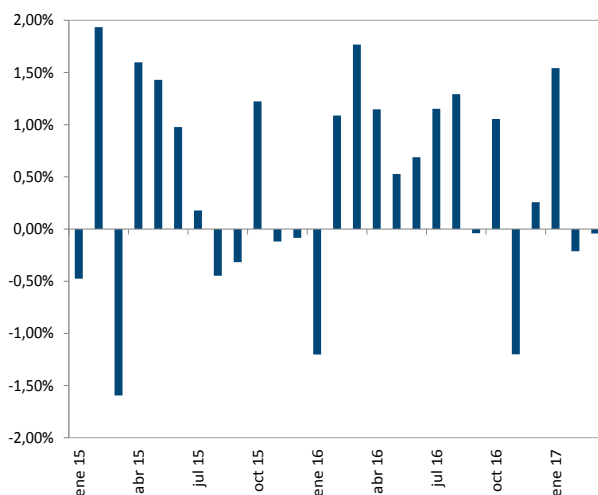
²⁸ En particular, para plazos inferiores a 1 año: +14 p.b., entre 1 y 3

Gráfico 7: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

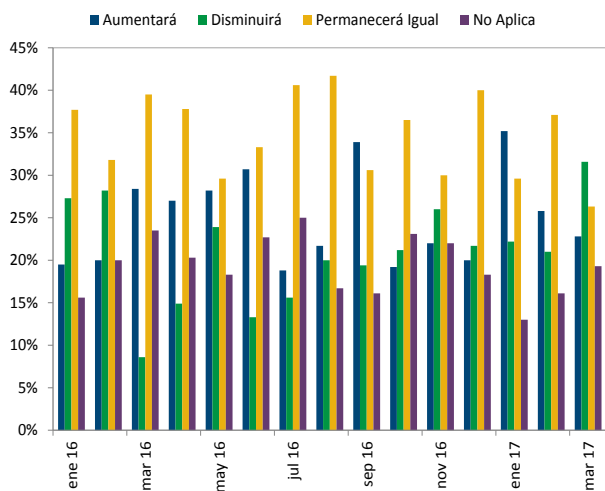
Gráfico 8: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial años: +42 p.b., entre 3 y 5 años: -97 p.b. y 5 años o más: -124 p.b.

Gráfico 9: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

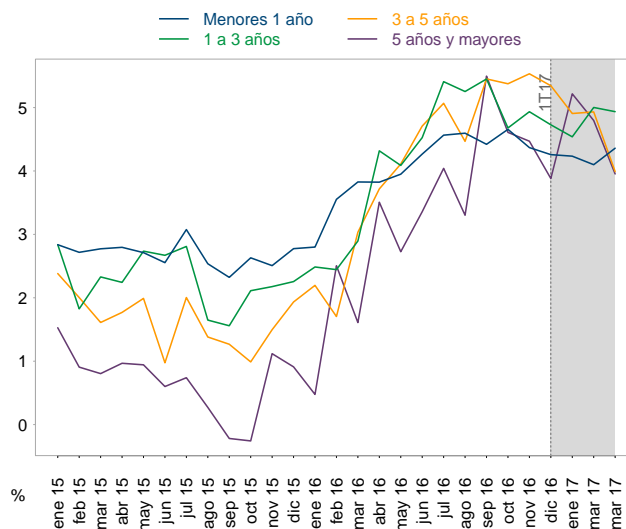
y las tasas de los TES durante el 1T17, frente al promedio del 4T16, se observaron las siguientes variaciones: menos de un año: -22 p.b, entre 1 y 3 años: + 3 p.b, entre 3 y 5 años: -87 p.b. y a más de 5 años: +34 p.b.(Gráfico 10 y (Gráfico 11).

5 Mercado Cambiario

Durante el 1T17 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, y frente a las monedas de los países emergentes, este comportamiento se dio en un contexto en el cual disminuyó la credibilidad de la efectividad de las políticas anunciadas por el presidente de EE.UU, se redujeron las expectativas del ritmo de incrementos de la tasa de fondos federales y se presentó un aumento de flujos hacia economías emergentes.(Cuadro 3 y Gráfico 12).

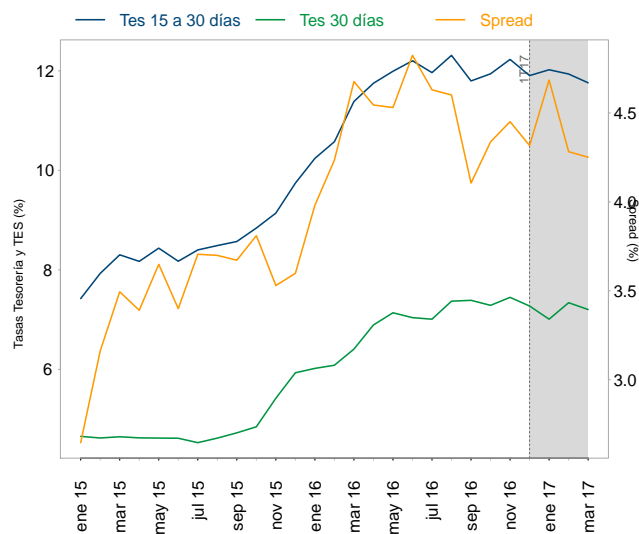
Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso mexicano (9,7%), el rublo ruso (8,2%) y el won surcoreano (7,5%), mientras que las que presentaron la mayor de-

Gráfico 10: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

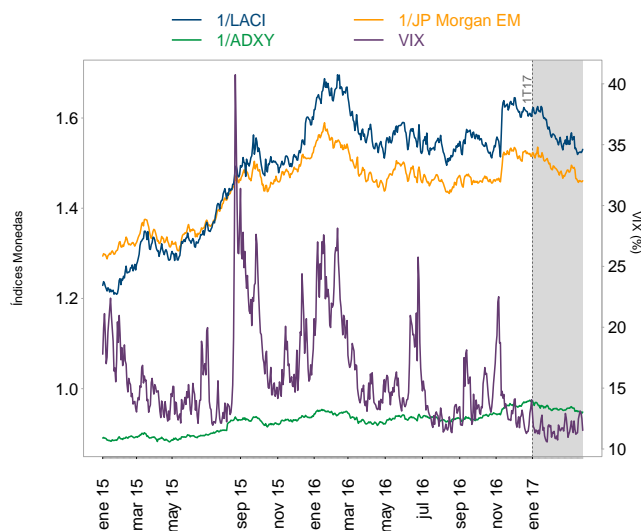
preciación fueron la lira turca (3,2%) y el franco suizo (1,6%).(Gráfico 13).

Cuadro 3: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2016	1T 2017	País	2016	1T 2017
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	4.0%	-1.3%	Corea del Sur	3.00%	-7.5%
Gran Bretaña	20.1%	-1.7%	India	2.3%	-4.5%
Australia	1.1%	-5.5%	Hong Kong	0.07%	0.19%
Nueva Zelanda	-1.3%	-1.0%	China	7.0%	-0.8%
Canadá	-3.2%	-0.9%	Malasia	4.5%	-1.4%
Dinamarca	3.6%	-1.2%	Tailandia	-0.5%	-4.0%
Suiza	-3.0%	1.6%	Indonesia	-2.3%	-1.1%
Japón	-3.0%	-4.8%	índice I/ADXY	3.4%	-2.4%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-4.6%	-3.9%	Islandia	-12.7%	0.0%
Brasil	-17.8%	-4.1%	Rusia	-16.8%	-8.2%
México	19.2%	-9.7%	Polonia	7.5%	-5.1%
Argentina	22.4%	-3.1%	Turquía	20.7%	3.2%
Perú	-1.6%	-3.2%	Israel	-1.6%	-5.6%
Chile	-5.2%	0.0%	Sur África	-11.7%	-2.4%
índice I/LACI	0.1%	-5.3%	USTW	1.79%	-1.8%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12: VIX vs. Índices de Monedas

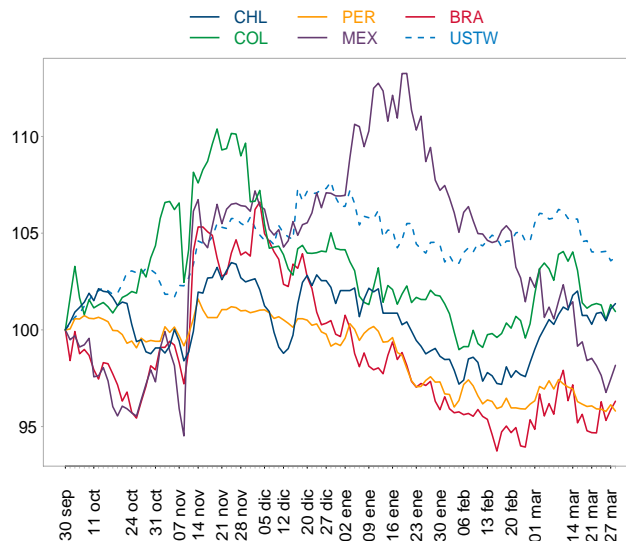


Fuente: Bloomberg.

En América Latina, además de los factores anteriores, el comportamiento de las monedas estuvo explicado por la dinámica del precio de las materias primas y por factores políticos y económicos locales. En la región todas las monedas se apreciaron, el peso mexicano (9,7%), el real brasileño (4,1%), el peso colombiano (3,9%), el sol peruano (3,2%), y el peso chileno (1,6%).(Cuadro 1).

El peso colombiano, el sol peruano, el peso chileno

Gráfico 13: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre de 2016.

y el real brasileño presentaron una dinámica similar en el trimestre con fortalecimientos continuos durante enero y febrero, y leves desvalorizaciones a principios de marzo ante el comportamiento del precio de los *commodities*, que posteriormente corrigieron por expectativas de un ritmo de crecimiento de las tasas menos acelerado por parte de la FED que el esperado por el mercado a inicios de año. En particular, el real brasileño presentó un fortalecimiento impulsado por mejores condiciones macroeconómicas y el incremento de los precios del hierro²⁹. Además, las reformas fiscales y el aumento en la perspectiva de la deuda de Brasil de negativa a estable por la agencia Moody's, pudieron haber apoyado el comportamiento del real.

Por su parte, el peso mexicano fue la moneda con el mejor comportamiento de la región, al recuperarse después de haber presentado una fuerte depreciación ante el incremento de la incertidumbre frente a las políticas comerciales y migratorias que podría adoptar el presidente Trump durante su gobierno y los efectos sobre la economía mexicana. El fortalecimiento estu-

²⁹Entre el 9 de enero y el 21 de febrero el precio del hierro aumentó un 22%.

vo explicado ante la moderación de las expectativas de los agentes del mercado sobre la viabilidad y los efectos de las políticas anunciadas por el presidente Trump y ante el impacto del programa de intervención cambiaria anunciada por el banco central.

En cuanto a intervención cambiaria, se destaca que el Banco Central de Brasil realizó la renovación completa de los *swaps* cambiarios tradicionales con vencimiento en enero y febrero y una renovación parcial de aquellos con vencimiento en marzo y abril. Por su parte, el Banco Central de Perú (BCRP) continuó interviniendo por medio de subastas de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR indexados al dólar) y adicionalmente realizó compras en el mercado de contado. Se destaca que el BCRP no renovó sus *swaps* con vencimientos en enero y febrero disminuyendo su *stock* a cero y redujo la intervención en CDR permitiendo el vencimiento de gran parte de estos instrumentos. No obstante a finales de marzo realizó una nueva subasta de *swaps*.

Por otro lado, el 5 de enero, el Banco Central de México (Banxico) realizó ventas de USD2000 millones en el mercado de contado, y el 6 de marzo realizó por primera vez subastas de contratos de venta forward (NDF) con vencimientos entre 1 mes y 1 año, con el propósito de propiciar un funcionamiento más ordenado en el mercado cambiario y atenuar la volatilidad en el mismo.

En el *Cuadro 4* 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, y en el *Cuadro 5* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado³⁰. Por su parte, en el *Cuadro 6* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de interven-

³⁰En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios y en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y a las subastas de contratos de venta *forward*.

ción cambiaria.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Ene.	0	0	0	0	-2000
Feb.	0	298	0	0	0
Mar.	0	738	0	0	0
1T17	0	1036	0	0	-2000

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

Cuadro 5: Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Ene.	0	481	0	0	-151
Feb.	0	156	0	31	-116
Mar.	0	20	0	4554	-1093
1T17	0	658	0	4585	-1360

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. *Desde Septiembre de 2015 la información que publica el Banco Central de México es semanal. Cuando el mes termina en lunes o martes los datos de esos días se incluyen en el mes siguiente, mientras que cuando el mes termina en otro día de la semana, todos los datos de esa semana se incluyen en ese mes.

**El valor de los *swaps* cambiarios en Brasil se incluyen en el mes en que comienza la causación de los *swaps* y no en el mes que se realiza la subasta.

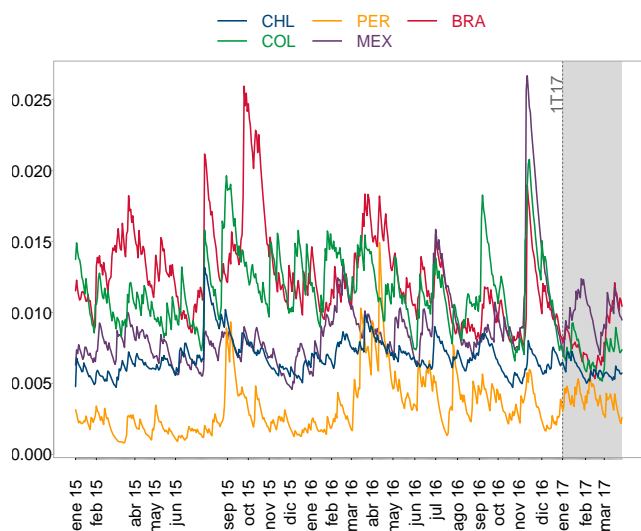
Cuadro 6: Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2016	-256	9470	0	80.788	-1709
1T17	0	1694	0	4585	-3360

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

Con respecto al promedio registrado en el 4T16, en el 1T17 la volatilidad promedio disminuyó para el peso colombiano, el peso chileno y el real brasileño, y aumentó para sol peruano. El peso mexicano presentó en promedio la mayor volatilidad condicional seguida por el real brasileño, el peso colombiano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (*Gráfico 14*).

Gráfico 14: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

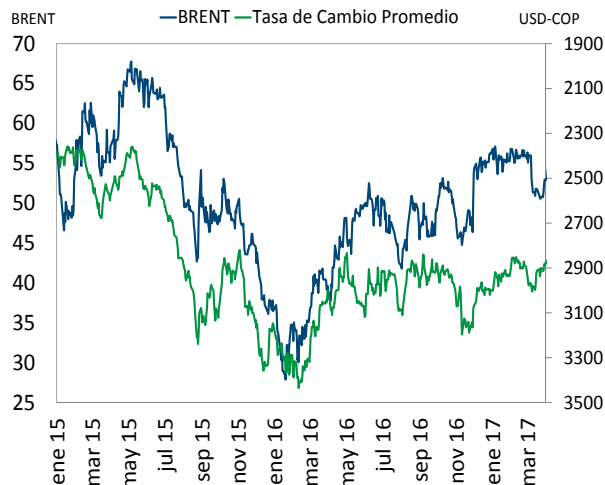
Entre el 29 de diciembre del 2016 y el 31 de marzo del 2017, el peso colombiano se apreció 3,9% (2,6% en enero, 0,1% en febrero y 1,2% en marzo)³¹ y su evolución estuvo influenciada principalmente por factores externos, relacionados con la incertidumbre global sobre las políticas y anuncios de Trump y sus efectos en materias migratoria y cambiaria y el aumento en las expectativas de un incremento más lento de la tasa de fondos federales por parte de la Fed. En menor medida por la evolución del precio del petróleo (Gráficos 15 y 16).

