



# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2016

Banco de la República

Octubre de 2016

## **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

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

## **Estudiante en práctica profesional**

Valeria Roberto

# Contenido

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>Introducción</b>   | <b>5</b>  |
| <b>2</b> | <b>Resumen Ejecutivo</b>  | <b>6</b>  |
| 2.1      | Entorno Internacional . . . . .   | 6         |
| 2.2      | Mercado cambiario . . . . .   | 6         |
| 2.3      | Política Monetaria . . . . .  | 6         |
| 2.4      | Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .                        | 7         |
| 2.5      | Mercado accionario . . . . .  | 7         |
| <b>3</b> | <b>Entorno internacional</b>  | <b>8</b>  |
| <b>4</b> | <b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>                                   | <b>13</b> |
| <b>5</b> | <b>Mercado Cambiario</b>  | <b>16</b> |
| 5.1      | Mercado Cambiario Colombiano . . . . .                                      | 18        |
| <b>6</b> | <b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>                                       | <b>20</b> |
| 6.1      | Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .                                 | 20        |
| 6.2      | Mercado Monetario Colombiano . . . . .                                      | 22        |
| 6.3      | Mercado de Deuda Pública . . . . .  | 24        |
| 6.3.1    | Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . . | 24        |
| 6.3.2    | Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .                                 | 27        |
| 6.4      | Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .                  | 29        |
| 6.5      | Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .                                 | 31        |
| <b>7</b> | <b>Mercado de Deuda Privada</b>   | <b>32</b> |
| <b>8</b> | <b>Mercado Accionario</b>   | <b>33</b> |

## 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 . . . . .                                 | 11 |
| 4  | Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes . . . . .       | 12 |
| 5  | Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes . . . . .   | 12 |
| 6  | Índices de Confianza . . . . .   | 13 |
| 7  | Expectativas de Crecimiento (EOF) . . . . .  | 14 |
| 8  | Expectativas de Inflación (EOF) . . . . .  | 14 |
| 9  | Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . . | 15 |
| 10 | Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .                                | 15 |
| 11 | Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .                         | 15 |
| 12 | <i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . . | 15 |
| 13 | <i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .             | 16 |
| 14 | VIX vs. Índices de Monedas . . . . .   | 16 |
| 15 | Tasas de Cambio LATAM . . . . .  | 17 |
| 16 | Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .                                   | 18 |
| 17 | COP/USD - LACI - VIX . . . . .   | 18 |
| 18 | Precio del Petróleo Frente al Peso Colombiano . . . . .  | 19 |
| 19 | Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .              | 19 |
| 20 | <i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .   | 20 |
| 21 | Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .  | 21 |
| 22 | Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS . . . . .                                      | 21 |
| 23 | Índice de Precios al Consumidor . . . . .  | 22 |
| 24 | Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día) . . . . .  | 23 |
| 25 | Promedio Mensual de Saldos Diarios . . . . .   | 23 |
| 26 | Posición Neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .   | 23 |
| 27 | Crecimiento Anual de Cartera . . . . .   | 24 |
| 28 | Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .  | 25 |
| 29 | Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .  | 26 |
| 30 | Proyección de Vencimientos TES . . . . .   | 27 |
| 31 | Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .                            | 28 |
| 32 | Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .  | 28 |
| 33 | <i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .                             | 29 |
| 34 | Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .                            | 29 |
| 35 | Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . . . | 29 |
| 36 | Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .   | 30 |
| 37 | Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .                                     | 30 |
| 38 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .                               | 30 |
| 39 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .                                 | 30 |
| 40 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .                               | 31 |
| 41 | Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .   | 31 |
| 42 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .                             | 31 |
| 43 | Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .   | 32 |

|    |  |    |
|----|--|----|
| 44 | Globales USD vs TES locales . . . . .  | 32 |
| 45 | TES Globales vs TES locales . . . . .  | 32 |
| 46 | Monto Total Colocado . . . . .   | 33 |
| 47 | Monto Colocado por Sector . . . . .  | 33 |
| 48 | Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .                                       | 33 |
| 49 | Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .                 | 34 |
| 50 | Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .                                      | 34 |
| 51 | Índices Accionarios Países Desarrollados . . . . .                               | 34 |
| 52 | Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .                      | 35 |
| 53 | Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región . . . . .       | 35 |
| 54 | Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .                            | 35 |
| 55 | Capitalización Bursátil Ajustada/PIB . . . . .                                   | 36 |
| 56 | Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable . . . . .                    | 36 |
| 57 | <i>S&amp;P MILA 40</i> . . . . .   | 37 |
| 58 | <i>COLCAP</i> y Volumen Transado Diario . . . . .                                | 37 |
| 59 | Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . . | 37 |

## Índice de Tablas

|    |  |    |
|----|--|----|
| 1  | Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .   | 11 |
| 2  | Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .  | 13 |
| 3  | Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .  | 16 |
| 4  | Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . . | 17 |
| 5  | Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones . . . . .  | 17 |
| 6  | Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .                           | 18 |
| 7  | Tasas de Política Monetaria (TPM) LATAM . . . . .  | 20 |
| 8  | Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2016 . . . . .  | 22 |
| 9  | Crecimiento 2T16 y Expectativas para 2016 . . . . .  | 22 |
| 10 | Emisiones Deuda Privada 3T16 . . . . .   | 33 |

## 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.

En el tercer trimestre de 2016 (3T16) los mercados financieros internacionales presentaron mejores condiciones que las observadas en el segundo trimestre del año. Lo anterior se reflejó en menores niveles de los índices de percepción de riesgo, en el debilitamiento del dólar de EE.UU. frente a sus principales cruces, en las valorizaciones de algunos índices accionarios y en la recuperación de los flujos de inversión de portafolio hacia países emergentes. Durante este periodo, los mercados continuaron particularmente atentos a la evolución de los indicadores económicos en EE.UU. y las condiciones macroeconómicas que determinarían los futuros movimientos de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de los EE.UU. Adicionalmente, en el tercer trimestre se mantuvieron las expectativas sobre amplias condiciones de liquidez y de políticas monetarias expansivas en los demás países desarrollados ante indicadores relativamente débiles de actividad económica, eventos políticos y bajos niveles de inflación. Finalmente, el comportamiento mixto de los *commodities*, y en particular la incertidumbre en torno a un acuerdo que congelaría la producción petrolera contribuyó a la volatilidad en la percepción de riesgo observada durante el trimestre.

En Colombia y la región, la evolución de los mercados no distó mucho de la de los mercados globales de tal forma que se observaron valorizaciones en los mercados accionarios, cambiario y de renta fija. No obstante, algunos temas políticos, como las elecciones en EE.UU, pudieron marcar diferencias en el desempeño de los mercados entre los países de la región e hicieron que mercados como el mexicano presentaran un desempeño menos favorable.

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 3T16 los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional disminuyeron. Durante el mes de julio estos indicadores presentaron una tendencia a la baja una vez el mercado descontó los efectos de la aprobación de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*) y las mayores expectativas de liquidez generada por las decisiones de bancos centrales en países desarrollados. Por su parte, en los meses de agosto y septiembre se observó que los movimientos de estos indicadores estuvieron influenciados por la perspectiva de posibles aumentos en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Fed).

En línea con lo anterior, los indicadores de riesgo de países emergentes se ubicaron en niveles inferiores a los observados en promedio durante el segundo trimestre de 2016 (2T16). Las bajas primas de riesgo se vieron soportadas por la decisión de algunos agentes de invertir sus recursos en países emergentes buscando tasas mayores a las de economías desarrolladas. Además de lo anterior, en LATAM la evolución de los indicadores de riesgo estuvo influenciada por la dinámica en los precios de las materias primas, principalmente del petróleo y de algunos metales industriales.

### 2.2 Mercado cambiario

En el 3T16 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, y en una mayor proporción frente a las monedas de Asia y Europa emergente. Para el caso de América Latina las monedas presentaron un comportamiento mixto, asociado además de los factores internacionales, a la evolución en los precios del petróleo y de algunos metales, a la incertidumbre referente a los resultados electorales en EE.UU. y a factores políticos locales.

### 2.3 Política Monetaria

En el 3T16 los bancos centrales de Colombia y México aumentaron 25 p.b. y 50 p.b. sus tasas de referencia, respectivamente. Por su parte, los de Chile, Perú y Brasil las mantuvieron inalteradas.

Las tasas del mercado monetario colombiano no colateralizado (IBR *overnight* y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa de operaciones simultáneas fluctuó durante la mayor parte del trimestre en niveles inferiores al de la tasa de referencia, estando particularmente alejada en los meses de julio y agosto. Durante el mes de septiembre la tasa de operaciones simultáneas osciló alrededor de la tasa de referencia, probablemente ante una menor percepción de liquidez.



## 2.4 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 3T16 los títulos de deuda pública interna de EE.UU. se desvalorizaron al tiempo que los bonos de los países de la región presentaron, en su mayoría, valorizaciones.

El comportamiento de los títulos de EE.UU. se dió en un contexto de señales favorables del desempeño de esta economía y de menor percepción de riesgo global, que provocaron un ajuste de las expectativas de la Fed hacia un incremento de las tasas de los fondos federales en el corto plazo. Por su parte, las valorizaciones de los bonos de la región se explicaron por las menores primas de riesgo, la búsqueda de mayores retornos por parte de inversionistas extranjeros así como por expectativas de continuidad de las amplias condiciones de liquidez a nivel global. La excepción a las valorizaciones fueron los bonos de México, los cuales estuvieron influenciados por la dinámica de la inflación, por los incrementos de la tasa de referencia, y por incertidumbre en torno a los resultados electorales en EE.UU.

En línea con los mercados de deuda interna, la deuda pública externa de Colombia y la de otros países de la región, salvo México, presentó valorizaciones a lo largo del trimestre.

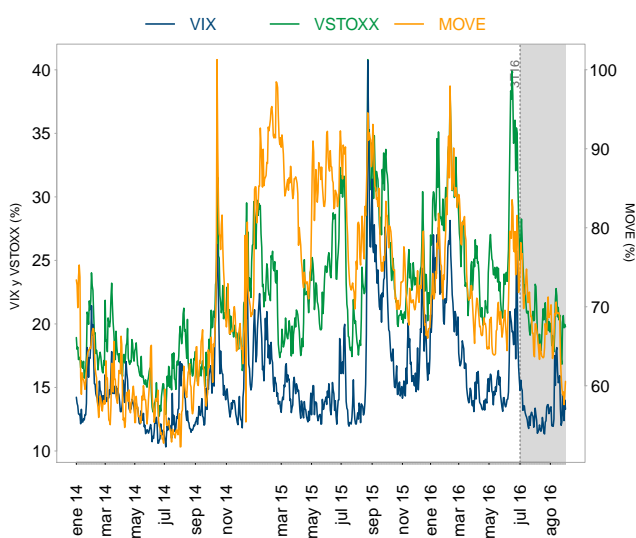
## 2.5 Mercado accionario

Los índices accionarios de países desarrollados y emergentes presentaron valorizaciones hasta mediados de agosto y posteriormente una alta volatilidad sin una tendencia definida. Sin embargo, en promedio se ubicaron en niveles superiores a los observados durante el 2T16. El comportamiento de las bolsas estuvo asociado principalmente a la menor percepción de riesgo internacional y a las expectativas respecto a las decisiones de política monetaria de EE.UU.

### 3 Entorno internacional

En el tercer trimestre de 2016 (3T16) los indicadores de percepción de riesgo internacional disminuyeron. Esta disminución en la percepción de riesgo se concentró en los primeros días del mes de julio, mientras que en los meses de agosto y septiembre no se observó una tendencia clara. A continuación se presenta un análisis de la percepción de riesgo internacional a lo largo del trimestre (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

En julio la percepción de riesgo a nivel internacional tuvo una tendencia inicialmente decreciente<sup>1</sup> que posteriormente se revirtió<sup>2</sup> una vez las decisiones de algunos bancos centrales no cumplieron con las expectativas de mayor liquidez en el mercado. La caída en la percepción de riesgo internacional a principios de julio se dio en un contexto marcado por las correcciones posteriores al *Brexit*, las mayores expectativas

<sup>1</sup>Entre el 30 de junio y el 29 de julio el VIX, el VSTOXX y el MOVE cayeron 3,76, 5,83 y 8,49 puntos porcentuales, respectivamente.

<sup>2</sup>Entre el 18 de julio y el 1 de agosto el VIX se mantuvo igual y el VSTOXX cayó 0,50 puntos porcentuales.

de liquidez en países desarrollados ante anuncios del Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) posteriores a este referendo<sup>3</sup>, la publicación de datos laborales positivos para la economía de EE.UU.<sup>4</sup> y la proyección por parte de los agentes del mercado, a partir de las minutas de la reunión de junio<sup>5</sup> del FOMC<sup>6</sup>, de un aplazamiento en el aumento de la tasa de política monetaria de la Fed<sup>7</sup>. Esta tendencia se disipó una vez las decisiones del BoE y del BCE no fueron las esperadas<sup>8</sup>, el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo las perspectivas de crecimiento global para 2016 y 2017<sup>9</sup>, y se publicaron datos de crecimiento para la economía de Estados Unidos con resultados inferiores a los proyectados por el mercado<sup>10</sup>.

<sup>3</sup>El 24 de junio el BCE y el BoE anunciaron que estarían dispuestos a flexibilizar su política monetaria si los efectos sobre el mercado del Brexit así lo requerían.

<sup>4</sup>El 8 de julio se publicaron los aumentos en empleos no agrícolas para el mes de junio, observándose un valor de 292.000, frente a una expectativa de aumento de 175.000.

<sup>5</sup>En estas se destacó la preocupación ante las señales de un menor desempeño del mercado laboral, la reducción en los rendimientos en los títulos del Tesoro, la apreciación del dólar, la caída en las expectativas de inflación y la incertidumbre sobre los posibles efectos que podrían tener los resultados del Brexit sobre la economía global.

<sup>6</sup>Siglas por su nombre en inglés del Comité Federal de Mercado Abierto, (*Federal Open Market Committee*), de la Fed.

<sup>7</sup>Mientras en los primeros días del mes de junio el aumento en la tasa de referencia se pronosticaba para noviembre de 2016, en los primeros días del mes de julio, este mismo evento era esperado en mayo de 2018.

<sup>8</sup>El BoE decidió el 14 de julio mantener su tasa de política monetaria en 0,5%, por su parte, el 21 de julio el BCE mantuvo su tasa de política en 0,25%, e indicó que probablemente se mantendría en los niveles entonces vigentes o inferiores por un periodo prolongado mayor al de las compras de activos, adicionalmente anunció que continuaría las compras mensuales por €80 miles de millones al menos hasta marzo del 2017.

<sup>9</sup>El 19 de julio el FMI revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento global para 2016 y 2017 en 0,1 puntos porcentuales, hasta 3,1% y 3,4%, respectivamente.

<sup>10</sup>En el segundo trimestre de 2016 se observó un crecimiento de 1,2% frente a un esperado de 2,5%.

Durante los meses de agosto<sup>11</sup> y septiembre<sup>12</sup> no se observó una tendencia clara en la percepción de riesgo<sup>13</sup>. No obstante, durante estos meses se presentaron importantes variaciones que estuvieron principalmente influenciadas por las expectativas de liquidez a nivel internacional, teniendo particular resonancia las proyecciones del mercado sobre posibles incrementos en la tasa de política monetaria de la Fed en su reunión del 21 de septiembre. El mes de agosto comenzó con una reducción en la percepción de riesgo ante la aprobación de un paquete fiscal en Japón<sup>14</sup>, la decisión del BoE de reducir su tasa de política monetaria<sup>15</sup> y la publicación de datos positivos de empleo para la economía de EE.UU.<sup>16</sup>. En los últimos días del mes esta tendencia se revirtió ante la incertidumbre generada por las expectativas frente a las declaraciones de Janet Yellen, la presidenta de la Fed, en la conferencia anual de política monetaria de la Reserva Federal en Jackson Hole. Estas declaraciones fueron ambivalen-

<sup>11</sup>Durante el mes de agosto el VIX aumentó en 1.55 puntos porcentuales pasando de 11,87 % a 13,42 %, mientras el VSTOXX cayó 0,87 puntos porcentuales, pasando de 20,25 % a 19,41 %. Por su parte, el MOVE aumentó 4,93 puntos porcentuales pasando de 64,14 % a 69,08 %.

<sup>12</sup>Durante el mes de septiembre, el VIX y el MOVE cayeron 0,13 y 8,52 puntos porcentuales respectivamente, pasando el VIX de 13,42 % a 13,29 %, mientras el MOVE pasó de 68,08 % a 60,55 %. Por su parte el VSTOXX aumentó en 0,35 puntos porcentuales, pasando de 19,41 % a 19,76 %.

<sup>13</sup>Mientras que el VIX aumentó de 11,87 % a 13,29 % entre el 29 de julio y el 30 de septiembre, el VSTOXX cayó de 20,24 % a 19,76 % y el MOVE disminuyó de 64,14 % a 60,55 %.

<sup>14</sup>El 2 de agosto el Gobierno de Japón aprobó un paquete fiscal por ¥13,5 billones (USD132 miles de millones) con el propósito de otorgar un mayor estímulo a la economía.

<sup>15</sup>El 4 de agosto el BoE redujo su tasa de intervención a 0,25 % después de ocho años de mantenerla en 0,50 %. Junta a esta reducción, el organismo puso en marcha un paquete de medidas de estímulos adicionales conformado por: i) un nuevo esquema para otorgar fondos a los bancos a tasa de interés cercanas a la tasa de referencia con el fin de reforzar la transmisión de la política monetaria; ii) la adquisición de £10 miles de millones en bonos corporativos con grado de inversión en los próximos 18 meses; y iii) la expansión del esquema de compra de bonos gubernamentales en £60 miles de millones, de tal forma que el saldo objetivo pasó de £375 miles de millones a £435 miles de millones, sorprendiendo al mercado que esperaba que el saldo permaneciera inalterado.

<sup>16</sup>El 5 de agosto se publicaron datos sobre empleos no agrícolas para el mes de julio con crecimientos de 275.000, frente a un esperado de 180.000.

tes frente a posibles aumentos en la tasa de fondos federales<sup>17</sup>. Lo anterior se sumó a la publicación de datos negativos para el mercado laboral de EE.UU.<sup>18</sup>, lo cual generó una menor percepción de riesgo explicada por la reducción en la probabilidad que los agentes del mercado le asignaban a un aumento en la tasa de la Fed durante su reunión de septiembre. El aumento en la percepción de riesgo observado a mediados de septiembre se explica por la decisión del BCE de no modificar sus instrumentos monetarios<sup>19</sup>, con lo cual se apartó de las expectativas de analistas del mercado, quienes proyectaban una extensión en la fecha de finalización del programa de expansión cuantitativa<sup>20</sup>. Por su parte, en septiembre, en línea con las expectativas del mercado, el BoE mantuvo inalterados sus mecanismos monetarios de intervención<sup>21</sup>.

Cabe resaltar que entre el 20 y el 21 de septiembre se presentaron dos eventos que redujeron la percepción de riesgo a nivel internacional<sup>22</sup>. En primer lugar, el

<sup>17</sup>La presidenta de la Fed señaló que en los meses recientes se ha ido consolidando un escenario propicio para un incremento de la tasa de los fondos federales y que la Fed considera estar cerca de cumplir con sus metas de pleno empleo y estabilidad en precios. Según Yellen, para finales de 2017 existe un 70 % de probabilidad de que la tasa de fondos federales se encuentre entre 0 % y 3,25 %, mientras que para finales del 2018, el rango con un 70 % de probabilidad se encuentra entre 0 % y 4,5 %. En el mismo sentido, Yellen indicó que la capacidad del organismo para predecir cómo evolucionaría la tasa de los fondos federales en el futuro es limitada. Debido a la amplitud y a la baja confianza de estos intervalos, algunos analistas del mercado consideraron que este discurso no señaló nada frente a la política monetaria futura de la Reserva Federal.

<sup>18</sup>Durante el mes de agosto los cambios en empleos no agrícolas se ubicaron en 151.000, frente a un esperado de 180.000.

<sup>19</sup>En su reunión del 8 de septiembre, el BCE mantuvo inalterada la tasa de referencia, la tasa marginal de préstamos y la tasa de depósito en 0,0 %, 0,25 % y -0,40 %, respectivamente.

<sup>20</sup>El BCE decidió seguir comprando €80 miles de millones al mes bajo su programa de expansión cuantitativa, pero haciendo la excepción que este esquema probablemente terminaría en marzo de 2017, o después si fuera necesario, lo cual contradujo las expectativas de los inversionistas, quienes esperaban una extensión más explícita de este programa.

<sup>21</sup>En su reunión de agosto, el Comité de Política Monetaria (MPC) del BoE incrementó el tamaño de sus expansiones cuantitativas a £435 miles de millones.

<sup>22</sup>Entre el 20 y el 21 de septiembre el VIX cayó 2,62 puntos porcentuales, pasando de 15,92 % a 13,3 %

Banco de Japón (BoJ) reemplazó su esquema monetario de compras fijas<sup>23</sup> por uno orientado al control de las tasas de interés de los bonos gubernamentales<sup>24</sup>, el cual operará hasta que la tasa de inflación exceda el 2% anual y se mantenga por encima de ese objetivo de manera estable. En segundo lugar, la Fed mantuvo inalterada la tasa de fondos federales en su rango de 0,25% a 0,50%. Después de estos eventos, la percepción de riesgo internacional estuvo influenciada por las expectativas frente al primer debate presidencial en EE.UU, y por la incertidumbre frente al posible acuerdo entre miembros de la OPEP<sup>25</sup> en su reunión de finales de septiembre en Argelia<sup>26</sup>.

Durante el trimestre, la percepción de riesgo en Europa no dependió únicamente de los factores ya señalados, sino que también se vio explicada por i) los deficientes resultados de crecimiento en Portugal para el segundo trimestre<sup>27</sup>, que han llevado a la calificadora DBRS, la única que mantiene a Portugal por fuera del grado especulativo, a reconsiderar la calificación del país en octubre<sup>28</sup>; ii) la incertidumbre política existente en Italia ante un posible referendo que podría llevar a la renuncia del primer ministro Matteo Renzi; iii) los niveles de endeudamiento público en España<sup>29</sup>; iv) la desaceleración económica durante el 2T16 en Francia, Italia y Alemania<sup>30</sup>.

<sup>23</sup>Mediante este esquema se buscaba un crecimiento anual de la base monetaria de ¥80 billones.

<sup>24</sup>El BoJ usará su tasa de interés negativa de 0,1% para mantener bajas las tasas de interés de los títulos del tramo corto de la curva; por otro lado, se comprometió a comprar bonos gubernamentales de tal forma que el rendimiento a 10 años permanezca cercano a 0%, y estableció operaciones de fondeo a tasa fija a 10 años, extendiendo de esta forma el plazo máximo de sus operaciones de fondeo que antes de la medida se ubicaba en un año.

<sup>25</sup>Organización de Países Exportadores del Petróleo.

<sup>26</sup>El 28 de septiembre los miembros de la OPEP anunciaron que se reduciría la producción a 32,5 millones de barriles por día, cerca de 750 mil barriles por debajo de lo que se produjo en agosto.

<sup>27</sup>Portugal creció un 0,2% en el segundo trimestre, frente a un esperado de 0,3%.

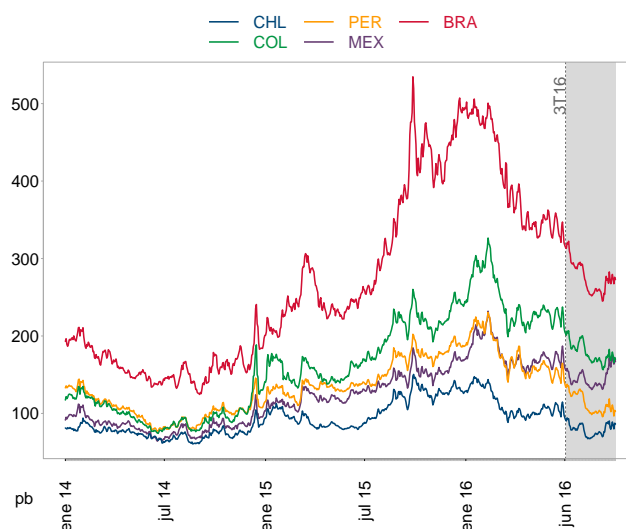
<sup>28</sup>El 21 de octubre DBRS decidió mantener la calificación de Portugal, si la calificadora hubiera reducido la calificación a Portugal, el BCE no podría haber continuado recibiendo títulos de deuda pública de este país como colateral.

<sup>29</sup>El endeudamiento español aumentó hasta 100,9% del PIB.

<sup>30</sup>En Francia, Italia y Alemania, el crecimiento económico para el

En línea con lo anterior, los indicadores de riesgo de países emergentes se ubicaron en niveles inferiores a los observados en promedio durante el 2T16. Estos niveles estuvieron soportados por la demanda de inversionistas internacionales buscando retornos más altos. Además de lo anterior, en los países de la región la evolución de los indicadores de riesgo estuvo influenciada por la dinámica en los precios de las materias primas, principalmente del petróleo y de algunos metales industriales (Gráficos 2 y 3).