La Posición Propia de Contado (PPC)³² de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se ubicó al

³¹Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

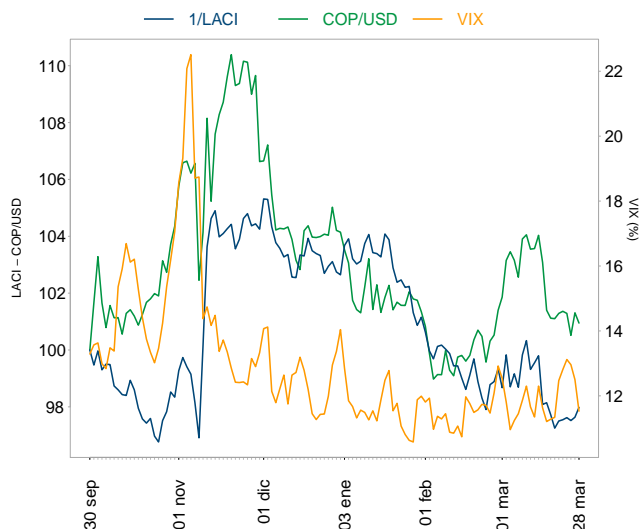
³²La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

Gráfico 15: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

Gráfico 16: COP/USD - LACI - VIX

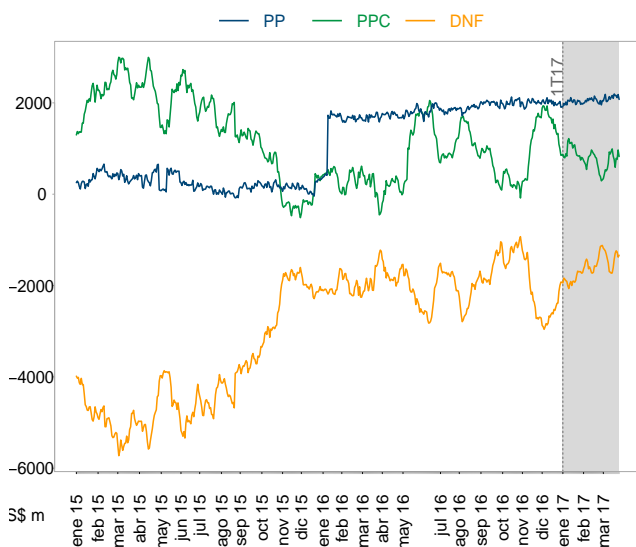


Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de diciembre de 2016

24 de marzo de 2017 en USD825 millones y su promedio diario en lo corrido del trimestre en USD790 millones. Frente al cierre del año 2016, la PPC disminuyó USD34 millones, los derechos netos a futuro au-

mentaron USD534 millones y los otros activos netos disminuyeron USD332 millones, lo cual implicó un incremento de USD167 millones en la posición propia total (Gráfico 17).

Gráfico 17: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

En el trimestre, los montos promedio negociados en el mercado de contado y el mercado *forward* peso-dólar fueron inferiores al promedio observado en 2016. Sin embargo los montos presentados en marzo repuntaron y superaron dicho promedio en ambos mercados. En particular, en el mercado *forward*, el monto promedio diario negociado en el 1T17 fue de USD1376 millones (enero: USD1161 millones, febrero: USD1424 millones y marzo: USD1543 millones), frente a un promedio en 2016 de USD1403 millones; y en el mercado de contado el promedio diario ascendió a USD1170 millones (enero: USD923 millones, febrero: USD1239 millones y marzo: USD1349) y en 2016 a USD1285 millones.

Respecto al monto total negociado, en el 1T17 se pactaron operaciones *forward* peso-dólar³³ por

³³Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar.

USD86.801 millones³⁴, que fueron superiores a nivel observado en el 4T16 pero inferiores a los observados en el segundo y tercer trimestre de 2016. En el mercado cambiario de contado peso-dólar, el monto total negociado fue de USD60.016 millones, el cual es inferior al observado en todos los trimestres del 2016³⁵.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD12,2 miles de millones en el 4T16 a USD14,9 miles de millones en el 1T17 (Gráfico 18), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 31 de marzo ascendió a USD4,6 miles de millones.

Durante el 1T17 se negociaron un total de 71.736 futuros de TRM³⁶, volumen inferior al negociado durante el 4T16 (75.061 contratos), por un monto total de USD3.587 millones. Al 31 de marzo de 2017 la posición abierta era de 2.342 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2017. Respecto a los mini futuros de TRM³⁷, se negociaron un total de 39.056 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (42.200 contratos) por un total de USD195 millones (Gráfico 18). La posición abierta de mini futuros al 31 de marzo era de 1.518 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2017.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁸, en el 1T17 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD155 millones, lo que se explica por salidas netas de USD355 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD510 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, se presentaron reintegros netos de divisas en la cuenta de

³⁴USD24.376 millones en enero, USD28.474 millones en febrero y USD33.951 millones en marzo. Fuente: Banco de la República.

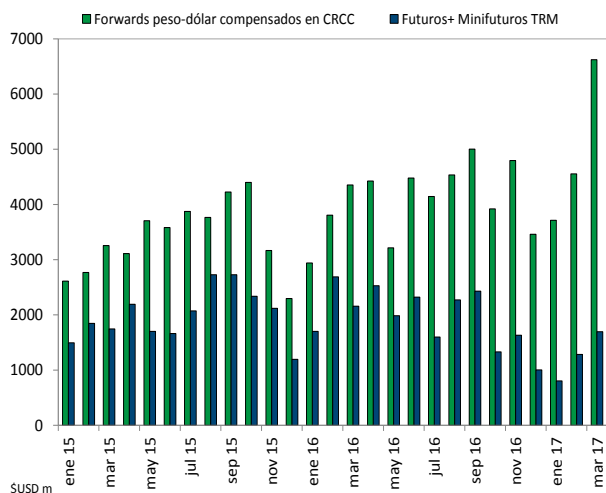
³⁵Montos totales: 1T16: USD81.370 millones, 2T16: USD84.006 millones, 3T16: USD84.199 millones y 4T16: USD73.292 millones. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

³⁶Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁷Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

³⁸La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

Gráfico 18: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

capital por USD99 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD2347 millones, reintegros netos de capital oficial por USD903 millones y reintegros por concepto de otras operaciones especiales por USD1544 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron entradas de divisas por inversión extranjera directa neta de USD1690 millones, por inversión extranjera de portafolio neta³⁹ de USD1671 millones⁴⁰ y por préstamo neto de USD813 millones, mientras que el rubro de operaciones especiales del sector privado presentó salidas de divisas⁴¹ por USD6522 millones.

³⁹Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

⁴⁰De estos flujos USD475 millones se presentaron en enero, USD178 millones en febrero y USD1018 millones en marzo.

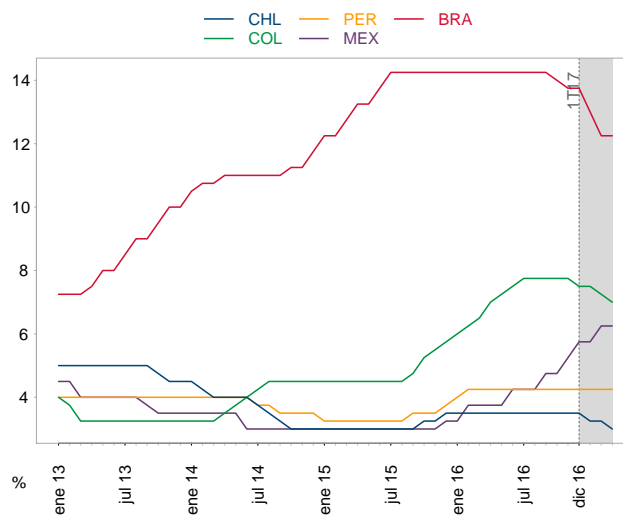
⁴¹Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

En el 1T17 Perú mantuvo inalterada su tasa de política monetaria (TPM) en 4,25%. Los bancos centrales de Brasil, Chile y Colombia realizaron recortes en sus tasas de interés de referencia durante el trimestre que sumaron 150 p.b. para el primer caso y 50 p.b. para los dos últimos. En contraste, el Banco de México (Banxico) continuó con la política monetaria contractiva que inició en 2016. Durante los primeros tres meses del año, su tasa de referencia se incrementó en 75 p.b. (Gráfico 19 y Cuadro 7).

Gráfico 19: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Las decisiones de política monetaria se dieron en un contexto en el cual la inflación anual se situó fuera del rango meta para los países analizados, con excepción de Brasil y Chile (Gráfico 20). En marzo de 2017, este último registró el dato de inflación anual más bajo para la región. Adicionalmente, frente al dato de diciembre de 2016, al cierre del 1T17 la inflación anual cayó en más de 1 punto porcentual (p.p.) en Brasil (-1,72 p.p.) y Colombia (-1,06 p.p.), se mantuvo estable

Cuadro 7: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) marzo 2017 Latam

País	Variación 1T17*	TPM Mar-17**
COL	-50	7,00%
CHL	-50	3,00%
PER	0	4,25%
BRA	-150	12,25%
MEX	+75	6,50%

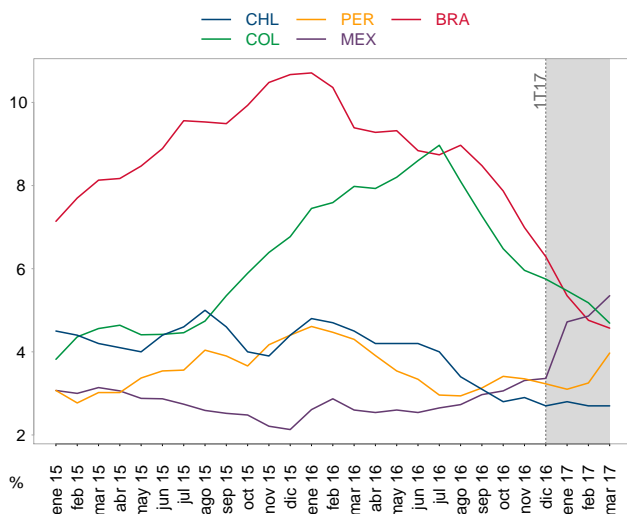
Fuente: Bloomberg.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de marzo de 2017 y el del 30 de diciembre de 2016.

** Nivel al 31 de marzo de 2017.

en Chile y aumentó en México y Perú, para los cuales, la variación fue de 1,99 p.p. y 74 p.b., respectivamente (Cuadro 8).

Gráfico 20: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Luego de cuatro incrementos consecutivos de 50 p.b. de la tasa de política monetaria, Banxico decidió aumentarla en 25 p.b. en su reunión de marzo con el fin de prevenir efectos de segunda ronda del crecimiento de los precios, anclar las expectativas de inflación, reforzar la contribución por parte de la política monetaria para hacer converger la inflación a su rango meta, y en respuesta al incremento de 25 p.b. de la tasa de fondos federales por parte del FOMC. La inflación al alza

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Dic 2016	Anual Mar 2017	Rango meta 2017*
COL	5,75%	4,69%	2,0% - 4,0%
BRA	6,29%	4,57%	3,0% - 6,0%
CHL	2,70%	2,70%	2,0% - 4,0%
MEX	3,36%	5,35%	2,0% - 4,0%
PER	3,23%	3,97%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

* De acuerdo con lo informado por los bancos centrales al 31 de marzo de 2017.

ha sido el determinante principal de la política monetaria contractiva que se ha observado en México. No obstante, a lo largo del trimestre, ha habido factores adicionales que a su vez han venido ejerciendo presiones inflacionarias fuertes y que fueron ponderados en las decisiones para el aumento de tasas. En enero fue la fuerte depreciación del peso mexicano frente al dólar estadounidense y en febrero el incremento súbito de los precios de gasolina. Cabe resaltar que, en marzo, dichos factores fueron percibidos por el banco central como transitorios y se espera tengan un impacto moderado en los precios en el corto y mediano plazos.

En el caso de Perú, en marzo, el banco central mantuvo constante en 4,25% su tasa de interés de referencia por treceavo mes consecutivo. La inflación anual ha venido aumentando, pero el Banco Central de Reserva del Perú afirmó en su última reunión que las presiones inflacionarias derivadas por inundaciones y sequías severas son temporales y que se mantiene vigilante a los desarrollos de la inflación en los meses que vienen.

Por su parte, los recortes observados en Chile ocurrieron en un contexto de inflación anual que, como se mencionó, se ha venido situando dentro del rango meta, pero también en uno de bajo crecimiento y con un mercado laboral y una demanda interna débiles. Para el banco central, el impacto de las huelgas en las minas de cobre sobre el crecimiento y la inflación se percibió como transitorio. En el caso de Brasil, los recortes de la tasa de referencia del banco central coincidieron con la reducción observada en la inflación. No obstante, en su reunión de febrero advirtió que la velocidad de fu-

turos recortes estará sujeta a la actividad económica y medidas estructurales.

Para Colombia, en marzo, el IPC cayó de forma consecutiva por octava vez. En enero, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo estable la TPM mientras que tanto en febrero como en marzo la redujo en 25 p.b. Se destaca que, a lo largo del trimestre, la JDBR mencionó como factores en la toma de sus decisiones: la incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a su rango meta⁴², la mayor incertidumbre internacional, la debilidad de la actividad económica, el riesgo de una desaceleración excesiva y que los niveles de la tasa de interés real de política han sido contractivos.

Finalmente, con respecto al crecimiento del producto, el dato observado del 4T16 fue superior frente al esperado por el mercado para Colombia, México y Perú, mientras que fue inferior para Brasil y no cambió para Chile. Entre diciembre de 2016 y marzo de 2017, la expectativa de crecimiento para el año en curso cayó para todos los países de la región (Cuadro 9).

Cuadro 9: Crecimiento 4T16 y Expectativas para 2017

País	Esp. 4T16	Obs. 4T16	Esp. 2017 (Dic. 16)	Esp. 2017 (Mar. 17)
COL	1,50%	1,60%	2,32%	2,22%
BRA	-2,40%	-2,50%	0,50%	0,48%
CHL	0,50%	0,50%	2,00%	1,80%
MEX	2,20%	2,40%	1,80%	1,60%
PER	4,50%	4,80%	4,30%	3,80%

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank

6.2 Mercado Monetario Colombiano

En el 1T17 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR *overnight* y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR. Por

⁴²De acuerdo con el comunicado de la reunión de marzo de 2017, “la reducción de la inflación fue mayor que la esperada por el equipo técnico del Banco y por el promedio del mercado. No obstante, los mecanismos de indexación y el aumento en la persistencia de la inflación pueden hacer más lenta su convergencia al 3%”.

su parte, la tasa de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia todos los días del trimestre.