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina

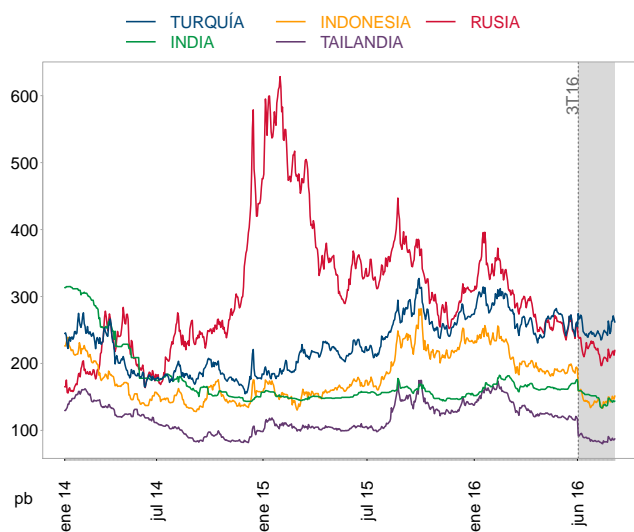


Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la evolución del precio del petróleo entre el 1 de julio y el 2 de agosto, el petróleo presentó una disminución de aproximadamente US\$8 por barril, y alcanzó niveles no observados desde abril. Estas reducciones se dieron en un escenario de incrementos en los inventarios de petróleo en EE.UU y aumento del número de plataformas petroleras en este mismo país. Adicionalmente, las expectativas de mayor oferta se vieron también soportadas por las declaraciones del ministro de energía de Rusia, quien descartó en su mo-

2T16 su ubicó en 0,0%, 0,0% y 0,7%, frente al dato registrado en el 1T16 de 0,7%, 0,3% y 0,7%, respectivamente.

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

mento una posible coordinación con la OPEP en torno a la producción de petróleo, y por el aumento en julio de las exportaciones de petróleo en Irak e Irán.

Entre el 2 de agosto y el 19 de agosto el petróleo presentó valorizaciones ante la expectativa de la consecución de un acuerdo entre los países miembros de la OPEP, y por declaraciones de miembros de esta organización y de la Agencia Internacional de Energía<sup>31</sup> en donde afirmaban que la demanda y oferta de crudo estaban llegando a un equilibrio. Adicionalmente el incremento del precio del petróleo se vio favorecido por paralizaciones de producción en Nigeria y una menor producción en Venezuela

A partir del 19 de agosto el precio del petróleo no presentó variaciones significativas, sin embargo hubo factores que afectaron el precio en las dos direcciones. Es así que, contribuyeron a la disminución en los precios, el aumento de plataformas de perforación activas en EE.UU, expectativas del mercado de mayores exportaciones de crudo de Irak y Nigeria y el aumento de

<sup>31</sup>Organización internacional que busca coordinar las políticas energéticas de sus estados miembros.

los inventarios de petróleo en EE.UU. a sus niveles record en 30 años, mientras que contribuyeron a su valorización el incremento en el pronóstico de demanda mundial de crudo por parte de la EIA y por expectativas de un posible acuerdo de congelar la producción por parte de los miembros de la OPEP. Finalmente el 28 de septiembre los miembros de la OPEP llegaron a un acuerdo para recortar en 700 mil barriles por día la producción de crudo, decisión que sería ratificada en su reunión formal en noviembre, no obstante algunos analistas consideraron que esta medida no sería sostenible en el largo plazo.

En cuanto al comportamiento de los principales metales, durante el periodo estos presentaron valorizaciones asociadas a incrementos en las ventas de autos en China, signos de recuperación en la demanda inmobiliaria e interrupciones en la producción de algunos metales en Filipinas. Por su parte, los productos agropecuarios presentaron disminuciones importantes en sus precios, asociadas al clima favorable en Norte América, y a estimaciones de una producción más elevada de los principales productos agrícolas para los últimos meses del año (Cuadro 1).

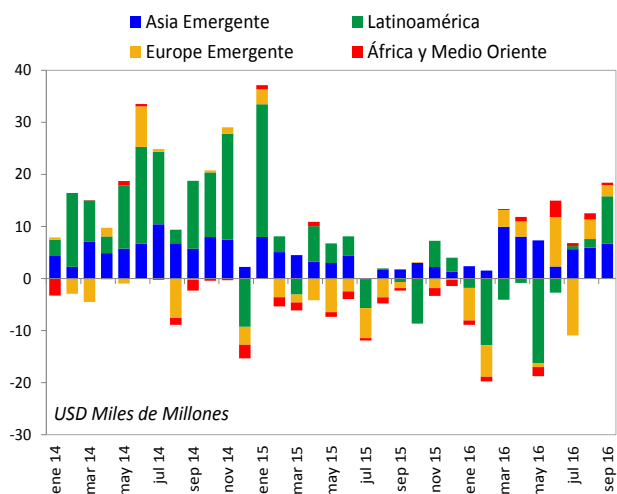
Cuadro 1: Precio de Productos Básicos (en dólares)

|                  | 30 Jun 2016  | 30 Sep 2016  | Variación    |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| Aceite de palma  | 1370         | 1605         | 17,2%        |
| Carbón           | 55           | 62,8         | 14,2%        |
| Níquel           | 9415         | 10460        | 11,1%        |
| Algodón          | 66,9         | 70,3         | 5,2%         |
| Café             | 1,44         | 2            | 5,2%         |
| Plata            | 18,7         | 19,2         | 2,5%         |
| Café Arabigo     | 164,8        | 167,5        | 1,7%         |
| Aluminio         | 1635         | 1659         | 1,4%         |
| Cobre            | 4827         | 4832         | 0,1%         |
| Azúcar           | 31,1         | 31,1         | 0,0%         |
| Pétroleo WTI     | 48,3         | 48,2         | -0,2%        |
| Oro              | 1322,2       | 1315,8       | -0,5%        |
| Pétroleo BRENT   | 49,7         | 48,1         | -1,3%        |
| Cacao            | 2998,9       | 2797,9       | -6,7%        |
| Arroz            | 11           | 10           | -7,1%        |
| Maíz             | 3,5          | 3,1          | -10,1%       |
| Trigo            | 4,3          | 3,7          | -11,9%       |
| Ganado           | 117,0        | 102,2        | -12,7%       |
| Soya             | 11,7         | 9,4          | -19,8%       |
| <b>CRB INDEX</b> | <b>192,6</b> | <b>186,3</b> | <b>-3,2%</b> |

Fuente: Bloomberg.

En línea con la percepción de riesgo, el ingreso de capitales a economías emergentes de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Institute of International Finance (IIF) se incrementó. En el 3T16 los flujos de capitales hacia economías emergentes por concepto de inversión de portafolio aumentaron con respecto a los niveles observados en el 2T16. Específicamente, se presentaron entradas por USD64,08 miles de millones (2T16: USD26,45 miles de millones), de las cuales USD26,82 miles de millones (2T16: USD11,81 miles de millones) fueron hacia mercados de renta fija y USD37,26 miles de millones (2T16: USD14,64 miles de millones) hacia renta variable (Gráficos 4 y 5). Los flujos de capitales estuvieron explicados principalmente por entradas en el mercado de economías emergentes asiáticas<sup>32</sup>. Para el caso de América Latina se registraron entradas a los mercados de renta variable por USD5,19 miles de millones (2T16: USD4,51 miles de millones) y a los de deuda por USD11,37 miles de millones (2T16: -USD19,79 miles de millones).

Gráfico 4: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes

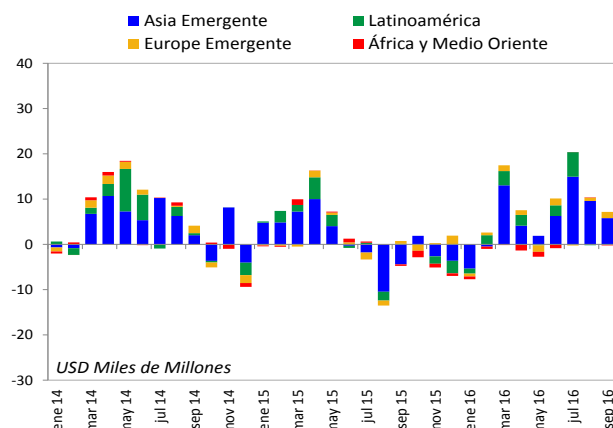


Fuente: Institute of International Finance. Cifras en miles de millones de dólares.

En referencia al crecimiento económico en los países de la región se registraron resultados mixtos. Durante

<sup>32</sup>USD30.32 miles de millones en el 3T16, dato superior al reportado en el 2T16 (12.29 miles de millones).

Gráfico 5: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes



Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

el 2T16 el PIB de Chile (1,5% anual) presentó un crecimiento superior al esperado por el mercado (1,2% anual), mientras que el de México (2,4% anual) y Perú (3,7% anual) estuvo en línea con las expectativas del mercado. Por su parte, el PIB de Colombia (2,0% anual) estuvo por debajo del esperado por el mercado (2,3% anual) y el de Brasil se contrajo 3,8%, dato menos favorable al esperado de -3,7%.

En Latinoamérica, se destaca que en el 3T16 *Standard & Poor's* bajó la perspectiva de la calificación de crédito de México de estable a negativa debido a las expectativas de un aumento de la deuda gubernamental y a la disminución en el margen de maniobra fiscal del gobierno mexicano. Del mismo modo, *Fitch Ratings* modificó la perspectiva crediticia sobre Colombia de estable a negativa ante la vulnerabilidad del país a choques externos por el déficit de cuenta corriente (6,4% del PIB en 2015) y el nivel de endeudamiento del Gobierno (46,5% del PIB en 2015).

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales presentados en el Cuadro 2 mantuvieron o disminuyeron su tasa de política monetaria. Se destaca que México, Colombia y Angola fueron los únicos países en incrementar su tasa.



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

|                | Jun 2016       | Sep 2016       | Δ 3T16 (P.b) |
|----------------|----------------|----------------|--------------|
| Bielorrusia    | 22,00 %        | 18,00 %        | -400         |
| Moldavia       | 13,00 %        | 9,50 %         | -350         |
| Ucrania        | 16,50 %        | 15,00 %        | -150         |
| Indonesia      | 6,50 %         | 5,00 %         | -150         |
| Islandia       | 6,50 %         | 6,00 %         | -50          |
| Rusia          | 10,50 %        | 10,00 %        | -50          |
| Australia      | 1,50 %         | 1,25 %         | -25          |
| Nueva Zelanda  | 2,25 %         | 2,00 %         | -25          |
| Reino Unido    | 0,50 %         | 0,25 %         | -25          |
| Zona Euro      | 0,00 %         | 0,00 %         | 0            |
| Estados Unidos | 0,25 % - 0,5 % | 0,25 % - 0,5 % | 0            |
| Japón          | -0,10 %        | -0,10 %        | 0            |
| Chile          | 3,50 %         | 3,50 %         | 0            |
| Brasil         | 14,25 %        | 14,25 %        | 0            |
| Perú           | 4,25 %         | 4,25 %         | 0            |
| Colombia       | 7,50 %         | 7,75 %         | 25           |
| México         | 4,25 %         | 4,75 %         | 50           |
| Angola         | 14,00 %        | 16,00 %        | 200          |

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

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

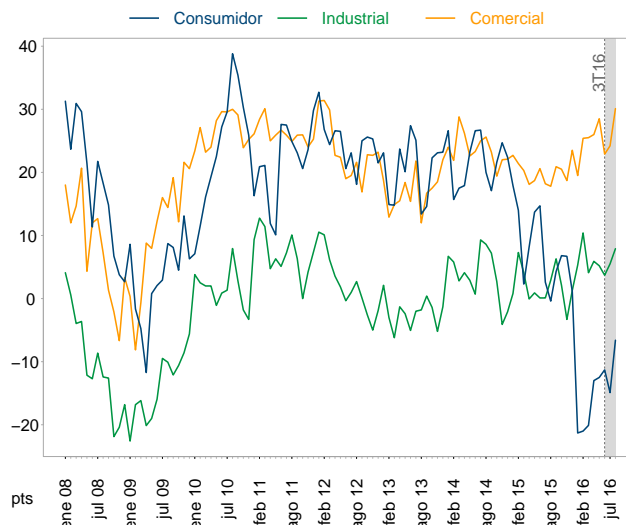
Durante el 3T16 los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron comportamientos mixtos: mejoraron los indicadores de confianza de los principales agentes económicos y disminuyó la expectativa de inflación. Sin embargo, las expectativas de crecimiento se deterioraron, y los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES aumentaron.

En el Gráfico 6 se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que genera Fedesarrollo.<sup>33</sup> Se observa que durante el trimestre los 3 índices mejoraron, aunque el índice de confianza del consumidor permanece en terreno negativo.

El índice de confianza industrial aumentó de 4,93 en

<sup>33</sup> Los índices de confianza son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial y confianza industrial a agosto.

promedio para el 2T16 a 6,7 en lo corrido del 3T16<sup>34</sup>, explicado por mejores expectativas de producción para el próximo trimestre, mayores niveles de existencias y el incremento en el volumen actual de pedidos. Por su parte, el índice de confianza de comerciantes aumentó 1,35 puntos frente al promedio del 2T16 y 8,2 puntos respecto al promedio del 3T15, debido a la mejora en la percepción de la situación actual, expectativas y el incremento del nivel de existencias. Finalmente, el índice de confianza de los consumidores aumentó 4,5 puntos respecto al registrado en el 2T16, con una mejora en la percepción de condiciones actuales y expectativas.

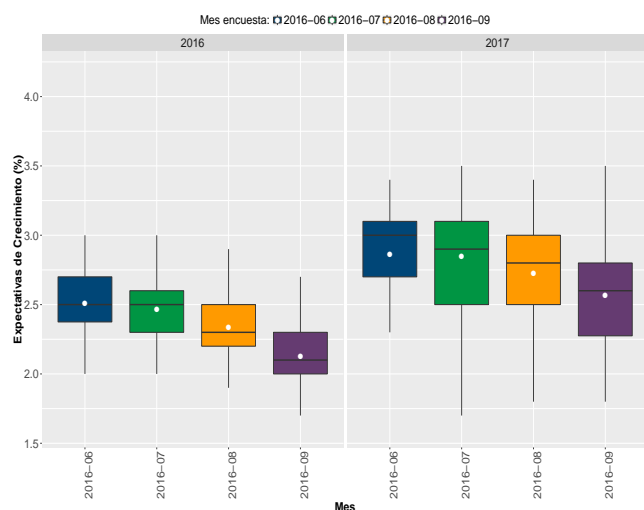
Por su parte, los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor de agosto fueron más favorables de lo esperado. Las ventas al por menor tuvieron una variación de -1,1 % (esp: -1,2 %) y el crecimiento de la producción industrial fue 9,4 % (esp: 3,8 %). El Indicador de Seguimiento de la Economía<sup>35</sup>, tuvo una variación anual desestacionalizada

<sup>34</sup> con datos a agosto de 2016.

<sup>35</sup> El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

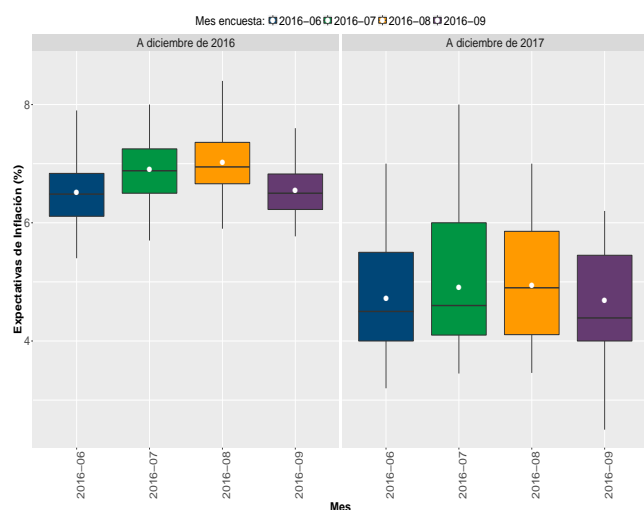
de 0,2% en julio, inferior al año anterior cuando se situó en 3,3%.

Gráfico 7: 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 75% de los datos.

Gráfico 8: 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 75% de los datos.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>36</sup> se observó que durante el trimestre el promedio de las expectativas de crecimiento desmejoró levemente para 2016<sup>37</sup> y para 2017<sup>38</sup> (Gráfico 7). La inflación esperada para 2016 al final del trimestre fue similar a la que se esperaba en junio de 6,5%. Respecto a las expectativas para 2017, la inflación disminuyó 10p.b. y se espera que sea menor a la de 2016. Adicionalmente, la mayoría de los agentes esperaban que para finales del 2016 y del 2017 la inflación se ubicaría por encima del límite superior del rango meta de inflación (Gráfico 8).

En lo referente al rendimiento a tres meses vista<sup>39</sup> del TES que vence en 2024 a lo largo del trimestre los agentes consideraron que este se desvalorizaría (Gráfico 9). En cuanto al rendimiento del Colcap (a tres meses vista), a lo largo del trimestre los agentes consideraron valorizaciones al principio del trimestre y desvalorizaciones al final, comportamiento en línea con lo observado (Gráfico 10).

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 igual (Gráfico 11).

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para la todos los plazos. El promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 3T16, frente al promedio de 2T16, presentó las siguientes variaciones: menos de un año: +53 p.b, entre 1 y 3 años: +104 p.b, entre 3 y 5 años: +70 p.b. y a más de 5 años: +127 p.b. (Gráfico 12). Este comportamiento obedece tanto al aumento de las tasas activas como a las valorizaciones de los TES. Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y las de los TES a 30 días disminuyó 23 p.b. (Gráfico 13),

<sup>36</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

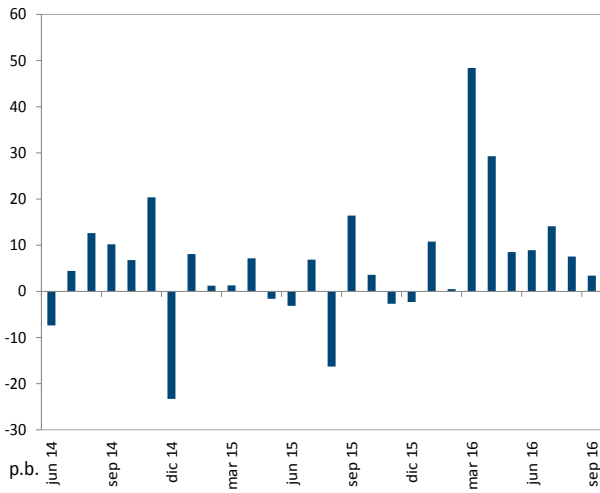
<sup>37</sup>Pasaron de 2,51 en marzo a 2,13.

<sup>38</sup>Pasaron de 2,9 en marzo a 2,88.

<sup>39</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa promedio del mes en el cual se realiza la encuesta.

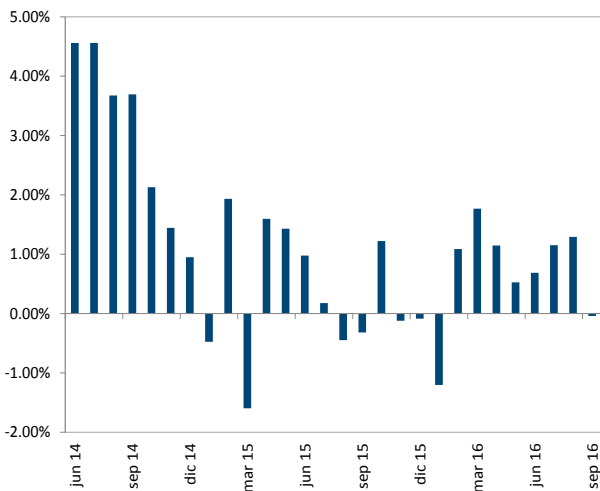


Gráfico 9: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



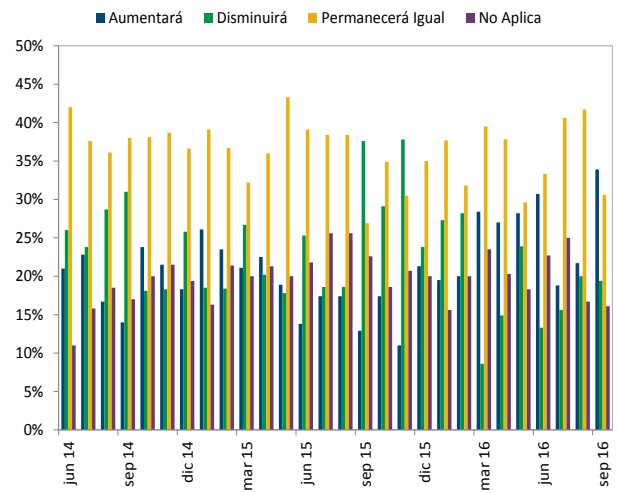
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 10: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



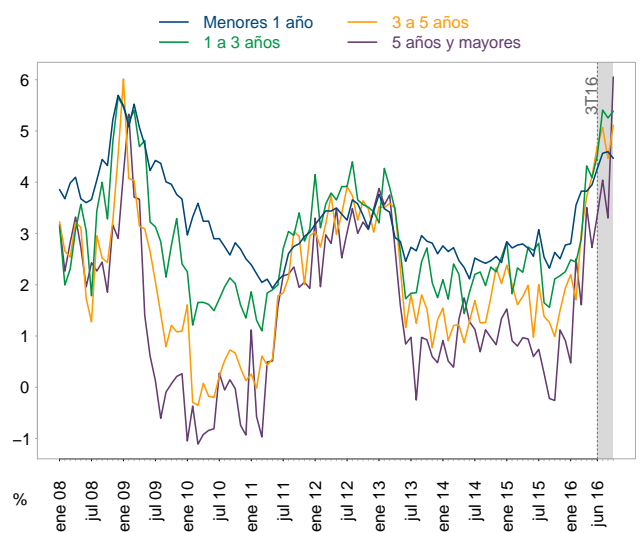
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 11: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

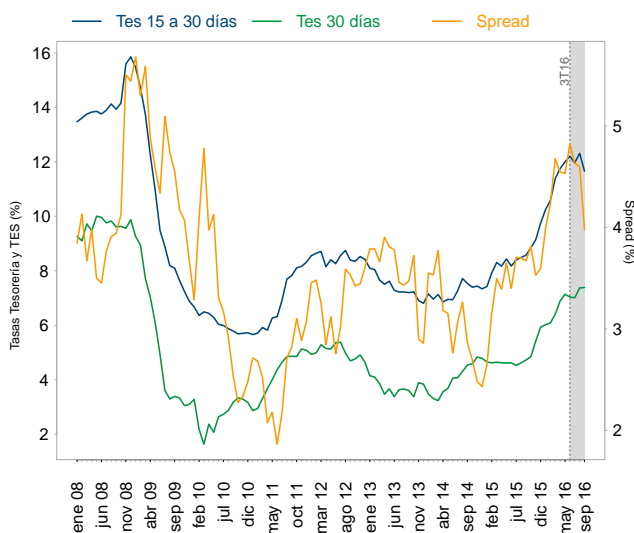
Gráfico 12: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

lo que se explica por el comportamiento estable de las tasas de tesorería frente a un incremento de las tasas de los TES a 30 días.

Gráfico 13: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado Cambiario

En el 3T16 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, y en una mayor proporción frente a las monedas de Asia y Europa emergente, este comportamiento se dio en un contexto de disminución de la percepción de riesgo a nivel internacional. Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron la corona de Islandia (8,2%), el rand sudafricano (6,6%) y el won surcoreano (4,4%), mientras que las que presentaron la mayor depreciación fueron el peso mexicano (5,0%), la lira turca (4,4%) y el sol peruano (3,0%) (Cuadro 3 y Gráfico 14).

Para el caso de América Latina se apreciaron el peso colombiano (1,3%) y el peso chileno (0,9%), mientras que se depreciaron el real brasileño (1,5%), el sol peruano (3,0%) y el peso mexicano (5,0%) (Gráfico 15).