Durante los primeros dos meses del año, la tasa promedio ponderada de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas mostró un comportamiento volátil⁴³. Cabe destacar que, en estos dos meses, las jornadas con las mayores desviaciones (TPM-Tasa de Simultáneas) se presentaron en días⁴⁴ caracterizados por una mayor disponibilidad de recursos, entorno que favoreció a los agentes con necesidades para presionar a sus contrapartes y cerrar las simultáneas a tasas más bajas.

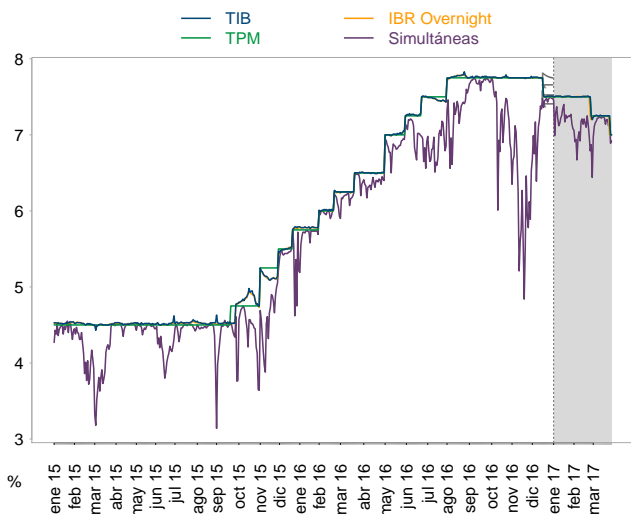
En contraste, durante marzo, el nivel de la tasa de simultáneas estuvo más cercano al de la tasa de interés de referencia frente a lo visto los dos meses anteriores. En efecto, el *spread* diario promedio de este mes entre la TPM y la tasa de simultáneas fue 7 p.b. En general, las oportunidades para tomar recursos a tasas bajas fueron escasas y ante la poca disposición de los agentes con excedentes de liquidez a prestar a tasas inferiores a la TPM, las entidades con necesidades se vieron forzadas a tomar los recursos a tasas iguales o superiores a las de la tasa de referencia del BR. El comportamiento descrito anteriormente ralentizó, en algunas sesiones, el cierre de operaciones. Adicionalmente, el dinamismo del mercado y el comportamiento de la tasa promedio de simultáneas en marzo pueden explicarse también por el menor interés para aplicar estrategias en corto sobre títulos de deuda pública (Gráfico 21).

Por su parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora en todos los días del trimestre con excepción del 3 de enero de 2017, en el cual se ubicó -\$1.091 mm y a su vez correspondió al dato mínimo. Por su parte, fue máxima el 16 de febrero de 2017, registrando un nivel de \$7.061 mm. Dicha posición cerró en \$6.186 mm el 31 de marzo del año en curso (Gráfico 22). Con respecto al promedio diario de los saldos

⁴³El *spread* diario promedio (TPM – Tasa de Simultáneas) fue 46 y 27 p.b. para enero y febrero, respectivamente.

⁴⁴Observadas en enero 3, febrero 6 y febrero 28.

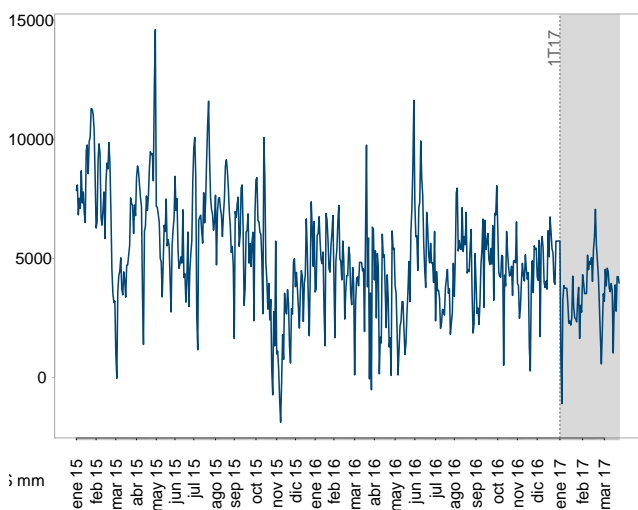
Gráfico 21: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$17.723 mm en el 4T16 a \$20.065 mm en el 1T17 (Gráfico 23).

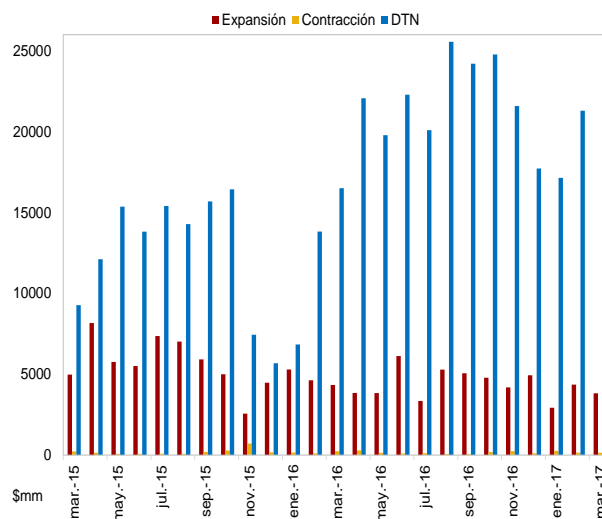
Gráfico 22: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

En los mercados de crédito y captaciones, al comparar los promedios de las tasas activas y pasivas entre el 4T16 y el 1T17, se encuentra que el promedio de

Gráfico 23: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2014 - 2016



Fuente: Banco de la República.

la tasa activa⁴⁵ se redujo en 13 p.b. mientras que el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó en 10 p.b., haciendo que el margen de intermediación promedio se ubicará en 8,65% al cierre de marzo de 2017.

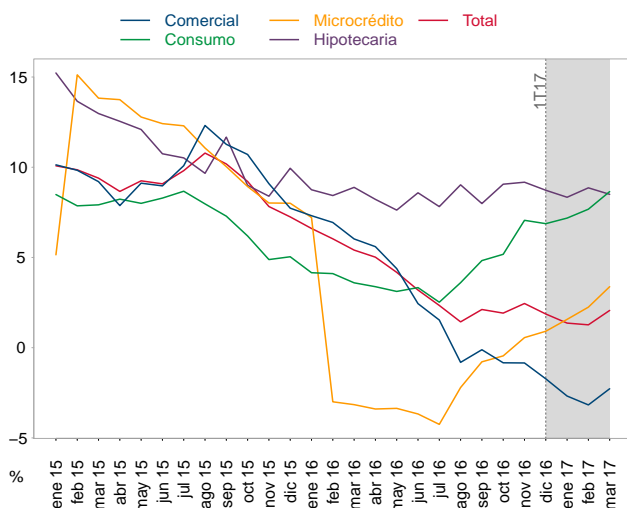
Con relación al crédito, la cartera bruta (sin ajuste por titularización) mostró una mejor dinámica en el 1T17 con respecto a lo observado al finalizar el 2016 al pasar de un crecimiento real anual de 1,9% a 2,1%. Por modalidad, al cierre del 1T17, los saldos de las carteras de consumo y microcrédito presentaron variaciones reales anuales más altas frente a las registradas a finales de del trimestre anterior⁴⁶ (Gráfico 24).

De acuerdo con el último Reporte de la situación del

⁴⁵La tasa activa se define como el promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

⁴⁶Los crecimientos reales de las carteras por modalidad fueron de -2,3% para la comercial (ant: -1,7%), de 8,7% para consumo (ant: 6,9%), 3,4% para microcrédito (ant: 0,9%) y 8,5% para la hipotecaria (ant: 8,7%).

Gráfico 24: Crecimiento real anual de la cartera (total y por modalidad)



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.

crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR⁴⁷, se encontró que los intermediarios financieros percibieron incrementos en la demanda de los créditos en las modalidades comercial, vivienda y microcrédito, mientras que en la de consumo observaron una disminución. A su vez se destacó que, con respecto a septiembre de 2016, más entidades indicaron haber percibido una mayor demanda para todas las modalidades, entre las cuales se resalta la comercial, cuya percepción de demanda pasó a terreno positivo. Por intermediario, como se mencionó, todos registraron una disminución en la demanda de créditos de consumo. Los bancos percibieron mayores solicitudes de préstamos comerciales, y las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC) y las cooperativas señalaron contracciones en la demanda por créditos de vivienda y microcrédito. Finalmente, en cuanto a la demanda de crédito por tamaño de empresa, los bancos indicaron una mayor demanda por parte de las empresas medianas y las microempres-

⁴⁷Producido con base en la Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia aplicada en diciembre de 2016.

sas, las CFC por parte de las empresas pequeñas y las microempresas, mientras que las cooperativas reportaron disminuciones para todos los tamaños.

6.3 Mercado de Deuda Pública

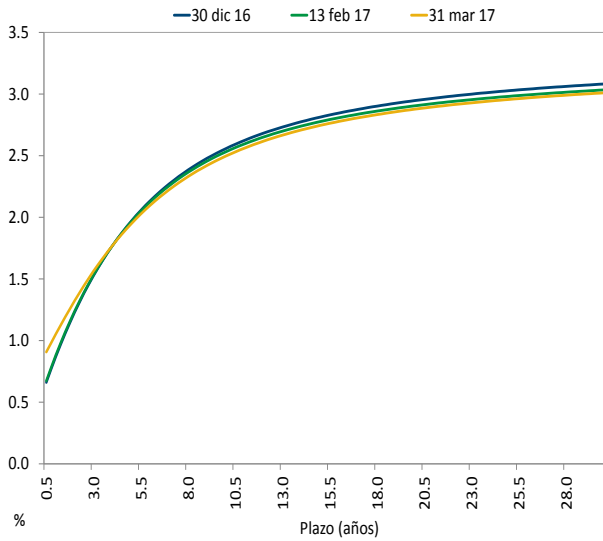
6.3.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región

En el 1T17 la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. presentó un aplanamiento. Las desvalorizaciones del tramo corto coincidieron con el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales en marzo y expectativas de mayor inflación en el corto plazo. Por su parte, las valorizaciones del tramo largo reflejan las expectativas de un ritmo menos acelerado de incrementos futuros del rango de la tasa de los fondos federales, frente a lo descontado por el mercado antes de la publicación de las proyecciones de la Fed en marzo, y a la incertidumbre sobre la capacidad de la nueva administración de ese país de implementar su reforma fiscal (Gráfico 25).

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de diciembre de 2016 con las del cierre de marzo de 2017, en general se observan valorizaciones (Gráfico 26). Lo anterior estuvo en línea con el comportamiento favorable de los *commodities*, la reducción de la percepción de riesgo hacia la región, las entradas de inversión extranjera de portafolio y mejoras en algunos de sus fundamentales macroeconómicos. Adicionalmente, estas valorizaciones también incorporaron las expectativas sobre política monetaria en EE.UU. mencionadas anteriormente.

Durante el trimestre Brasil, Chile y Colombia recortaron sus tasas de interés de referencia, lo cual se reflejó en las valorizaciones de los tramos cortos de sus curvas de rendimiento. Por su parte, el comportamiento del tramo corto de México se diferenció del resto de la región ante el incremento de la tasa de interés de referencia en 75 p.b. Por su parte, la dinámica de los

Gráfico 25: Curva Cero Cupón EE.UU.

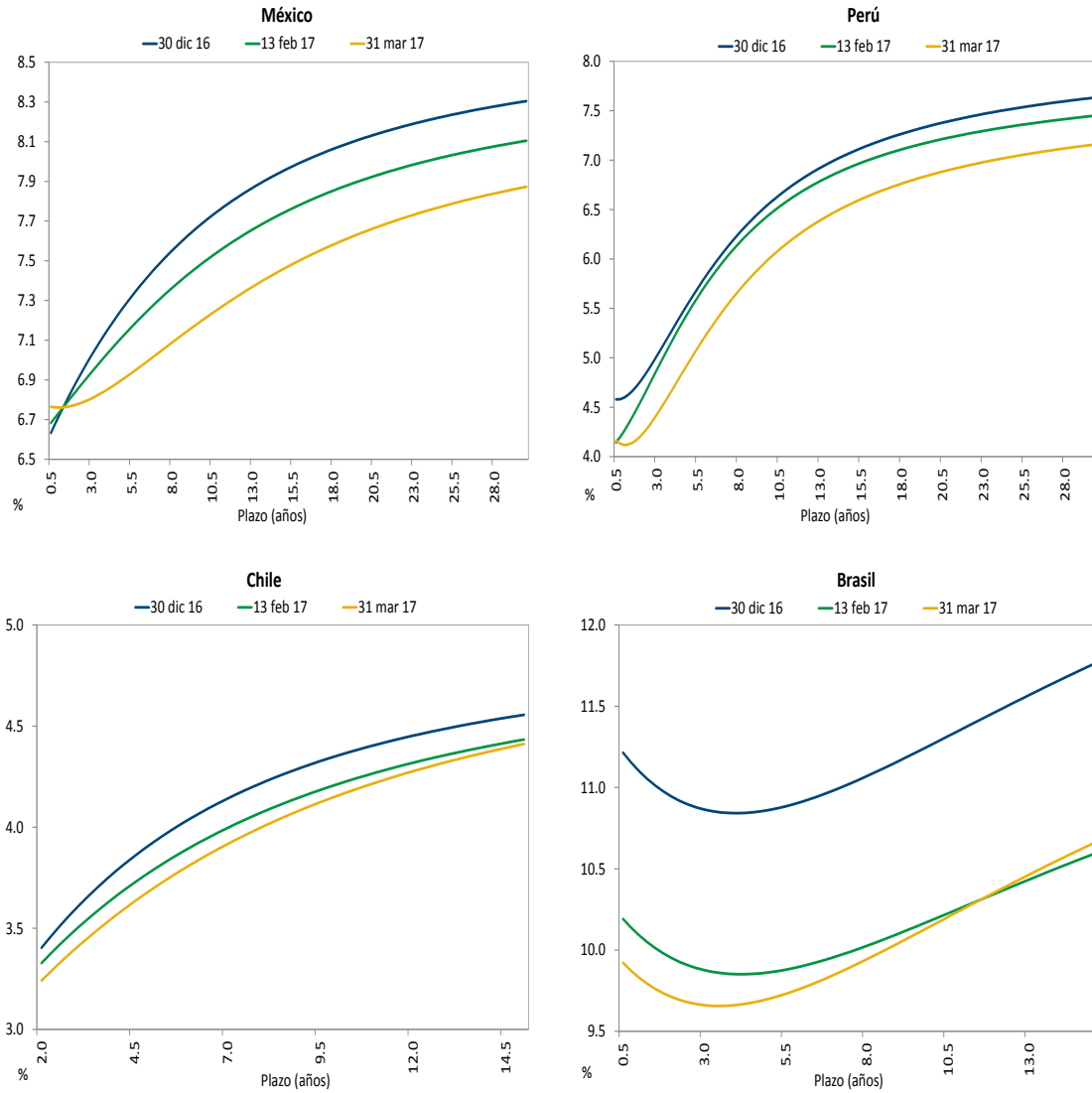


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

mercados en Chile estuvo influenciada por la menor producción y exportaciones de cobre⁴⁸.