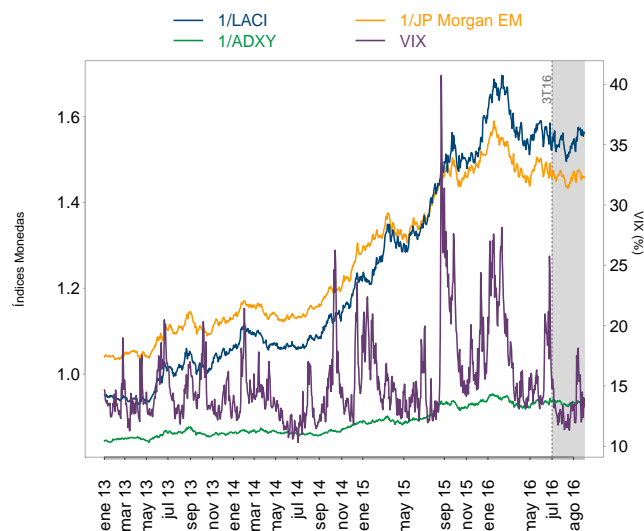
El comportamiento de las monedas de la región durante el periodo estuvo relacionado con las preferencias de agentes por inversiones en países emergentes,

Cuadro 3: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

| País                       | 2016   | 3T 2016 | País          | 2016   | 3T 2016 |
|----------------------------|--------|---------|---------------|--------|---------|
| <b>Monedas Principales</b> |        |         | <b>Asia</b>   |        |         |
| Zona Euro                  | -2,9%  | -1,4%   | Korea del Sur | -6,09% | -4,4%   |
| Gran Bretaña               | 14,3%  | 2,3%    | India         | 0,3%   | -1,3%   |
| Australia                  | -4,9%  | -2,8%   | Hong Kong     | 0,07%  | -0,04%  |
| Nueva Zelanda              | -6,2%  | -2,2%   | China         | 2,8%   | 0,4%    |
| Canadá                     | -5,5%  | 1,1%    | Malasia       | -3,7%  | 2,6%    |
| Dinamarca                  | -3,1%  | -1,3%   | Tailandia     | -3,7%  | -1,3%   |
| Suiza                      | 1,9%   | 0,6%    | Indonesia     | -5,3%  | -1,3%   |
| Japón                      | -16,0% | -1,8%   | Índice I/ADXY | -0,9%  | -0,5%   |
| <b>Latinoamérica</b>       |        |         | <b>Otros</b>  |        |         |
| Colombia                   | -8,5%  | -1,3%   | Islandia      | -12,1% | -8,2%   |
| Brasil                     | -17,6% | 1,5%    | Rusia         | -14,6% | -1,7%   |
| México                     | 11,8%  | 5,0%    | Polonia       | -2,0%  | -3,1%   |
| Argentina                  | 17,9%  | 1,7%    | Turquía       | 2,6%   | 4,4%    |
| Perú                       | -0,7%  | 3,0%    | Israel        | -3,7%  | -2,7%   |
| Chile                      | -7,1%  | -0,9%   | Sur África    | -11,8% | -6,6%   |
| Índice I/LACI              | -2,5%  | 2,7%    | USTW          | -4,56% | -0,7%   |

Fuente: Bloomberg.

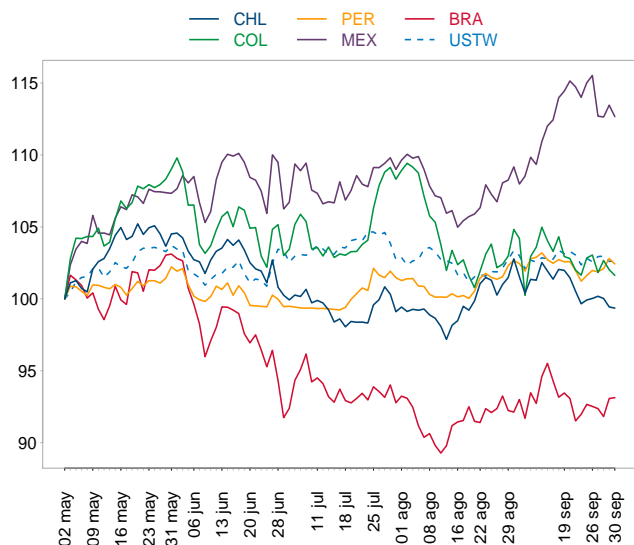
Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

motivadas por la persistencia de bajas tasas de interés en países desarrollados, con las condiciones de riesgo internacional y con la evolución en los precios de los principales commodities. Específicamente disminuyeron los precios del petróleo BRENT (1,3%), el oro (0,5%) y el petróleo WTI (0,2%), mientras que aumentaron los precios del cobre (0,1%) y la plata (2,5%) (Cuadro 1).

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de mayo del 2016.

En la región se destacan la depreciación del peso mexicano, la cual estuvo influenciada por la incertidumbre generada por el resultado de las futuras elecciones en EE.UU, y la devaluación del sol peruano, que pudo estar asociada a una importante demanda de dólares a finales de julio ante el vencimiento de Certificados de Depósitos Reajustables del Banco Central y swaps cambiarios por un valor acumulado durante el mes de USD 3.153 millones.

En cuanto a intervención cambiaria, durante el trimestre, el Banco Central de Brasil (BCB) permitió que se vencieran los *swaps* cambiarios tradicionales y no realizó subastas para su renovación. Adicionalmente, realizó *swaps* reversos, lo cual estuvo asociado a su intención de reducir su posición en el mercado cambiario. A partir del 14 de septiembre el BCB redujo el monto de las subastas de *swaps* cambiarios reversos de USD500 millones a USD250 millones, reconociendo el riesgo de una posible apreciación de la moneda norteamericana ante posibles aumentos de tasas en EE.UU. Por su parte, el Banco Central de Perú continuó interviniendo por medio de subastas de Certificados de Depósitos Reajustables (indexados al dólar),

*swaps* cambiarios y compra de dólares en el mercado de contado.

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. En el Cuadro 5 se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de otros instrumentos de intervención cambiaria<sup>40</sup>. Finalmente, en el Cuadro 6 se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

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

|             | Colombia | Perú  | Chile | Brasil | México |
|-------------|----------|-------|-------|--------|--------|
| Jul.        | 0        | 1.629 | 0     | 0      | 0      |
| Ago.        | 0        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| Sep.        | 0        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| <b>3T16</b> | 0        | 1.629 | 0     | 0      | 0      |

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* |
|-------------|----------|-------|-------|--------|---------|
| Jul.        | 0        | 2.365 | 0     | 9.295  | -112    |
| Ago.        | 0        | 2.005 | 0     | 11.622 | -1.028  |
| Sep.        | 0        | 988   | 0     | 3.051  | -508    |
| <b>3T16</b> | 0        | 5.358 | 0     | 23.967 | -871    |

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.

Con respecto al promedio registrado en el 2T16, en el 3T16 la volatilidad promedio disminuyó para el real brasileño y el sol peruano, y aumentó para el peso colombiano, el peso chileno y el peso mexicano. El peso colombiano presentó en promedio la mayor volatilidad condicional seguida por la del real brasileño, la

<sup>40</sup>En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los Certificados de Depósitos Reajustables y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios y en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal.

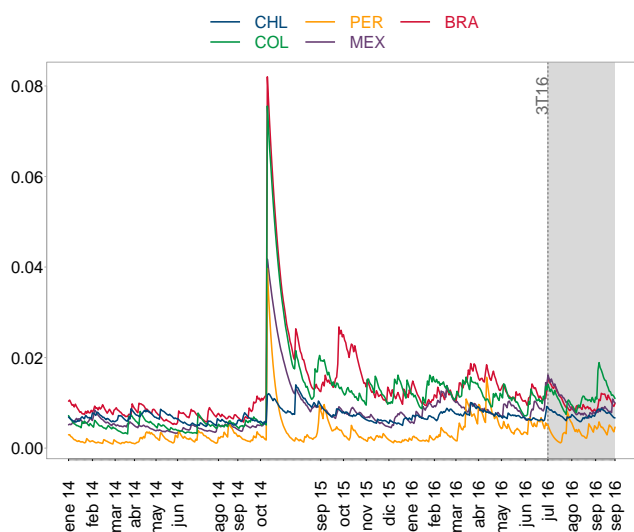
Cuadro 6: Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

|             | Colombia | Perú    | Chile | Brasil | México  |
|-------------|----------|---------|-------|--------|---------|
| <b>2015</b> | 0        | -11.003 | 0     | 2.107  | -14.410 |
| 1T16        | 0        | -2.283  | 0     | 6.751  | -1.158  |
| 2T16        | -256     | 5.259   | 0     | 48.469 | -871    |
| <b>3T16</b> | 0        | 6.987   | 0     | 23.967 | -1.648  |

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

del peso mexicano, la del peso chileno y la del sol peruano, que continuó siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 16).

Gráfico 16: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



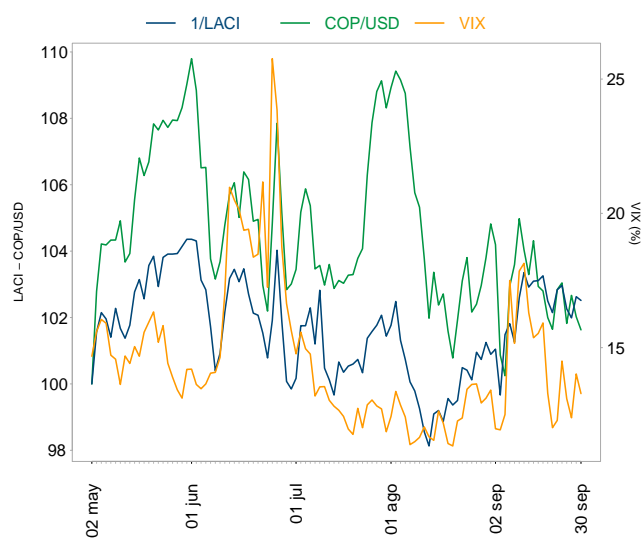
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

### 5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre el peso colombiano se apreció 1,3 %, y su comportamiento a lo largo del periodo estuvo influenciado por la evolución en el precio del petróleo, el ingreso de capitales al país por parte de inversionistas extranjeros, y la incertidumbre respecto al momento en que la Fed incrementaría su tasa de política monetaria. Cabe destacar que el ingreso de capitales al país contribuyó a que

la correlación entre los retornos del precio del petróleo y del peso colombiano disminuyera de 0,53 en el 2T16 a 0,44 en el 3T16, y a que el peso colombiano presentara una apreciación, aún cuando el petróleo se mantuvo en niveles similares a los observados al final del 2T16 (Gráfico 18). Además de los factores previamente mencionados favoreció a la apreciación del peso las expectativas de algunos inversionistas respecto al futuro del acuerdo de paz.

Gráfico 17: COP/USD - LACI - VIX



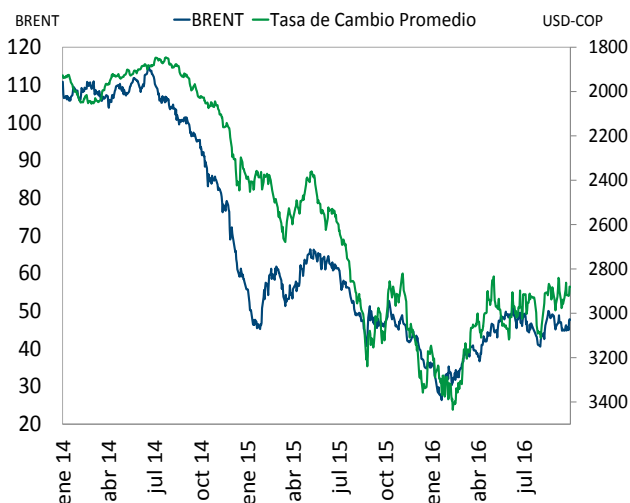
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/- COP: 2 de mayo del 2016.

A pesar de lo anterior, es de resaltar que el cambio en la perspectiva crediticia sobre Colombia de estable a negativa por parte de *Fitch Ratings* a finales del mes de julio, contribuyó a que el peso se debilitara durante parte del trimestre, y evitó que su apreciación fuese mayor.

La Posición Propia de Contado (PPC)<sup>41</sup> de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) se ubicó al

<sup>41</sup>La 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 18: Precio del Petróleo Frente al Peso Colombiano



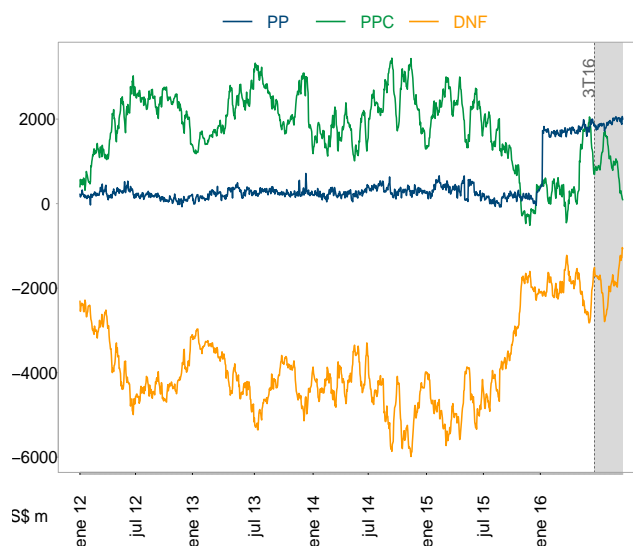
Fuente: Bloomberg y Set-FX.

cierre del 3T16 en USD90 millones, frente al cierre del 2T16 la PPC disminuyó USD609 millones, mientras que aumentaron los derechos netos a futuro (DNF) y la Posición Propia Total (PP) en USD485 millones y USD158 millones respectivamente (Gráfico 19).

Los montos negociados durante el trimestre en el mercado *forward* peso-dólar se mantuvieron en niveles similares a los observados en el trimestre anterior, mientras que en el mercado cambiario de contado los montos promedios diarios negociados disminuyeron con respecto a los observados en los dos primeros trimestres del año. En particular en el mercado de *forwards* peso-dólar, el monto promedio diario negociado (USD1,5 miles de millones) superó el observado en el 2T16 y en el 1T16 (USD1,4 miles de millones y USD1,3 miles de millones, respectivamente). De otra parte, en el mercado cambiario de contado peso-dólar, el monto negociado promedio diario en el 3T16 (USD1,335 miles de millones) se ubicó en niveles inferiores a los observados en el 2T16 (USD1,354 miles de millones) y en el 1T16 (USD1,352 miles de millones)<sup>42</sup>, no obstante el monto total negociado se

<sup>42</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y

Gráfico 19: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

ubicó en USD84,2 miles de millones<sup>43</sup>, un nivel similar al observado en los trimestres anteriores (2T16: USD84 miles del millones y 1T16: USD81,4 miles de millones).

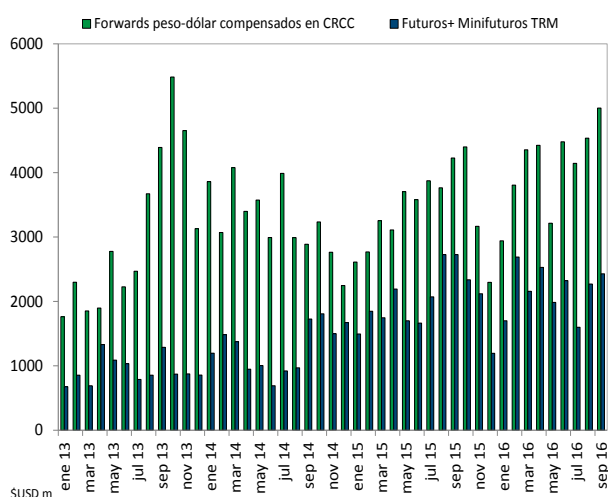
Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD12,1 miles de millones en el 2T16 a USD13,6 miles de millones en el 3T16 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de septiembre ascendió a USD2,8 miles de millones.

Durante el 3T16 se negociaron un total de 119.928 futuros de TRM<sup>44</sup>, volumen inferior al negociado durante el 2T16 (133.324 contratos), por un monto total de USD5.996 millones. Al 30 de septiembre de 2016 la posición abierta era de 2.706 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2016. Respecto a

registros.  
<sup>43</sup>USD24,7 miles del millones en julio, USD28,4 miles del millones en agosto y USD31 miles de millones en septiembre. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.  
<sup>44</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

los mini futuros de TRM<sup>45</sup>, se negociaron un total de 60.417 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (33.954 contratos) por un total de USD302,1 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre era de 1.780 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2016.

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>46</sup>, en el 3T16 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD121 millones, lo que se explica por salidas netas de USD419 millones en la balanza comercial y reintegros por USD298 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, se presentaron reintegros netos de divisas en la cuenta de capital por USD210 millones, que resultaron de salidas netas de capital privado por USD1.334 millones, reintegros netos de capital oficial por USD676 millones y reintegros por concepto de otras operaciones especiales por

<sup>45</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

<sup>46</sup>La balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

USD868 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron entradas de divisas por inversión extranjera directa neta (USD2.012 millones), inversión extranjera de portafolio neta<sup>47</sup> (USD2.186 millones) y por préstamos netos (USD417 millones), mientras que el rubro de operaciones especiales<sup>48</sup> presentó una salida de divisas por USD6.067 millones. Se destaca que la inversión extranjera de portafolio neta en el 3T16 fue significativamente superior a la observada en el 2T16 (USD784 millones) y en el 1T16 (USD599 millones), lo cual obedece al fuerte aumento de la inversión extranjera de portafolio en Colombia.

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

En el 3T16 los bancos centrales de Colombia y México aumentaron 25 p.b. y 50 p.b. sus tasas de referencia, respectivamente. Por su parte, los de Chile, Perú y Brasil las mantuvieron inalteradas (Gráfico 21 y Cuadro 7).

Cuadro 7: Tasas de Política Monetaria (TPM) LATAM

| País | Variación 3T16* | TPM Sep-16 |
|------|-----------------|------------|
| COL  | +25             | 7,75 %     |
| CHL  | 0               | 3,50 %     |
| PER  | 0               | 4,25 %     |
| MEX  | +50             | 4,75 %     |
| BRA  | 0               | 14,25 %    |

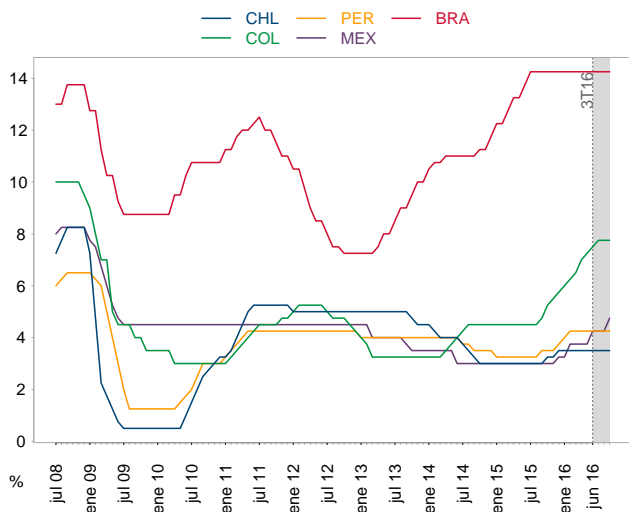
Fuente: Bloomberg. \* Puntos básicos.

Las decisiones en Chile y Perú de mantener inalteradas las tasas de política monetaria se dieron en un contexto en el que estos países lograron converger a

<sup>47</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

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

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

sus respectivos rangos meta de inflación. Por su parte, en Brasil, el Banco Central señaló que decidió mantener constante su tasa ante una coyuntura con inflación superior a la meta, frente a la cual, las elevadas tasas pueden contribuir a acelerar el proceso de desinflación. En contraste, a pesar de que la inflación anual se encuentra dentro de la meta, el Banco de México decidió aumentar la tasa de política monetaria con el propósito de mantener la inflación y sus expectativas ancladas ante el deterioro del entorno externo, principalmente por la incertidumbre generada por el proceso electoral en EE.UU.

Por su parte, el Banco de la República (BR) justificó el aumento de 25 p.b. en julio de la tasa de política monetaria en la continuidad del choque transitorio en precios<sup>49</sup> generado por el incremento en el precio de los alimentos, los efectos rezagados del fenómeno de El Niño, la activación de algunos mecanismos de indexación<sup>50</sup> y el paro camionero en los meses de junio y

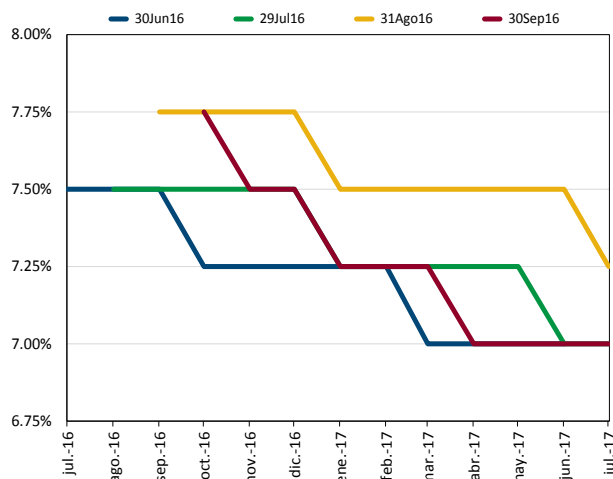
<sup>49</sup>Las inflaciones observadas año a año en los meses de junio y julio fueron respectivamente de 8.60% y 8.97% frente a expectativas del mercado de 8.36% y 8.78%, respectivamente

<sup>50</sup>Para protegerse del aumento de precios los agentes pueden atar los precios de contratos, los ajustes de los sueldos, o los precios

julio.

En cuanto a las expectativas sobre las decisiones de política monetaria del BR, al utilizar un modelo que estima las tasas de referencia implícitas en los *Overnight Index Swaps* a plazos mayores a un día, cuyo subyacente es el *IBR overnight*, se puede inferir que las expectativas cambiaron a lo largo del trimestre. Este modelo indica que en junio los agentes consideraban probable que la tasa de política monetaria cerrara el año en 7,25%, valor que ascendió para el mes de julio a 7,50% y en agosto a 7,75%, para posteriormente descender a 7,50% en durante el mes de septiembre (Gráfico 22).

Gráfico 22: Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

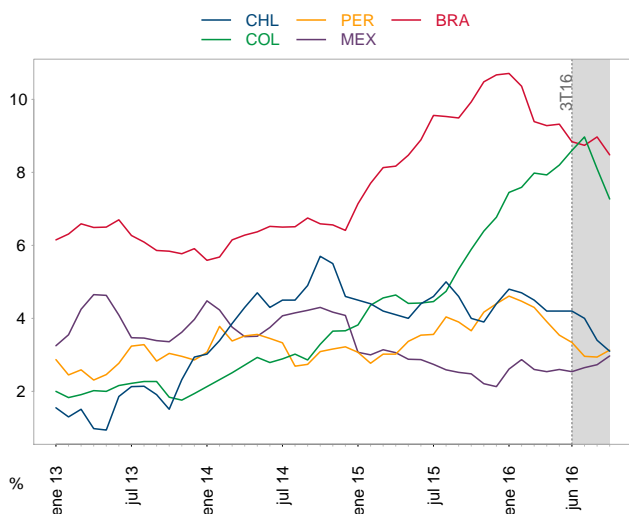
En cuanto a los índices de precios, al comparar las variaciones anuales del IPC en septiembre del 2016 con respecto a las registradas en junio, se encuentra que en el caso de Chile, Perú, Brasil y Colombia la inflación disminuyó. Convergiendo durante el trimestre, en el caso de Chile a niveles acordes con sus rangos de inflación objetivo. Por su parte Brasil, Perú y Colombia cerraron el trimestre en niveles superiores a sus respectivos rangos meta. En el caso de México, la de algunos activos al comportamiento de un índice (puede ser el IPC) o a su evolución esperada.



inflación aumentó pero se mantuvo en el rango meta (Gráfico 23 y Cuadro 8).

Con respecto al crecimiento, los datos del 2T16 publicados durante el 3T16 fueron inferiores a los esperados por los analistas en los casos de Colombia y Brasil, mientras que los de Chile y México fueron superiores, y el de Perú fue igual<sup>51</sup>. Entre junio y septiembre disminuyó el crecimiento esperado para finales del año 2016 para Colombia, Chile y México, y aumentó para Perú y Brasil (Cuadro 9). En cuanto a Colombia, cabe mencionar que en julio la Junta Directiva del Banco de la República redujo la proyección de crecimiento de un rango entre 1,5% y 3,2% a uno entre 1,5% y 3,0%. De igual forma, el resultado más probable cayó de 2,5% a 2,3%.