⁴⁸El 25 de marzo finalizó la huelga de los trabajadores de la mina *La Escondida*, tras 43 días de paro y que coincidió con la reducción en las exportaciones de cobre en febrero de USD2319 millones a USD2037 millones y una caída en el índice de producción minera de -9,9% anual en febrero. En línea con lo anterior, el Índice Mensual de Actividad Económica (*Imacec*) para ese mismo mes cayó 1,37% anual (esp: -1,4%; ant: 1,7%). En particular, el *Imacec* minero cayó 17,1% mientras que el no minero aumentó 0,2%.

Gráfico 26: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 29 de diciembre de 2016 y el 31 de marzo de 2017 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$230,3 billones a \$242,7 billones. El cupo para la emisión de TES de largo plazo del 2017 es de \$33,4 billones y en el 1T16 se emitieron \$10,9 billones⁴⁹. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2017 es de \$13 billones y al 31 de marzo se expidieron \$2,6 billones.

Durante el 1T17 se presentaron varios hechos relevantes para el mercado de deuda pública local. En enero, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) incrementó la meta de recaudo tributario neto para 2017 (\$130,4 billones) frente a la meta de 2016 (\$120,6 billones) y frente al total recaudado neto en el 2016 (\$117,3 billones). Además, la entidad revisó a la baja la meta de financiamiento externo de USD6.000 millones a USD5.759 millones, señaló que prevé una meta de colocaciones de TES por \$33,32 billones para el 2017 de los cuales \$26,19 billones será por subasta y \$7,06 billones serán colocaciones con entidades públicas.

El 16 de febrero el MHCP anunció un segundo tramo de canjes de deuda con el Tesoro Nacional que corresponden a la operación de manejo autorizada el 31 de octubre de 2016⁵⁰, que busca mejorar el perfil de deuda de la Nación y reducir el riesgo de refinanciación de los años 2017 y 2018. En la operación, el Tesoro Nacional recibirá referencias con vencimiento de mayo de 2017 octubre de 2018, y entregará títulos a tasa fija en pesos que vencen en mayo de 2022, agosto de 2026 y septiembre de 2030; y referencias tasa fija en UVR que vencen en marzo de 2021, mayo de 2025 y abril de 2035. Finalmente, el 29 de marzo, el Comité Consultivo de la Regla Fiscal modificó la meta de déficit fiscal para 2017 ubicándola en 3,6% desde 3,3% del PIB,

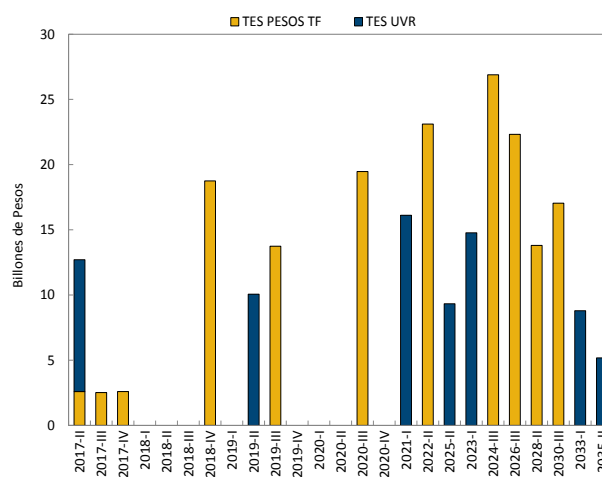
⁴⁹Valores nominales. \$7,1 billones de TES en pesos y \$3,8 billones de TES UVR.

⁵⁰ El cual tendrá un monto de ejecución máximo de \$2,1 billones, y se llevará a cabo de forma gradual en montos mensuales de hasta \$700 mil millones.

en línea con la mejora de indicadores macroeconómicos como la reducción de 200 p.b. del déficit de cuenta corriente hasta 4,4% del PIB en 2016.

En el 1T17 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 31 de marzo, en el 2017 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$10,3 billones correspondientes al 6,17% del saldo en circulación. En el período analizado hubo un pago de cupón por \$183 mm del TES en pesos que vence el 14 de marzo de 2017. Así mismo, hubo pago de cupón por \$705 mm, \$571 mm, \$265 mm y \$50 mm de los TES en UVR que vencen el 23 de febrero del año 2023, el 10 de marzo del año 2021, el 25 de marzo del año 2033 y el 17 de marzo de 2027, respectivamente. En el *Gráfico 27* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 27: Proyección de Vencimientos TES



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

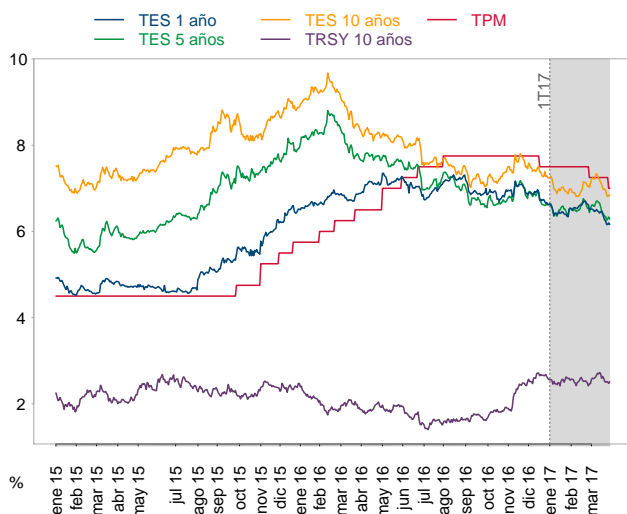
Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 1T17 con las del cierre del 4T16, se observan variaciones en promedio de -51 p.b. en el tramo corto, de -41 p.b. en el tramo medio y de -42 p.b. en el tramo largo⁵¹ (*Gráficos 28, 29 y 30*). Las

⁵¹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran

valorizaciones generalizadas de la curva estuvieron relacionadas con disminución de la inflación observada y esperada y recortes en la tasa de política monetaria.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 1T17 con las de finales del 4T16, se observaron variaciones en promedio de 107 p.b. en el tramo corto, 3 p.b. en el tramo medio y 32 p.b. en el tramo largo⁵². Durante el trimestre se observaron desvalorizaciones relacionadas con menor apetito por títulos indexados a la UVR ante una senda de inflación decreciente. De igual forma, la parte corta de la curva presentó bajos niveles de transacción, especialmente el título con vencimiento en mayo de 2017.

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



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

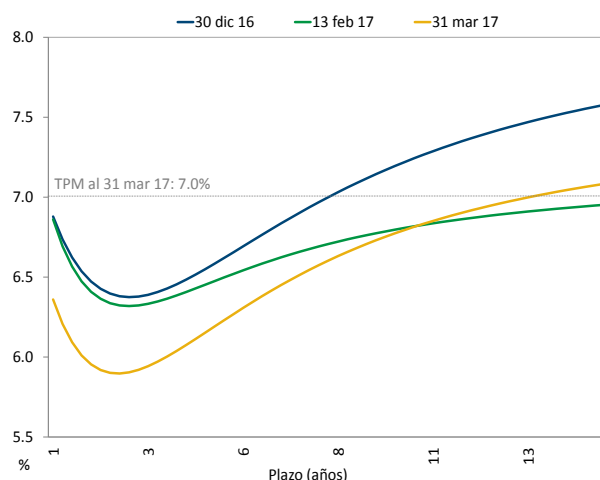
En el 1T17 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES en pesos por \$3,9 billones⁵³. En relación con los saldos tanto en el mercado *spot* como en el *forward*, la participación de

tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

⁵²Idem.

⁵³Compras netas en el mercado *spot* por \$3,8 billones y en el mercado de *forwards* por \$95 miles de millones.

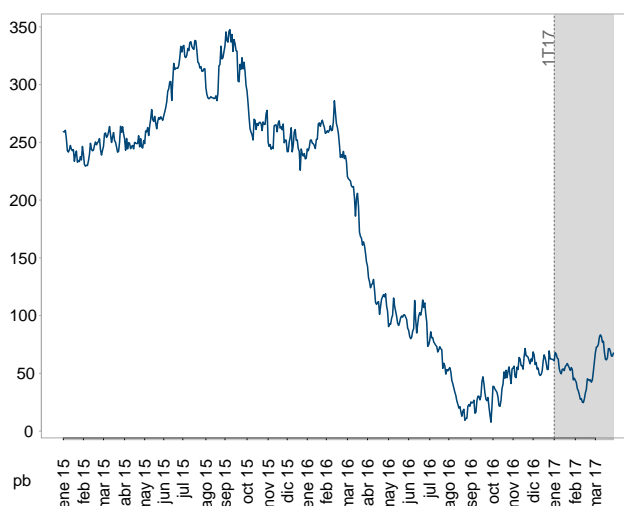
Gráfico 29: Curvas Spot Colombia



Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
-51 p.b.	-41 p.b.	-42 p.b.

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 29 de diciembre de 2016 y el 31 de marzo de 2017. Cálculos: Banco de la República.

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

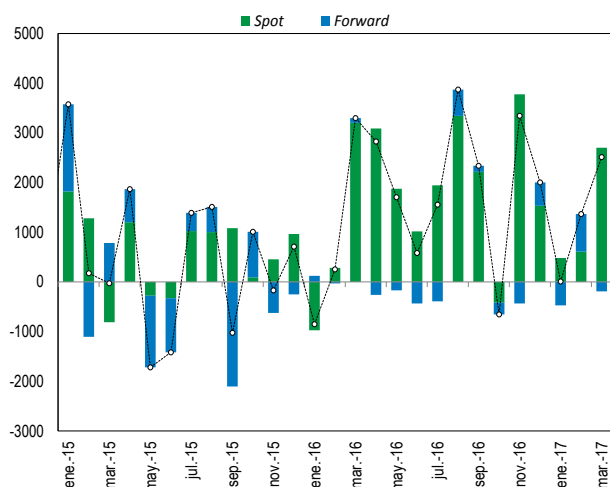


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,59% el

29 de diciembre de 2016 a 36,35% el 31 de marzo de 2017. Por su parte, la participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,84% en diciembre del 2016 a 1,69% en marzo del 2017 (Gráficos 31 y 32).

Gráfico 31: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros

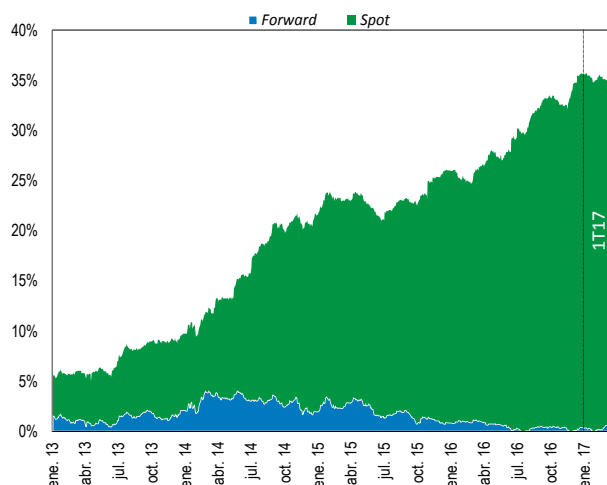


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 1T17 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T16. El promedio diario de negociación fue \$5,1 billones⁵⁴, superior a lo observado en el trimestre anterior (\$3,0 billones) y en el mismo período de 2016 (\$3,9 billones) (Gráficos 33 y 34). En lo corrido de 2017, el aumento de los montos negociados en el mercado secundario de TES en el SEN podría ser explicado por diferentes motivos, siendo relevante destacar que se ha mantenido la entrada de extranjeros y que ha habido una participación más activa de agentes nuevos en el programa de creadores del mercado. A su vez, durante el 1T17, los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 30% a 24% entre el 4T16 y el 1T17, seguidos de los que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 8% a 13%. Cabe mencio-

⁵⁴Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

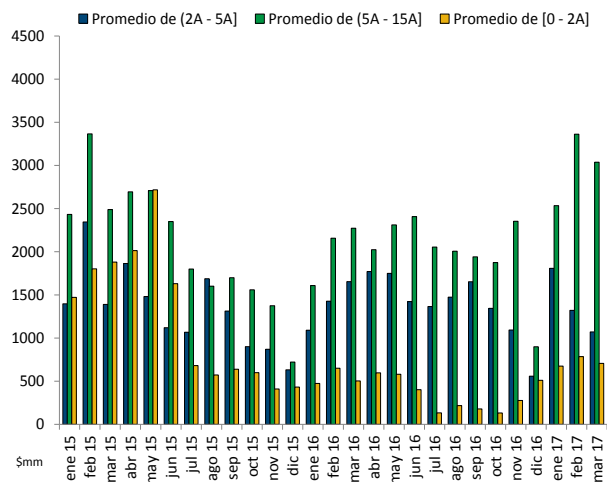
Gráfico 32: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

nar que el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 33).

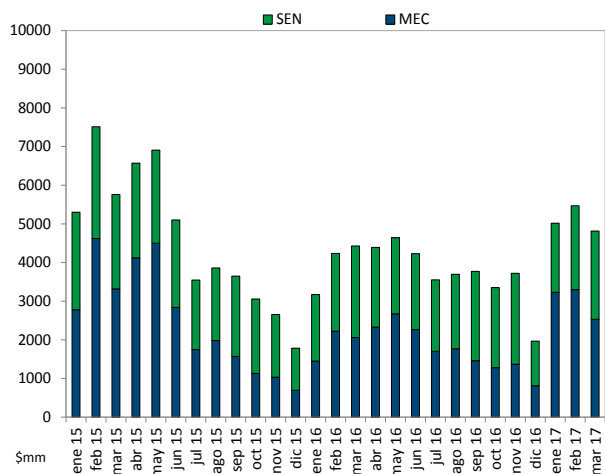
Gráfico 33: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES aumentó al pasar de 43.576 contratos en

Gráfico 34: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

el 3T16 a 45.801 contratos en el 4T16 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$10.412 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas disminuyeron a 6683 contratos el 31 de marzo de 2017.

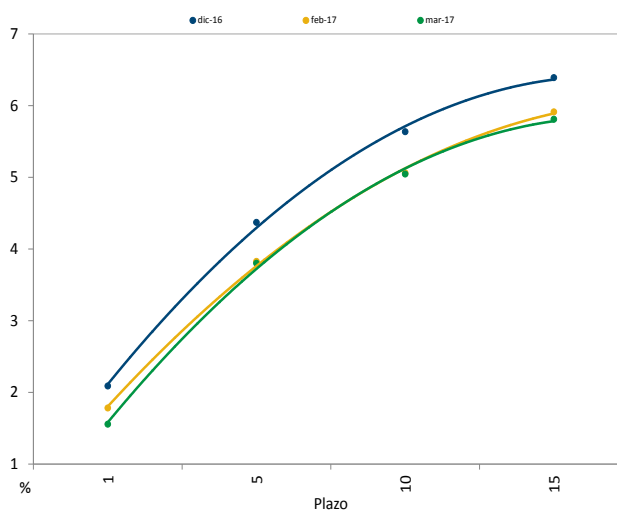
6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

En el 1T17 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región registraron valorizaciones, en línea con el comportamiento de la deuda local ante algunas mejoras en los fundamentales de estas economías (Gráficos 35, 36 y 37).

Las primas de riesgo de los países de la región presentaron un comportamiento favorable. En promedio, los EMBI para una muestra de países disminuyeron 35,2 p.b. (15,8%)⁵⁵, mientras que el EMBI+ cayó 25,3 p.b. (7,0%) (Gráfico 38) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 25,4

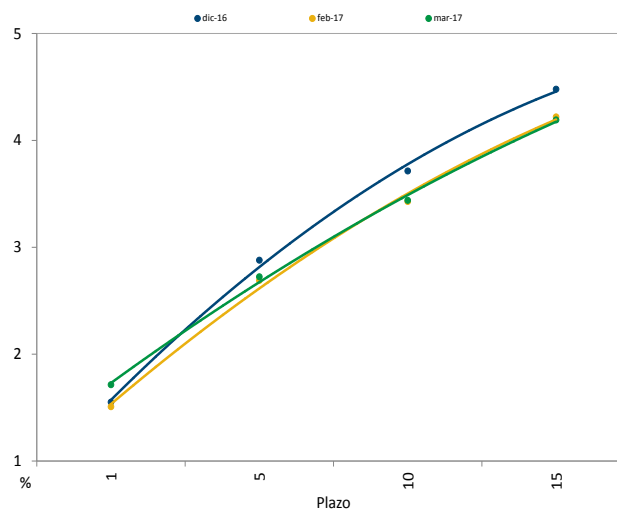
⁵⁵Variaciones EMBI+ países: Colombia: -27 p.b. (11,9%), Brasil: -58 p.b. (17,7%), México: -31 p.b. (13,5%), Perú -35 p.b. (20,1%) y el EMBI Global Chile: -25 p.b. (15,8%).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 36: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú

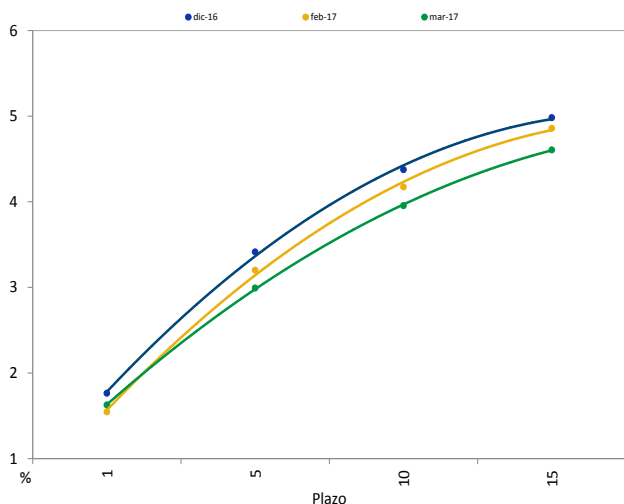


Fuente: Bloomberg.

p.b. (14,6%)⁵⁶ (Gráfico 2).

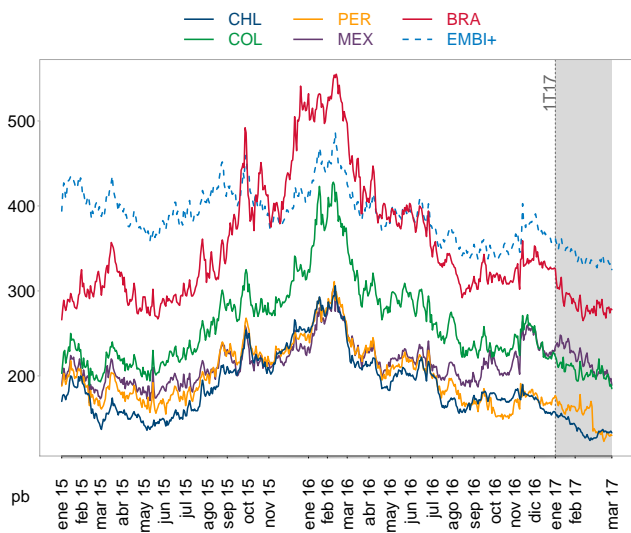
⁵⁶Variaciones: Colombia: -30,2 p.b. (18,4%), Brasil: -54,3 p.b. (19,3%), México: -25,6 p.b. (-16,4%), Chile: -11,1 p.b. (13,3%)

Gráfico 37: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Spreads Deuda Soberana LATAM



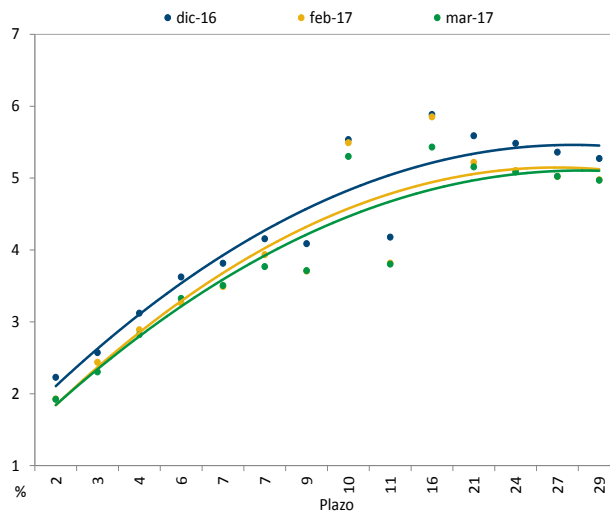
Fuente: Bloomberg.

y Perú: -5,9 p.b. (5,4%).

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el 1T17 la deuda externa de Colombia denominada tanto en pesos como en dólares colocada en mercados internacionales se valorizó (Gráficos 39 y 40), lo cual estuvo en línea con el comportamiento de la deuda de los demás países de la región.

Gráfico 39: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia

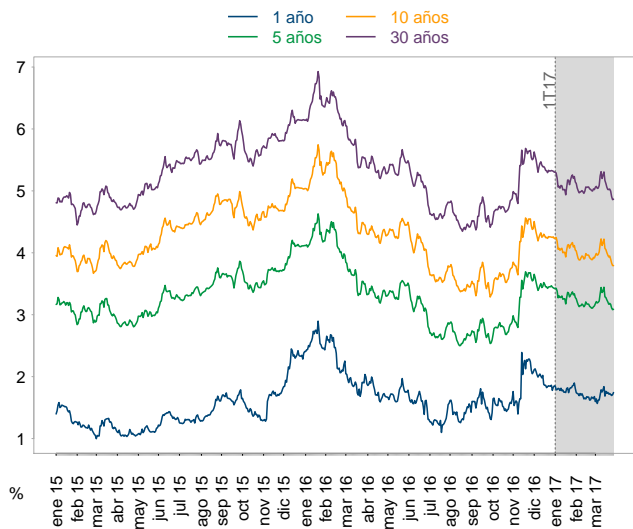


Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 41 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el 1T17 debido a las mayores valorizaciones de los bonos locales frente a las de los títulos externos. Por su parte, en el Gráfico 42 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos últimos aumentaron para todos los plazos debido a valorizaciones más pronunciadas de los TES globales.

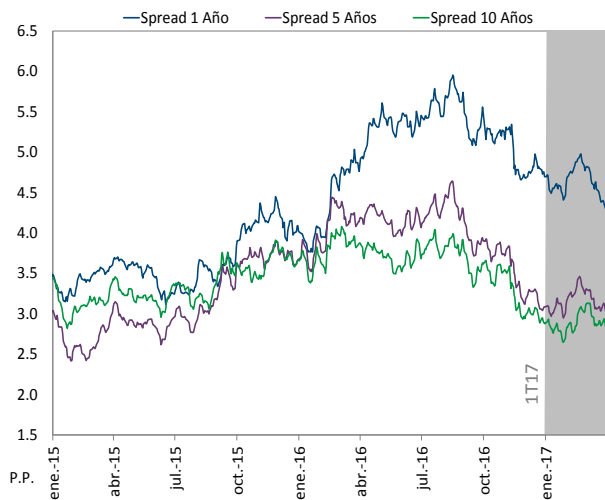
En cuanto a los principales hechos relevantes de este mercado, el 18 de enero el Gobierno colombiano

Gráfico 40: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

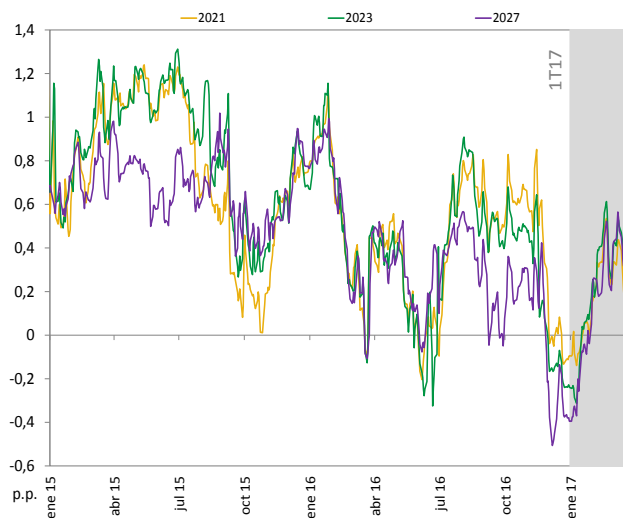
Gráfico 41: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

realizó una colocación de deuda externa por USD2500 millones conformada por una nueva referencia con vencimiento en 2027 (USD1000 millones, cupón: 3,875%; tasa de corte: 4,14%; *spread* de 160 p.b.) y

Gráfico 42: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

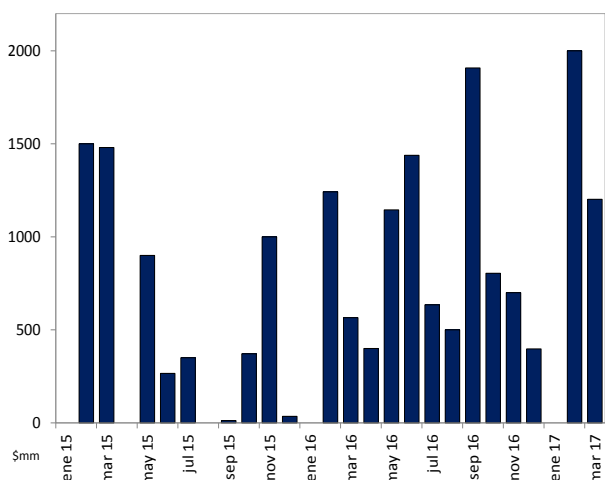
por la reapertura del bono con vencimiento en 2045 (USD1500 millones, cupón: 5%, tasa de corte 5,17%, *spread*: 210 p.b.). Ese mismo día, *Standard & Poor's* anunció que mantendría la calificación crediticia del país en *BBB* con perspectiva *negativa*, indicando que dicha perspectiva reflejaba la posibilidad de que la calificación fuera revisada a la baja en los próximos 18 meses si no se observaban mejoras en el balance externo y fiscal. Por su parte, el 10 de marzo *Fitch Ratings* modificó la perspectiva de Colombia de *negativa* a *estable* debido a la reducción del déficit de cuenta corriente, la menor incertidumbre sobre el cumplimiento de las metas fiscales y la convergencia de las expectativas de inflación en la meta.

7 Mercado de Deuda Privada

En el 1T17, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada aumentaron frente a lo observado el trimestre anterior, de tal forma que pasaron de \$1,9 billones en el 4T16 a \$3,2 billones en el 1T17 (Gráfico 43). Se destaca que las colocaciones de este tri-

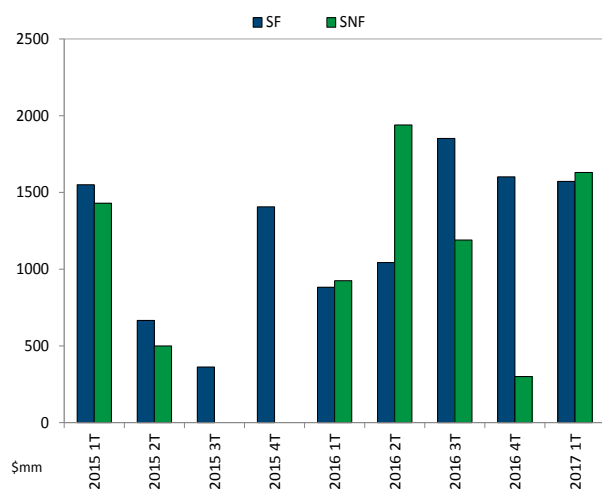
mestre registraron el valor máximo trimestral desde el 3T14. El sector no financiero realizó el 51% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 49% de las colocaciones.

Gráfico 43: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

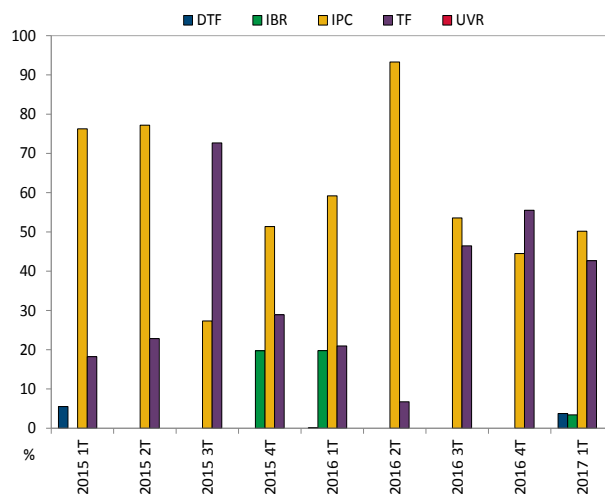
Gráfico 44: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre, siete entidades realizaron colo-

Gráfico 45: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 1T17

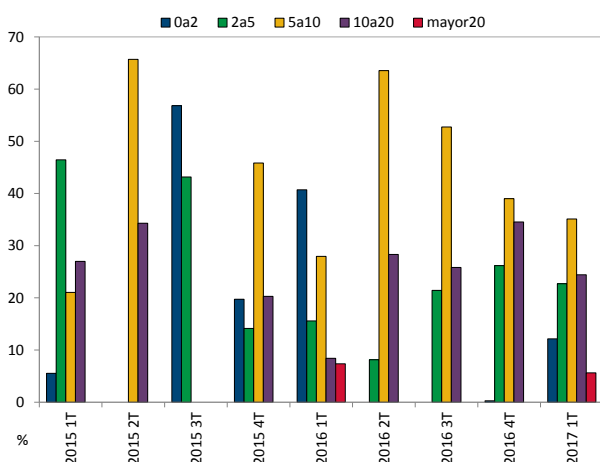
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Caja Social S.A.	400	5 a 20	IPC
Banco Davivienda S.A.	399	7 a 8	IPC,TF
Banco Popular S.A.	400	2 a 3	TF, IBR, DTF
Codensa S.A. E.S.P.	430	2 a 5	TF
E. DE ENERGÍA DE BOGOTÁ	650	7 a 25	IPC
G. Inversiones Suramericana S.A.	550	5 a 12	IPC,TF
TITULARIZADORA COLOMBIA	3732	10	TF

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

caciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (50%), a tasa fija (43%), a DTF (4%) y a IBR (3%) (Gráfico 45). El 12,1% de las colocaciones se realizaron en plazos de 2 años o inferiores, el 22,8% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 35,1% a plazos entre 5 y 10 años, un 24,4% a plazos entre 10 y 20 años y el 5,6% restante a plazos superiores a 20 años(Gráfico 46).