Gráfico 23: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

## 6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 3T16 las tasas del mercado monetario colombiano no coletarizado (IBR *overnight* y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR (Gráfico 24). Por su parte, la tasa de opera-

<sup>51</sup>De acuerdo con los datos esperados extraídos de Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2016

| País | Anual Jun 2016 | Anual Sep 2016 | Rango meta 2016 |
|------|----------------|----------------|-----------------|
| COL  | 8,60%          | 7,27%          | 2,0% - 4,0%     |
| BRA  | 8,84%          | 8,48%          | 2,5% - 6,5%     |
| CHL  | 4,2%           | 3,1%           | 2,0% - 4,0%     |
| MEX  | 2,60%          | 2,97%          | 2,0% - 4,0%     |
| PER  | 3,34%          | 3,13%          | 1,0% - 3,0%     |

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 9: Crecimiento 2T16 y Expectativas para 2016

| País | Esp 2T16 | Obs 2T16 | Esp 16 (Jun 16) | Esp 16 (Sep 16) |
|------|----------|----------|-----------------|-----------------|
| COL  | 2,3%     | 2,0%     | 2,49%           | 2,19%           |
| BRA  | -3,7%    | -3,8%    | -3,44%          | -3,14%          |
| CHL  | 1,2%     | 1,5%     | 1,7%            | 1,6%            |
| MEX  | 2,4%     | 2,5%     | 2,44%           | 2,16%           |
| PER  | 3,7%     | 3,7%     | 3,7%            | 3,8%            |

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

ciones simultáneas fluctuó durante la mayoría del semestre en niveles inferiores al de la tasa de referencia<sup>52</sup>, estando particularmente alejada en los meses de julio y agosto. La desviación mensual promedio máxima y la desviación máxima del trimestre se presentaron en julio, 85 p.b. y 120 p.b., respectivamente<sup>53</sup>. Las mayores condiciones de liquidez durante el mes de julio pueden estar explicadas por el vencimiento de TES de Control Monetario y el pago de cupones de TES en pesos<sup>54</sup>. Por su parte, durante el mes de agosto, la reducción en los niveles de liquidez al parecer estuvo explicada por un aumento en los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en \$8,2 billones<sup>55</sup>.

<sup>52</sup>El 26 de septiembre es el único día durante el 3T16 en donde la tasa de operaciones simultáneas tiene un valor mayor o igual a la tasa de referencia, esta diferencia fue de 2 p.b.

<sup>53</sup>En agosto se observa una desviación mensual promedio de 48 p.b. y una desviación máxima de 119 p.b., por su parte, en septiembre, la desviación mensual promedio fue de 4 p.b. y la desviación máxima fue de 17 p.b.

<sup>54</sup>El 1 de julio vencieron los TES de control de monetario 2016 por \$5,2 billones y el 24 de julio los cupones de TES en pesos (2020 y 2024) por \$4,8 billones.

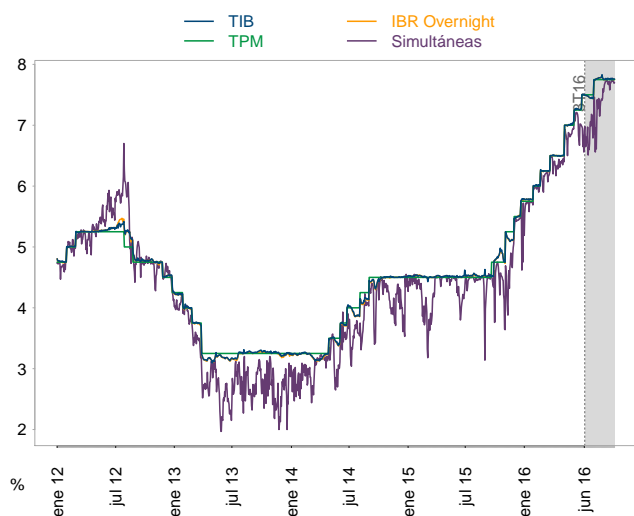
<sup>55</sup>Entre el 25 de julio de 2016 y el 17 de agosto de 2016, las disponibilidades de la DTN aumentaron en \$8.263 miles de millones de pesos.



Por último, durante el mes de septiembre la tasa de operaciones osciló alrededor de la tasa de referencia, probablemente por la menor liquidez generada por el traslado de \$12 billones en impuestos<sup>56</sup>.

El saldo de la DTN pasó de \$20,7 billones el 30 de junio a \$26,1 billones el 30 de septiembre, y su promedio diario pasó de \$21,4 billones en el 2T16 a \$23,4 billones en el 3T16 (Gráfico 25).

Gráfico 24: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día)



Fuente: Banco de la República.

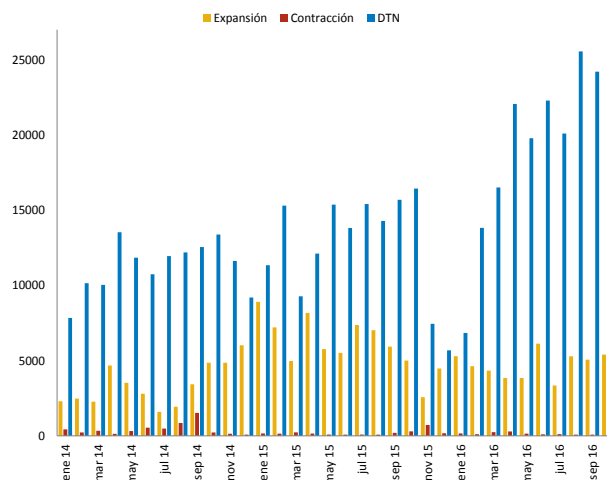
Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante todo el trimestre, y llegó a ubicarse en un nivel mínimo de \$1,8 billones y un nivel máximo de \$8 billones. Su valor pasó de \$6,1 billones el 30 de junio a \$8 billones el 30 de septiembre (Gráfico 26).

Al comparar los promedios de las tasas del mercado de crédito entre el 2T16 y el 3T16, se encuentra que el promedio de la tasa activa<sup>57</sup> aumentó 50 p.b, y el

<sup>56</sup>Por su parte, durante los meses de julio y agosto el recaudo fue de \$7 y \$8 billones, respectivamente.

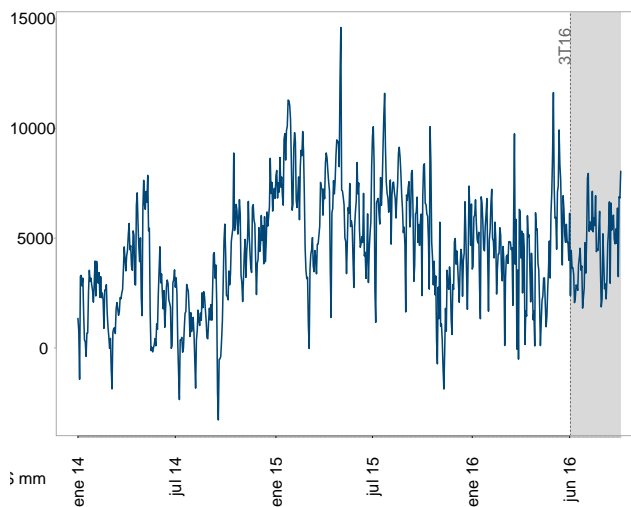
<sup>57</sup>Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

Gráfico 25: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 26: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero subió 50 p.b. De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación se mantuvo constante en un nivel de 7,85 %<sup>58</sup>.

<sup>58</sup>Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 2T16 se calcularon con datos

Respecto al crédito, al comparar las variaciones anuales de septiembre con las de junio, se encuentra que las carteras hipotecaria<sup>59</sup>, comercial, de consumo y de microcrédito crecieron 15,0% (ant: 14,9%), 10,4% (ant: 14,0%), 12,1% (ant: 11,2%) y 6,0% (ant: 4,2%), respectivamente<sup>60</sup> (Gráfico 27).

Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera (DEFI) del BR<sup>61</sup>, en el segundo trimestre, al igual que en el trimestre anterior, los intermediarios financieros percibieron una disminución en la demanda de crédito. Según los bancos encuestados, la menor dinámica de la cartera se observó en todas sus modalidades, con excepción de la cartera de vivienda. De acuerdo con esta encuesta, ante un escenario de exceso de recursos, los bancos optarían por la compra de títulos de deuda pública y microcrédito, mientras que las cooperativas preferirían colocar crédito de vivienda y microcrédito, y las Compañías de Financiamiento Comercial (CFC) se inclinarían por los préstamos a empresas nacionales que producen para el mercado interno y a comprar títulos de deuda pública. Como razones de estas preferencias se mencionaron el menor riesgo en el caso de los bancos y las CFC, y la conservación del nicho de mercado en el caso de las cooperativas.

### 6.3 Mercado de Deuda Pública

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

Los bonos de deuda de EE.UU. se desvalorizaron en el periodo, lo cual coincidió con la publicación de da-

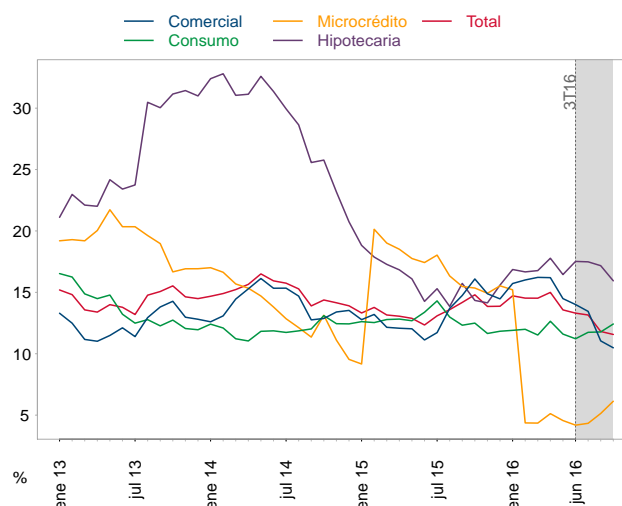
semanales entre el 1 de abril y el 24 de junio, y los promedios del 3T16 se calcularon con datos semanales entre el 1 de julio y el 23 de septiembre.

<sup>59</sup>Tradicional ajustada.

<sup>60</sup>Estas variaciones se calcularon comparando el dato del 16 de septiembre del 2016 con el del 18 de septiembre del 2015, y el dato del 24 de junio del 2016 respecto al dato del 26 de junio del 2015.

<sup>61</sup>Realizada durante el mes de junio de 2016.

Gráfico 27: Crecimiento Anual de Cartera



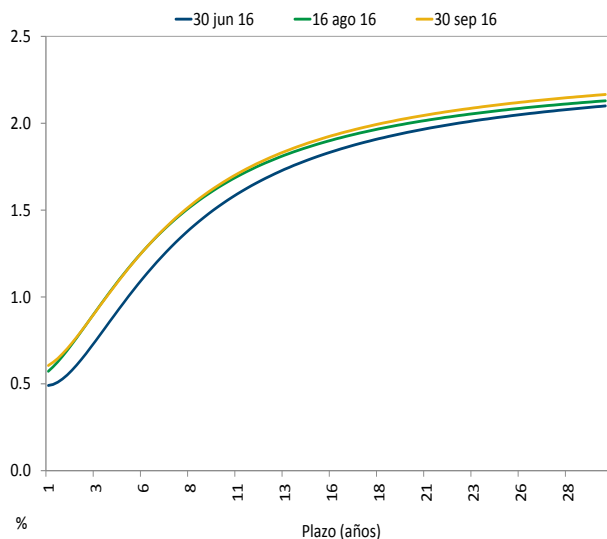
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República. \*El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

tos favorables de la economía estadounidense y con la menor percepción de riesgo global, factores que orientaron un ajuste de las expectativas del mercado hacia un próximo aumento de la tasa de los fondos federales a finales de 2016 o principios de 2017. Lo anterior estuvo reforzado por comentarios de algunos funcionarios de la Fed en este sentido y por las proyecciones del organismo publicadas en septiembre, en las que se dieron luces sobre un incremento del rango de tasas para 2016, pese a que el ritmo esperado de los aumentos en el futuro se redujo frente a lo presentado en las proyecciones de junio (Gráfico 28).

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de septiembre de 2016 con las del cierre de junio, se encuentra que en general los bonos se valorizaron (Gráfico 29). La excepción a las valorizaciones fueron los bonos de los tramos corto y mediano de México.

Las valorizaciones de los títulos de deuda pública de la región estuvieron relacionadas con las medidas adicionales de estímulo monetario implementadas por varios

Gráfico 28: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

bancos centrales de países desarrollados, que reforzaron la continuidad de tasas de interés cercanas a cero o negativas en el plano internacional, motivando la búsqueda de retornos en economías emergentes y con ello las menores primas de riesgo hacia la región (ver sección *Entorno Internacional*). Con lo anterior, también se observaron mejoras en los datos de inflación para la mayoría de países de la región.

Adicionalmente, cabe destacar que con la publicación de los pronósticos de la Fed sobre la evolución del punto medio del rango de las tasas de los fondos federales en septiembre, las valorizaciones de la deuda pública de la región se reforzaron dadas las expectativas de una senda más suave de la tasa de referencia de EE.UU., y por ende una continuidad de las amplias condiciones de liquidez a nivel mundial.