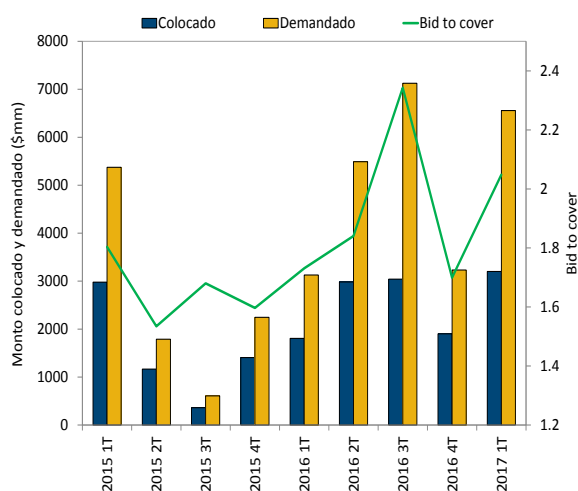
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 2,05 (ant: 1,07). La demanda por colocaciones fue de \$6,56 billones (Gráfico 47).

Gráfico 46: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 47: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

nueves

8 Mercado Accionario

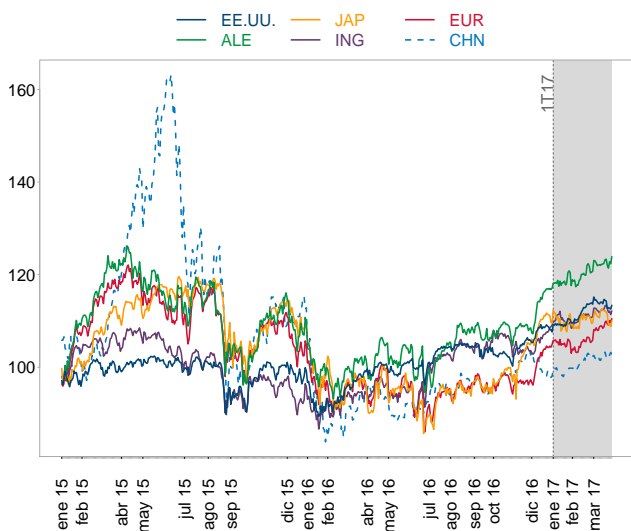
En el 1T17 los mercados accionarios a nivel global se valorizaron. No obstante, a lo largo del trimestre, las bolsas presentaron un comportamiento volátil y heterogéneo en respuesta a diferentes eventos globales. De entre éstos sobresalen: los anuncios y políticas en materias migratoria, comercial y cambiaria del Presidente Donald Trump, la percepción sobre la política monetaria de la Fed luego de su reunión de marzo, la activación del *Brexit*, incertidumbre en las encuestas presidenciales de Francia, y una mayor probabilidad de materialización de riesgos en economías emergentes, sobre todo, en Sudáfrica.

En Estados Unidos, en más de una ocasión durante enero y febrero, sus principales índices alcanzaron máximos históricos en respuesta a datos económicos sobresalientes, buen desempeño del sector corporativo y las expectativas de una pronta materialización de las diferentes reformas anunciadas por el presidente actual. No obstante, el *rally* se atenuó en marzo ante la caída de los precios del petróleo, la no aprobación de la reforma de salud por parte del Congreso y por el cambio en la postura esperada de la política monetaria por parte de la Fed. En el trimestre el *Nasdaq Composite* se valorizó en 9,8 %, el *S&P500* lo hizo en 5,5 %, seguido por el *Dow Jones* en 4,6 % (Gráfico 48).

En cuanto a Europa, los buenos resultados macroeconómicos (sobre todo en el Reino Unido) y el buen desempeño del sector bancario contribuyeron a las valorizaciones de las bolsas en el 1T17 (Gráfico 48)⁵⁷. Lo anterior, a pesar de que la incertidumbre política en Francia, relacionada con las próximas elecciones presidenciales, continuó impactando negativamente al mercado accionario del país hasta el mes de febrero. En adición a los hechos ya mencionados, para el mes de marzo la caída en los precios del petróleo y el resultado de las elecciones en Holanda fueron los principales determinantes de las valorizaciones en los mercados accionarios de la región.

⁵⁷ A lo largo del trimestre el *Eurostoxx* se valorizó en 6,4 % y el *FTSE 100* lo hizo en 2,5 %

Gráfico 48: Índices Accionarios Países Desarrollados



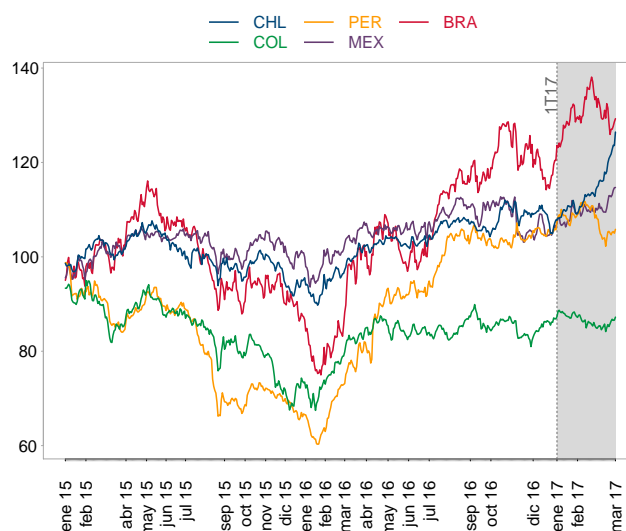
Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

En Asia, durante enero, los índices bursátiles mostraron valorizaciones por la fuerte entrada de inversionistas extranjeros y por el buen desempeño del mercado accionario en los Estados Unidos. Se destacaron las bolsas filipina, taiwanesa, surcoreana, malasia, tailandesa e india. No obstante, a finales del mes, las valorizaciones se interrumpieron y los inversionistas mostraron cautela en respuesta a la salida de EE.UU. del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica y del primer veto a viajeros que implementó el Presidente Trump hacia siete países musulmanes, que a su vez generó expectativas de restricciones que podrían observarse en materia comercial. En febrero, el comportamiento fue mixto a lo largo de la región. Por su parte, en marzo, las bolsas fueron impulsadas al alza por las expectativas de la reunión del FOMC y los buenos indicadores económicos, destacando los de Singapur, India y Corea del Sur. Cabe destacar que al final del trimestre, el mercado chino presentó leves desvalorizaciones en respuesta a las medidas tomadas por parte de entidades reguladoras para reducir la liquidez en los mercados con el fin de contener burbujas de activos. A pesar de lo anterior, durante el trimestre, el *Shanghai Stock Exchange Composite Index* se

valorizó en 3,8 %.

Con respecto a Latam, durante enero y febrero, los mercados accionarios presentaron valorizaciones en respuesta al crecimiento en los precios de las materias primas⁵⁸. En marzo el comportamiento fue mixto. Por un lado, en la primera mitad del mes los mercados estuvieron a la baja en respuesta a la caída de los precios del petróleo. Para el resto del mes, mejoras en las perspectivas macroeconómicas, repunte en los precios de bienes agrícolas, metales y petróleo, junto a la debilidad del dólar contribuyeron a repuntar las acciones en la región. Durante el trimestre, la mayor valorización se observó en el mercado chileno (15,9%), seguidas en su orden para las bolsas de Brasil (7,9%), México (6,4%), Colombia (1,03%) y Perú (0,96%) (Gráfico 49).

Gráfico 49: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

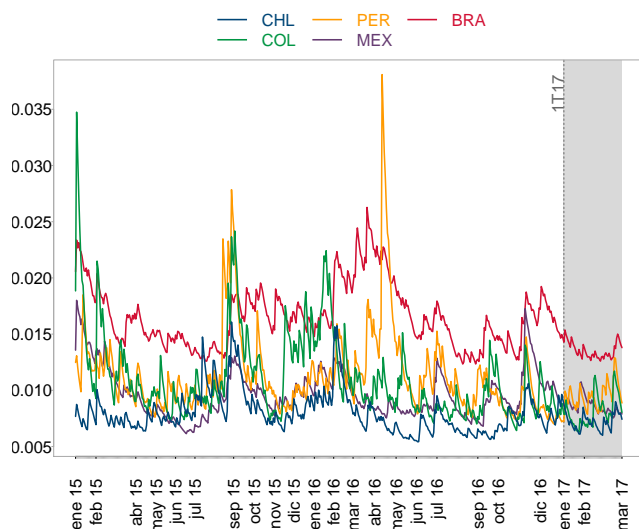
Finalmente, los mercados bursátiles de otros países emergentes lograron recuperarse en el 1T17, en línea con el desempeño presentado en Latam, después de

⁵⁸En febrero, las bolsas de la región, con excepción de la colombiana, presentaron buen dinamismo en respuesta al repunte de los precios de metales, hierro y petróleo, y buenos resultados macroeconómicos de China, a pesar de las huelgas que tuvieron lugar en las minas de cobre en Chile y Perú.

haberse observado salidas de inversionistas en el 4T16. Sin embargo, durante el trimestre, especialmente en febrero y marzo, diferentes hechos políticos, con impacto tanto a nivel local como mundial, repercutieron negativamente en los mercados, principalmente en Rusia, Turquía y Sudáfrica.

En materia de volatilidad, en los mercados financieros de Latam la volatilidad condicional⁵⁹ cayó -0,15% durante el 1T17 frente a lo observado el trimestre. Por país, frente al 4T16, se observaron reducciones en las volatilidades condicionales promedio para todos los casos, con excepción de Perú. Al ordenar dichos promedios, se encuentra que la cifra más alta fue para Brasil (IBOV: 1,38%), seguida en su orden por Perú (IGBVL: 0,93%), México (MEXBOL: 0,87%), Colombia (COLCAP: 0,83%) y Chile (IPSA: 0,76%) (Gráfico 50).

Gráfico 50: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

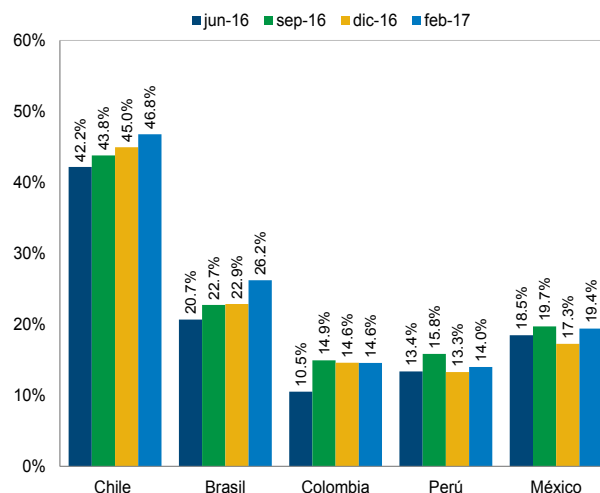
Al comparar los tamaños de las bolsas de la región, medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB⁶⁰,

⁵⁹Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁶⁰Estimado y/o calculado a diciembre de 2016, según país de la región que se mire, tomando como fuente el *World Economic*

se observa que para la capitalización bursátil ajustada a febrero de 2017⁶¹, la Bolsa de Chile presentó la más alta de la región (46,8%), seguida por la de las bolsas de Brasil (26,2%), México (19,4%), Colombia (14,6%)⁶² y Perú (14%) (Gráfico 51)⁶³.

Gráfico 51: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



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

Cálculos: Banco de la República.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario durante el 1T17 fue de \$112 mm, inferior al promedio observado en los trimestres de 2016 (en el 4T16 fue de \$120 mm, en el 3T16 fue de \$129,3 mm, en el 2T16 fue de \$129,5 mm y en el 1T16 fue

Outlook de octubre de 2016 publicado por el FMI.

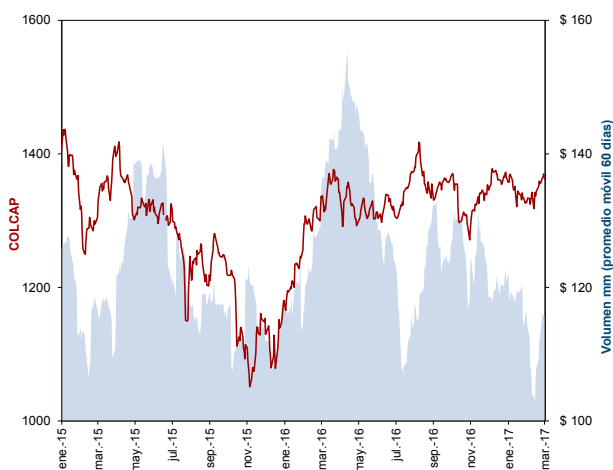
⁶¹Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y *World Federation of Exchanges*. Cálculos: Banco de la República.

⁶²A febrero de 2017 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB se ubicó en 37,9%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 6,8%.

⁶³De otro lado, a febrero de 2017, el indicador de velocidad de rotación, que compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil (Fuente: *World Federation of Exchanges*) fue más alto para Brasil en 71,5%, seguido por las bolsas de México con 26,5%, Colombia con 12,1%, Chile con 9,6%, y Perú con 1,6%.

de \$131,9 mm)⁶⁴ (Gráfico 52). Por su parte, en los tres primeros meses del año en curso no hubo colocaciones de acciones. Adicionalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 1T17 se negociaron 157 contratos frente a 140 contratos negociados en el 4T16⁶⁵.

Gráfico 52: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

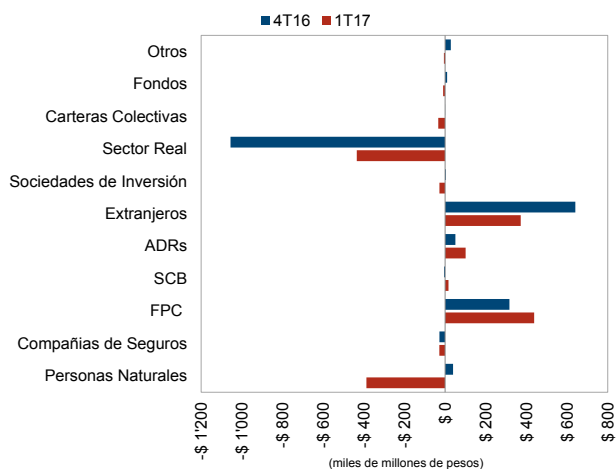
De forma similar a lo observado en el 4T16, durante el 1T17, los principales demandantes netos en el mercado accionario local fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías y los agentes del exterior, que compraron en neto \$438 mm y \$372 mm, respectivamente. Por su parte, los mayores oferentes netos fueron el sector real que vendió en neto \$435 mm, y las personas naturales, cuyas ventas netas ascendieron a \$387 mm. (Gráfico 53).

Finalmente, en cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 1T17 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones por \$2.251,6 millones (compras por \$13.333 millones y ventas por \$11.081 millones), mientras que sus compras netas en

⁶⁴Estos montos corresponden al promedio diario negociados de las acciones que hacen parte del COLCAP.

⁶⁵El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP

Gráfico 53: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

el 4T16 fueron en total de \$316 millones⁶⁶. Para el caso colombiano, de las operaciones de compra en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el 90,4% correspondieron a activos colombianos; mientras que para las ventas esta cifra se ubicó en 89,1%.

⁶⁶En 2016, los inversionistas colombianos vendieron en neto \$35 millones (compras de \$24,998 millones y ventas de \$25,033 millones).

Recuadro 1: Resultados de la Encuesta Trianual del BIS sobre el Mercado Cambiario (2016).

La encuesta trianual del Banco Internacional de Pagos (BIS, por su sigla en inglés) es la fuente más amplia de información a nivel global sobre el tamaño y la estructura de los mercados cambiario (mercado FX⁶⁷) y de derivados OTC de tasa de interés. La última encuesta se llevó a cabo en 2016⁶⁸ y, como había ocurrido con las encuestas anteriores, el Banco de la República (BR) estuvo a cargo de la administración y la consolidación de los resultados para Colombia.

Además de presentar los hechos más destacados de la última encuesta para el mercado FX, el valor agregado de este recuadro consiste en presentar los principales resultados para Colombia y comparar sus cifras frente a los pares de América Latina⁶⁹ y a nivel global. El presente documento ilustra diferentes consideraciones y atributos del mercado cambiario (tamaño, representatividad y composición según instrumento y moneda -principales cruces de divisas en las transacciones-, madurez de los instrumentos que se negocian a plazo, tipos de entidades participantes del mercado, entre otros), su comparación frente a los resultados de la encuesta anterior y frente al promedio histórico.

Principales hallazgos en el mercado cambiario global

En abril de 2016 el monto promedio diario transado en los mercados FX a nivel global fue de USD5,1 billones (b), cifra inferior a los USD5,4 b observados en abril de 2013 (*Gráfico 54a*), aunque debe tenerse en cuenta que esta variación negativa es explicada en gran parte por el efecto de la apreciación del dólar de EE.UU. en el período transcurrido entre los meses que se comparan⁷⁰. Al revisar las cifras por instrumento, se identifica una menor actividad del mercado *spot*, que registró una reducción del 19,3% en el volumen transado al pasar de USD2,0 b en 2013 a USD1,7 b en 2016. En contraste, la actividad en el mercado de *swaps* continuó aumentando en 2016 (*Gráfico 54b*). En el caso de los *FX swaps*, las operaciones llegaron a representar un 47% del total del mercado FX mundial, al registrar en promedio transacciones cada día por USD2,4 b, cifra superior en casi USD150 mil millones (mm) a la observada en la encuesta de 3 años atrás (+6,2%). Por su parte, el monto negociado en *swaps* de divisas (*cross currency swaps*) presentó un incremento de 52,1%, aunque se mantuvo en niveles bajos al pasar de USD54 mm a USD82 mm.

De otra parte, comparando las dos últimas ediciones de la encuesta, el dólar americano se mantuvo como la principal moneda involucrada en las operaciones FX, participando en promedio en un 44% (en alguno de los lados de todas las transacciones) (*Gráfico 54c*). Por su parte, perdieron terreno en el mercado cambiario global el euro, el yen japonés, el dólar australiano y el franco suizo, mientras que ganaron relevancia la libra esterlina, el dólar canadiense y ‘otras monedas’.

⁶⁷Del inglés, *Foreign Exchange Markets*.

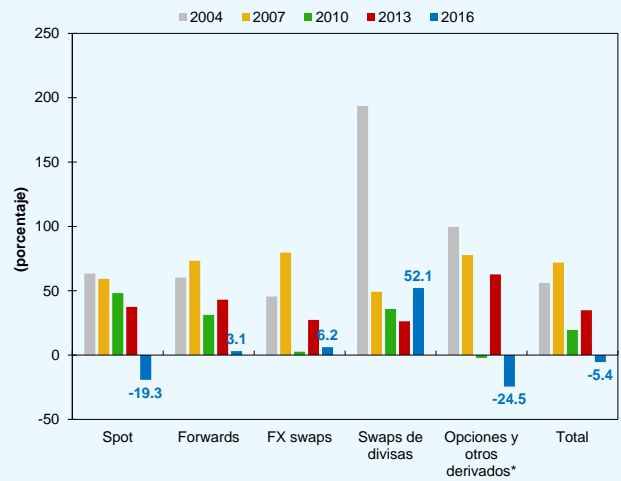
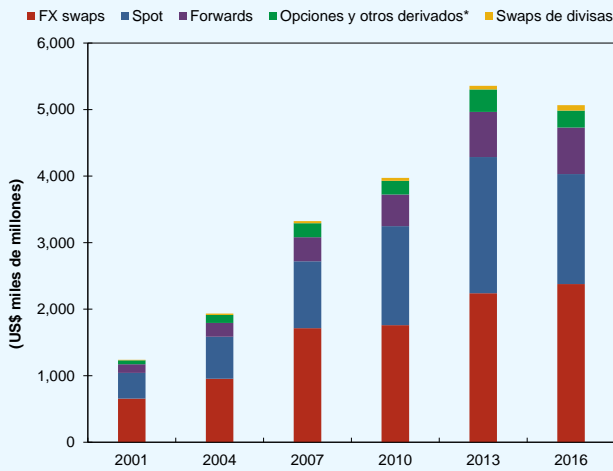
⁶⁸La primera encuesta sobre la actividad del mercado cambiario data de 1986 y la de derivados OTC de tasa de interés de 1995.

⁶⁹Brasil, México, Chile y Perú (no se incluye Argentina).

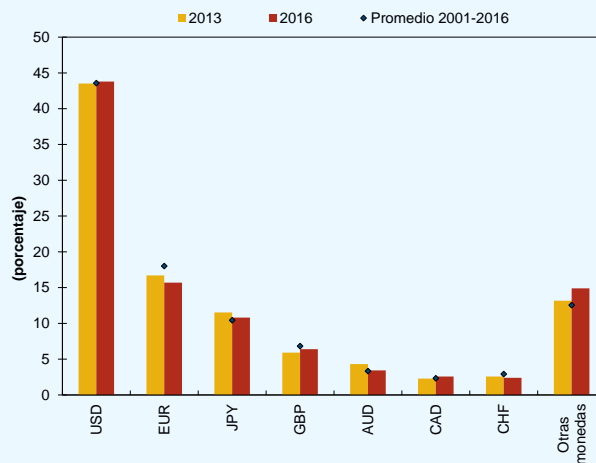
⁷⁰De acuerdo con cálculos del BIS, a tasas de cambio de 2016 el monto transado en promedio cada día en 2013 sería de USD4,9 billones (b), lo que frente al nivel observado en 2016 representaría un aumento de alrededor del 4%.

Gráfico 54: Caracterización del mercado cambiario a nivel global, 2001-2016

(a) Promedio diario negociado en el mercado cambiario mundial por instrumento (neto-neto)* (b) Crecimiento trianual del promedio diario negociado en el mercado cambiario mundial, total y por instrumento, 2004-2016 (neto-neto)*



(c) Representatividad por moneda en el mercado cambiario mundial durante abril 2016 (neto-neto)*



*: De acuerdo con el BIS, “el cálculo neto-neto es la mejor aproximación para eliminar doble conteo en las estadísticas del mercado de divisas por involucrar dos «patas» o contrapartes que simultáneamente reportan sus transacciones. Para obtener estadísticas netas-netas se realizan dos pasos. Primero, a nivel local, el monto transado y reportado por entidades locales se divide por dos y se resta del monto bruto agregado que se transó en el mercado cambiario, para así llegar a estadísticas netas-brutas. A continuación, el monto de transacciones con entidades que reportaron sus estadísticas pero se encuentran en otras jurisdicciones se divide en dos y se resta del monto neto-bruto. De esta forma se llega a cifras netas-netas, es decir aquellas netas del doble conteo a nivel local e internacional (*cross-border*).”

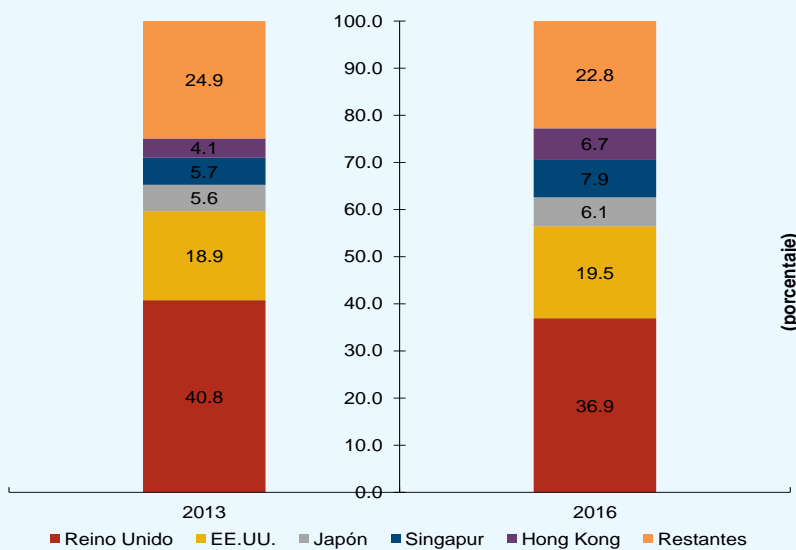
Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés); cálculos de los autores.

Para esta última categoría, en la encuesta más reciente, el renmimbi de China fue la divisa de economías emergentes que más se transó, reemplazando al peso mexicano⁷¹. Por otro lado, frente al promedio histórico, el nivel de representatividad del dólar americano se mantuvo prácticamente inalterado en 2016 similar a lo ocurrido con el dólar canadiense, el dólar australiano y el yen japonés. En contraste, el euro continuó perdiendo representatividad, y la libra y el franco suizo estuvieron ligeramente por debajo de su promedio histórico. Nuevamente la categoría ‘otras monedas’ sobresale por su crecimiento.

Por pares de monedas, en 2016, el USD/EUR concentró el 23% de las operaciones del mercado FX mundial, reduciendo su participación desde el 24,1% que mostró la encuesta anterior. Así mismo, el par USD/JPY redujo su participación al pasar de 18,3% a 17,7% y el par EUR/JPY pasó de 2,8% a 1,6%. Lo anterior contrasta con lo observado para el USD/GBP que incrementó su representatividad de 8,8% a 9,3%. Además, otros pares que aumentaron su participación fueron los de las monedas de países emergentes contra el dólar americano; por ejemplo el par USD/CNY pasó de 2,1% en 2013 a 3,8% en 2016, en tanto que el USD/SGD aumentó de 1,2% a 1,6% y el USD/KRW de 1,1% a 1,5%⁷²

Finalmente, cabe mencionar que los principales centros de negociación de divisas a nivel mundial – Reino Unido, Estados Unidos, Singapur, Hong Kong y Japón – continuaron incrementando su participación al pasar de representar el 75,1% del total transado en el mercado FX en 2013 a representar el 77,2% (Gráfico 55). Brasil y México son los países latinoamericanos con la mayor participación, aunque en su conjunto representan el 0,6% del total transado a nivel global.

Gráfico 55: Distribución geográfica del promedio diario del monto total transado en el mercado cambiario global, abril 2013 y abril 2016



Fuente: BIS; cálculos de los autores.

⁷¹Diariamente en abril de 2016 se transaron en promedio USD202 mm en renmimbi frente a USD120 mm de 2013. Esto representa un incremento del 2% al 4% dentro del *turnover* global. De acuerdo con el BIS, otras monedas de emergentes que ganaron relevancia fueron el won de Corea del Sur, la rupia de la India y el baht de Tailandia, mientras que el peso mexicano y el rublo ruso disminuyeron su participación en el total.

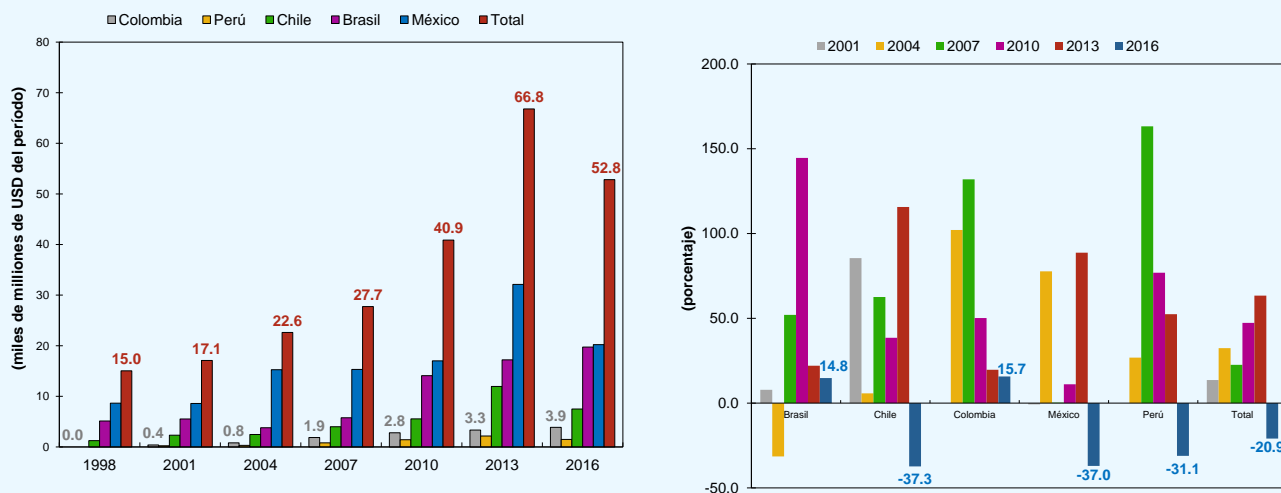
⁷²SGD: dólar de Singapur. KRW: won de Corea del Sur.

Caracterización del mercado cambiario para Colombia y Latinoamérica

A continuación se presentan los principales resultados de la encuesta de 2016 para Colombia y otros países de América Latina participantes en la encuesta⁷³. El tamaño de los mercados cambiarios de Latinoamérica representa apenas el 1,04% de lo que se transa globalmente. En abril de 2016, el promedio diario de los mercados FX de la región fue USD52,8 mm, cifra inferior a los USD66,8 mm de la encuesta de 2013 (-20,9%) ((Gráfico 56a) y (Gráfico 56b))⁷⁴. Al analizar por país, la explicación a esta reducción se encuentra en los montos transados en México y en Chile que tuvieron, cada uno, una caída del 37% entre 2013 y 2016. Aunque en la última encuesta el mercado cambiario mexicano se mantuvo a la cabeza de la región con operaciones por USD20,2 mm (promedio diario), Brasil se acercó significativamente al crecer en los últimos tres años un 14,8%, hasta alcanzar los USD19,7 mm negociados. Chile se mantuvo en la tercera posición (USD7,5 mm), seguido por Colombia (USD3,9 mm) y Perú (USD1,5 mm). Cabe destacar que el mercado cambiario colombiano fue el que registró el mayor crecimiento en la región, alcanzando una variación del 15,7% entre 2013 y 2016.

Gráfico 56: Caracterización del mercado cambiario en Latinoamérica

(a) Monto promedio diario transado en el mercado cambiario de países de Latinoamérica, neto-bruto* (b) Crecimiento trianual del monto promedio diario transado en el mercado cambiario en países de Latinoamérica (neto-bruto*)



*: Para la definición de estadísticas netas-brutas, véase nota al pie 5 del presente documento. Para los países de América Latina únicamente se cuenta con estadísticas del mercado cambiario netas-brutas.

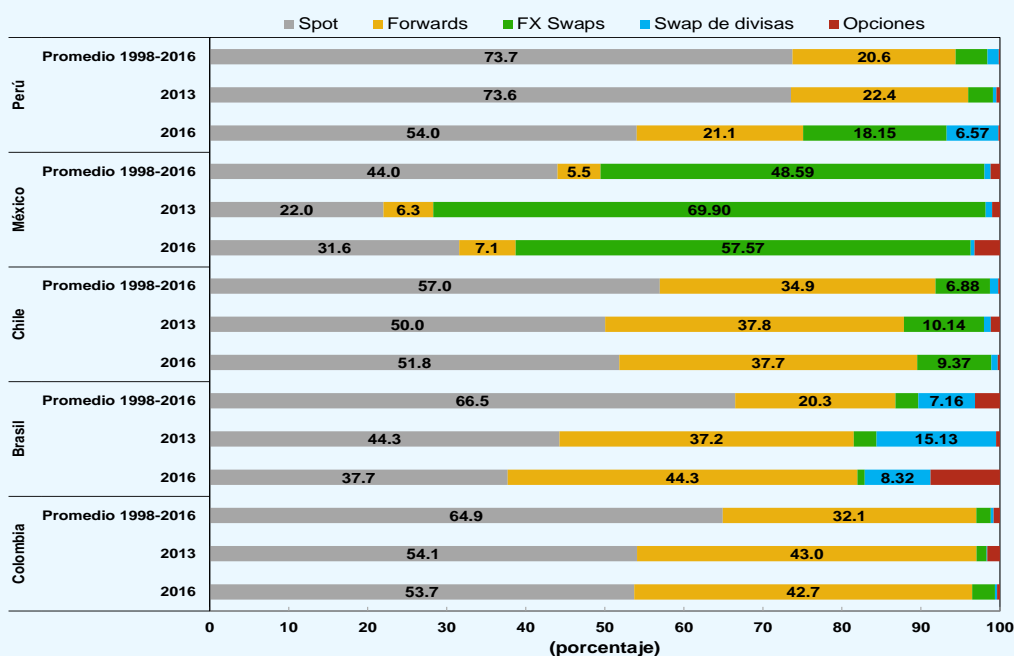
Fuente: BIS; cálculos de los autores.

⁷³Para el desarrollo de esta parte del recuadro se tomó la base de datos de estadísticas del mercado FX que viene desagregada por país y que compiló el BIS para el período 1995-2016. Es distinta a la que presenta las cifras agregadas de las encuestas trianuales — que cubre el período 2001-2016 — y que se utilizó en la sección anterior para ilustrar los resultados del mercado FX mundial. Cabe resaltar que la información de la muestra desagregada permite caracterizar el mercado cambiario por país y comparar sus diversas características entre jurisdicciones.

⁷⁴Similar a lo que aconteció a nivel global, esta reducción parece explicarse por el fortalecimiento del dólar americano frente a las monedas de la región entre 2013 y 2016 (según cálculos del DODM, basados en cifras de Bloomberg, fue en promedio del 31%).

En América Latina hay heterogeneidad en la composición del mercado por tipo de instrumento (*Gráfico 57*). Para abril de 2016, el mercado *spot* representaba un 54% del total del mercado cambiario en Perú, un 53,7% en el caso de Colombia y un 51,8% para Chile; mientras que para México y Brasil dichas cifras fueron inferiores al ubicarse en 31,6% y 37,7%, respectivamente. En todos los casos, el mercado *spot* ha perdido relevancia al compararse frente al promedio del periodo 1998-2016⁷⁵. Por su parte, el mercado de *forwards* ha venido creciendo en Brasil, Colombia y Chile, países en los que, según la última encuesta, representa del mercado FX el 44,3%, el 42,7% y el 37,7%, respectivamente, y es poco significativo para México, donde la negociación de estos instrumentos alcanza el 7,1% del monto promedio diario transado. En contraste, los *FX swaps* son muy relevantes para el mercado cambiario mexicano al concentrar el 57,6% de las operaciones en divisas. Le siguen Perú y Chile en donde estos instrumentos participan con el 18,2% y el 9,4%, en su orden. Finalmente, los *swaps* de divisas son más comunes en Brasil y Perú que en cualquier otro país de la región concentrando el 8,3% y 6,6% del mercado FX.

Gráfico 57: Composición del mercado FX por tipo de instrumento para países de Latinoamérica, neto bruto



Fuente: BIS; cálculos de los autores.

Similar al comportamiento global, en los países de la región el dólar americano estuvo involucrado en la gran mayoría de operaciones de los mercados FX, en promedio en un 98,3% de las transacciones (Cuadro 1). Se destaca que, para cada país, el cruce más relevante fue el compuesto por su respectiva moneda local y la divisa estadounidense (alrededor del 90%), aunque en menor medida en el caso de Brasil donde representó el 70,9%. En orden de importancia, siguió el cruce EUR/USD, que en promedio para la región se ubicó en el 6,2%, destacándose Brasil y Chile con el 10,3% y el 8,9%, respectivamente. En Colombia, este cruce representó el 6,5% de los negocios del mercado cambiario.

⁷⁵En adición a lo mencionado en la nota al pie 7, para la obtención de los resultados de los países de América Latina se utilizó una muestra diferente que presenta el BIS en la encuesta de 2016. La primera cuenta con datos desde 1995, a diferencia de la segunda que incluye datos agregados, no por país, desde 2001. Para Colombia y sus pares en la región fue posible construir una base de datos comparable desde 1998.

Cuadro 11: Distribución del monto promedio diario del mercado cambiario en los países de la región por principales cruces de monedas, abril 2016* (neto-bruto)

Colombia		Brasil		Chile		México		Perú	
COP/USD	90.19	BRL/USD	70.90	CLP/USD	88.20	MXN/USD	90.61	PEN/USD	96.76
EUR/USD	6.48	EUR/USD	10.26	EUR/USD	8.85	EUR/USD	3.48	EUR/USD	1.72
GBP/USD	1.69	CAD/USD	3.75	Otros	2.95	MXN/EUR	2.33	Otros	1.52
JPY/USD	1.00	BRL/EUR	3.36			JPY/USD	1.32		
Otros	0.65	MXN/USD	3.16			Otros	2.26		
		JPY/USD	2.42						
		GBP/USD	1.31						
		AUD/USD	1.22						
		Otros	3.63						

*: Se incluyen los cruces de monedas cuya representatividad en el monto promedio diario del mercado cambiario fue superior a 1 %.

Fuente: BIS; cálculos de los autores.

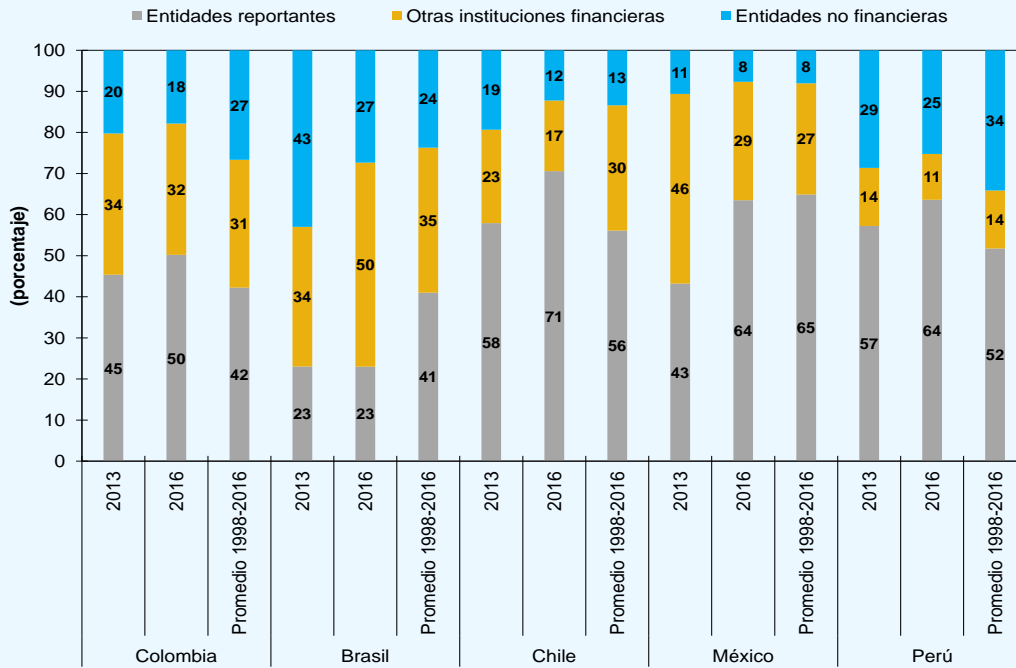
Por tipo de contraparte, en el mercado cambiario se encuentra que, para la mayoría de los países de la región, las entidades ‘reportantes’, es decir aquellas que reportan sus transacciones para la elaboración de la encuesta, son las más representativas. Lo anterior no se observa para Brasil (*Gráfico 58*). En lo que respecta a las transacciones que realizan otras entidades financieras⁷⁶ en el mercado cambiario de cada país, se destacan Brasil y Perú con cerca de un 26 % de los negocios, y en el caso de Colombia dichas operaciones llegan a representar el 18 % del total. Para los casos de Perú y Colombia la participación de entidades no financieras⁷⁷ se ha reducido en las dos últimas encuestas, situándose por debajo del promedio 1998-2016. A nivel internacional, se presenta una tendencia similar donde las entidades no financieras han venido perdiendo representatividad. Al respecto, en abril de 2016, la participación de estas entidades en el mercado cambiario fue 7,5 %, disminuyendo frente al 8,8 % en 2013 y al 13,3 % del período 2001-2016.

Para las cinco categorías de instrumentos que se transan en el mercado cambiario, y que el BIS analiza, es posible hacer un análisis por madurez para dos de ellas, *FX swaps* y *forwards*. A nivel global se encuentra que los *FX swaps* se transan en su mayoría a un plazo de ‘hasta 7 días’ (en 2016 participaron con el 68,7 %). No obstante, el plazo ‘mayor a 7 días y hasta un año’ ha venido ganando relevancia pasando de representar el 26 % en 2013 al 30 % en 2016 (*Gráfico 59a*). En Latinoamérica, aunque cada país presenta una estructura diferente, se podrían identificar dos grupos de países: por un lado, aquellos que mayoritariamente transan en el plazo ‘hasta 7 días’ (México y Perú), y por otro, aquellos en los que predominan las operaciones en el rango ‘mayor a 7 días y hasta un año’ (Brasil, Chile y, recientemente, Colombia) (*Gráfico 59b*). De otra parte, en el ámbito internacional los *forwards* se transan principalmente en el plazo ‘mayor a 7 días y hasta un año’ (2016: 58,9 %), rango que además ha venido ganando participación, no sólo en la comparación frente a la encuesta de 2013 sino también frente al promedio de encuestas 2001-2016 (*Gráfico 59a*). En Latinoamérica, si bien se observan participaciones diferentes en cada país, se mantiene la tendencia a realizar *forwards* en el plazo ‘mayor a 7 días y hasta un año’ (*Gráfico 59b*).

⁷⁶Para el BIS son consideradas otras instituciones financieras aquellas que no reportaron sus estadísticas al BIS: inversionistas institucionales, el sector oficial, fondos de inversión, entre otras. En el caso de Colombia, son todas aquellas instituciones financieras que no fueron elegidas como entidades reportantes, incluyendo algunos bancos.

⁷⁷El BIS clasifica dentro de la categoría de entidades no financieras a agentes del sector real y entidades no gubernamentales. Podrían aparecer, también, personas naturales.

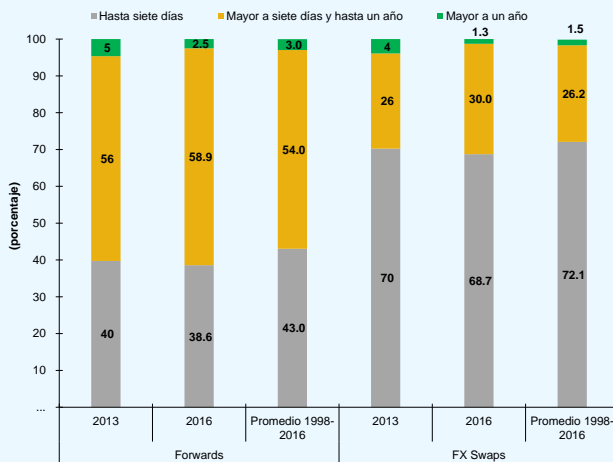
Gráfico 58: Distribución según tipo de contraparte para países de Latinoamérica, neto-bruto



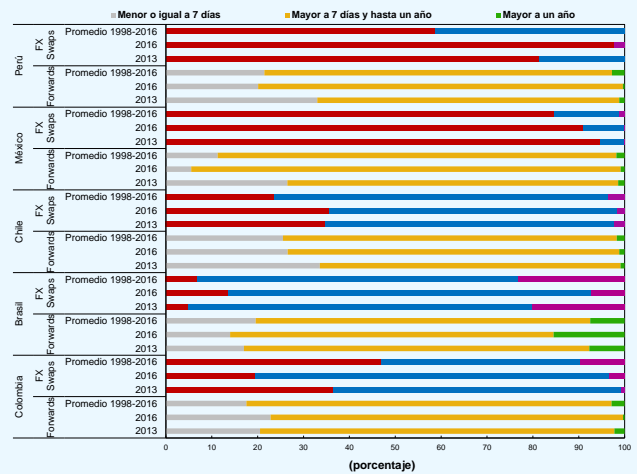
Fuente: BIS; cálculos de los autores.

Gráfico 59: Composición por plazo para forwards y FX swaps

(a) A nivel global



(b) En Latinoamérica



Fuente: BIS; cálculos de los autores.

Derivados OTC de tasas de interés

Cabe mencionar que el BIS incluye en la segunda parte de la encuesta una sección correspondiente a los derivados OTC de tasa de interés. Al respecto, en abril de 2016 se transaron en promedio USD2,7 b diarios en este mercado, cifra que se incrementó frente a los USD2,3 b que se observaron en 2013, equivalente a un crecimiento del 15,8%, lo que contrastó con la dinámica observada en el mercado cambiario que en el periodo cayó 5,4% (Gráfico 54b). Cabe resaltar, que de forma similar a lo ocurrido en el mercado FX, el crecimiento en el mercado de derivados OTC de tasa de interés hubiera podido ser mayor de no ser por la depreciación de varias monedas, a nivel global, frente al dólar americano.

Por instrumento, con corte a 2016, se destacan los *swaps* de tasa de interés (IRS, por su sigla en inglés) que registraron transacciones promedio de USD1,9 b diarios (2013: USD1,4 b), seguidos por los *forwards rate agreements* (FRAs) cuyo volumen de operaciones fue USD653 mm (2013: USD749 mm). Por moneda, el monto de derivados OTC de tasa de interés negociados en dólares americanos fue USD639 mm diarios en 2013 y aumentó a USD1,4 b en 2016, desplazando a los instrumentos en euros, los cuales habían ocupado el primer lugar en la encuesta anterior. En consecuencia, los montos negociados en la divisa comunitaria europea se redujeron de USD1,1 b a USD638 mm. De las monedas de emergentes se destacan los IRS denominados en pesos mexicanos (USD26 mm) y el rand de Sudáfrica (USD16 mm), aunque estos volúmenes son marginales frente al tamaño global. Finalmente, cabe mencionar que en Colombia el mercado de IRS ha aumentado en los últimos años. Su análisis y comparación a nivel internacional están fuera del enfoque y alcance de este recuadro y podrían ser tratados en un documento posterior.