Las valorizaciones más altas corresponden a la curva de rendimientos de Brasil, las cuales fueron soportadas por expectativas a principios del trimestre de que el Banco Central recortara la tasa de política moneta-

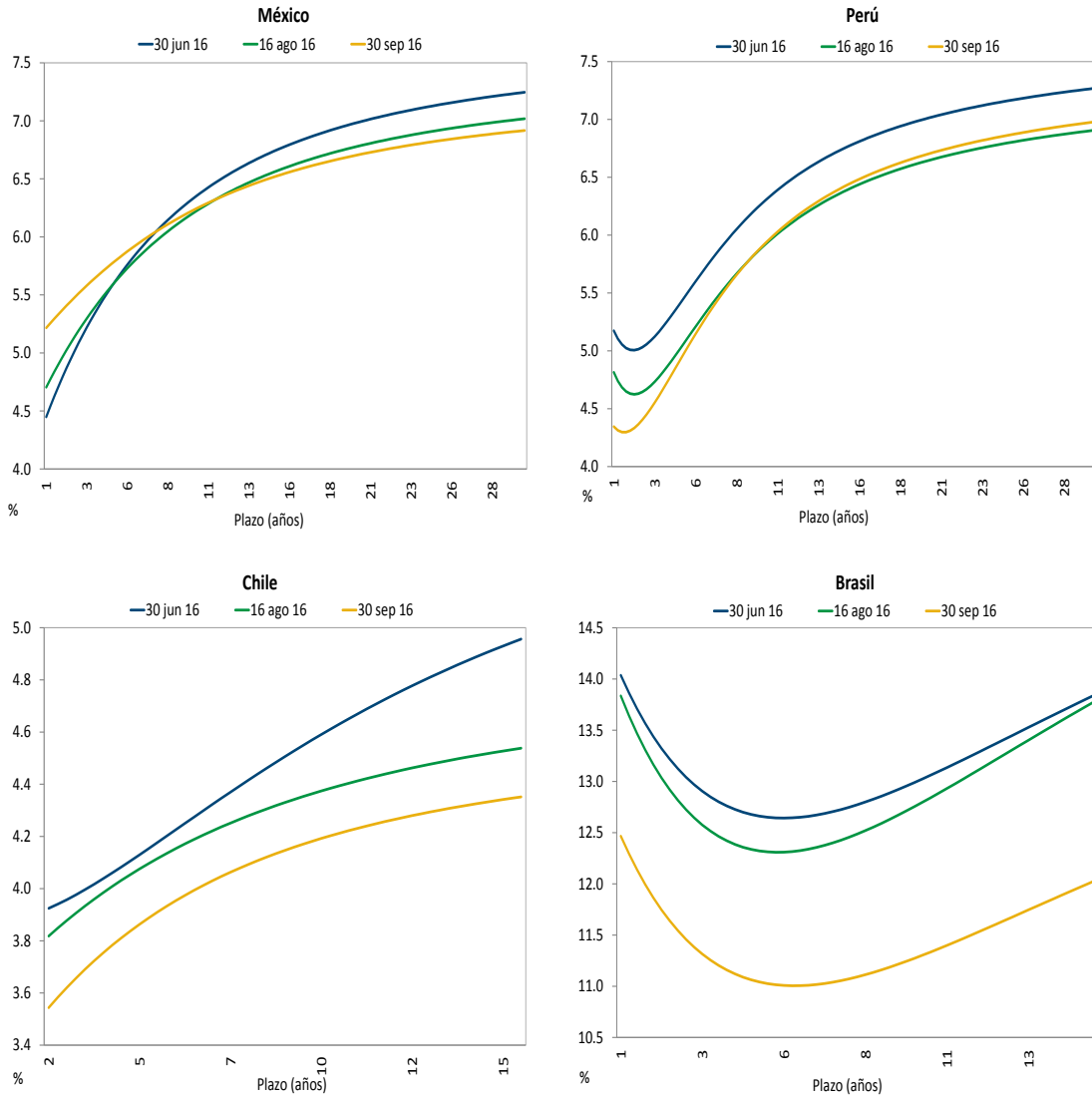
ria en el corto plazo, por mejores pronósticos de crecimiento para 2016 y 2017<sup>62</sup>, y por la búsqueda de rentabilidad por parte de inversionistas extranjeros.

En el caso particular de México, durante el trimestre se observaron expectativas de aumentos de la tasa de política monetaria, las cuales se materializaron al final del trimestre cuando el Banco Central de este país anunció un incremento de 50 p.b. Estas desvalorizaciones también estuvieron relacionadas con preocupaciones en torno a los efectos de la depreciación del peso mexicano sobre la inflación, con la situación fiscal<sup>63</sup>, con la incertidumbre respecto al resultado de las elecciones en EE.UU. y con el recorte de la perspectiva de la calificación de crédito del país a finales de agosto por parte de *Standard & Poor's*. La inflación y la tasa de política esperadas para finales del año aumentaron.

<sup>62</sup>Entre estos, en agosto el Gobierno Federal elevó su pronóstico de crecimiento económico de 1,2% a 1,7% para el año 2017.

<sup>63</sup>El Gobierno presentó el 9 de septiembre al Poder Legislativo un proyecto de presupuesto para el 2017 que busca un superávit presupuestario primario de 0.4% del PIB, el cual deberá ser aprobado antes del 15 de noviembre.

Gráfico 29: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2016 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$219,4 billones a \$227,2 billones.

El cupo para la emisión de TES de largo plazo del 2016 es de \$39 billones y en el 3T16 se emitieron \$10,9 billones<sup>64</sup>. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2016 es de \$13 billones y al 30 de septiembre el saldo era \$5,2 billones<sup>65</sup>. No hubo colocaciones de TES para regular la liquidez de la economía<sup>66</sup>.

Cabe mencionar varios hechos relacionados con el Gobierno que resultan relevantes para el mercado de deuda. En primer lugar, el 19 de agosto el Gobierno expidió el Decreto 1340 mediante el cual amplió en \$8 billones el cupo para emitir TES en el mercado local en 2016. El Gobierno informó que se había cumplido el 99 % de la meta de colocaciones para el 2016 y que el monto que excediera la meta quedaría disponible para atender obligaciones del año 2017. El Gobierno señaló que las colocaciones a través de entidades públicas habían impactado positivamente el desempeño de la meta de financiamiento por ese rubro y que esta ampliación se realizaba con el fin de atender la demanda potencial de estas entidades. Se aclaró que la meta establecida de colocaciones mediante subastas permanecía inalterada. En segundo lugar, el 14 de septiembre las comisiones conjuntas de Cámara de Representantes y Senado aprobaron el Presupuesto General de la Nación para el año 2017 por un monto de \$224,4 billones, de tal forma que este pasó del 19,2 % del PIB en 2016 al 18,8 % en 2017. Se espera que con esto el déficit fiscal se ubique en 3,9 % del PIB en 2016 y en 3,3 % en 2017. Además, El 22 de septiembre el Minis-

<sup>64</sup>Valores nominales. \$7,9 billones de TES en pesos y \$3 billones de TES UVR.

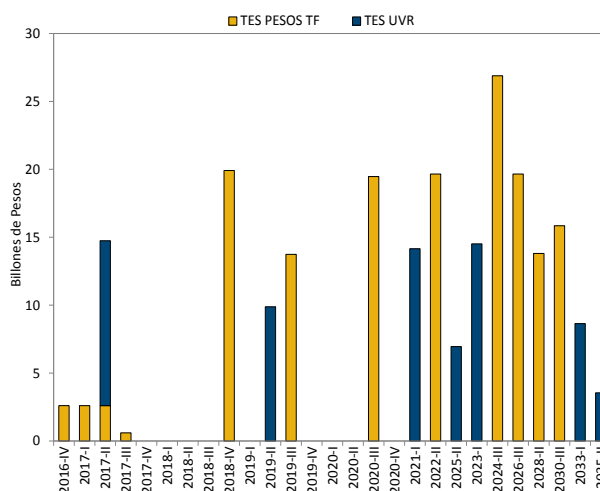
<sup>65</sup>En el 3T16 se emitieron \$2,6 billones.

<sup>66</sup>Los TES para regular la liquidez de la economía no pueden utilizarse para financiar apropiaciones del presupuesto general de la Nación y son administrados mediante depósito remunerado en el BR.

terio de Hacienda finalizó el programa de subastas de TES para el presente año en cumplimiento con la meta de financiamiento de \$22,6 billones.

En el 3T16 se presentaron vencimientos de TES en pesos en julio y septiembre (por cerca de \$5,2 billones y \$1,5 billones, respectivamente). En el *Gráfico 30* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con datos al 30 de septiembre, en lo restante del 2016 los vencimientos ascenderán a \$2,6 billones correspondientes al 1,65 % del saldo en circulación.

Gráfico 30: Proyección de Vencimientos TES



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

Durante el trimestre, los TES del tramo corto se valorizaron debido a la disminución de la inflación observada y a la expectativa de menor inflación para el cierre del año. Aunque aumentó la tasa de política monetaria, hubo presiones de valorización ante las compras de entidades públicas.

En cuanto a los bonos de mediano y largo plazo, en línea con el comportamiento de los mercados de deuda de los otros países de la región, los TES registraron valorizaciones durante el 3T16. Las valorizaciones se explican por expectativas de mayor liquidez mundial y la normalización más lenta de la política moneta-

ria en EE.UU. De igual forma, con la publicación de datos de inflación positivos en julio y agosto, algunos analistas consideraron una posible finalización del ciclo alcista de la tasa de política monetaria e incluso algunos agentes consideraron la posibilidad de futuros recortes en el corto plazo.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 3T16 con las del cierre del 2T16, se observan variaciones en promedio de -2 p.b. en el tramo corto, de -33 p.b. en el tramo medio y de -53 p.b. en el tramo largo<sup>67</sup> (Gráficos 31, 32 y 33). Cabe destacar que durante el trimestre las valorizaciones observadas a lo largo de la curva de rendimientos, junto con los incrementos de la tasa de referencia, resultaron en que esta última se ubicara por encima de los rendimientos de los TES para todos los plazos al final del trimestre.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 3T16 con las de finales del 2T16, se observan variaciones en promedio de 85 p.b. en el tramo corto, -24 p.b. en el tramo medio y -3 p.b. en el tramo largo<sup>68</sup>.

En el 3T16 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES en pesos por \$7,8 billones<sup>69</sup>. Al respecto es importante destacar que las compras netas del 3T16 son similares a las compras netas acumuladas en el 1T16 y 2T16 (\$7,8 billones), y superiores a las compras netas acumuladas a lo largo del 2015 (\$5,9 billones).

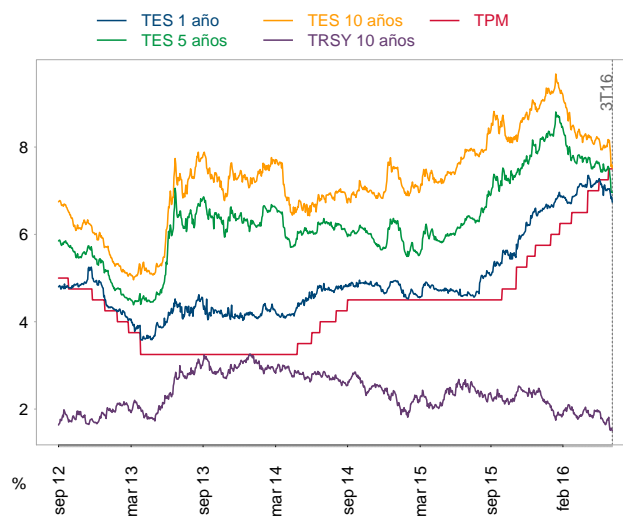
En relación con los saldos tanto en el mercado *spot* como en el *forward*, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 28,77% el 30 de junio a

<sup>67</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

<sup>68</sup>Idem.

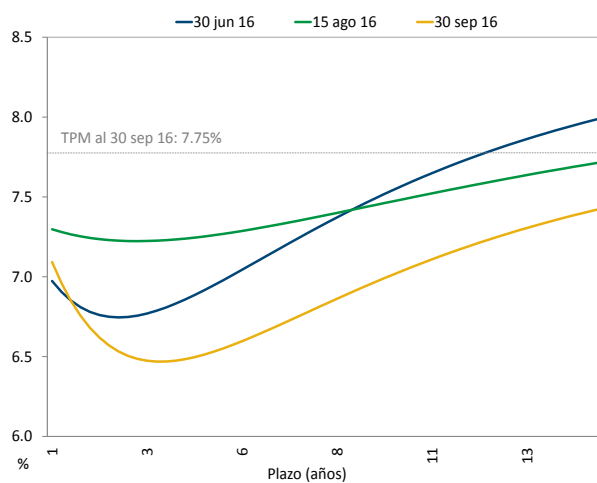
<sup>69</sup>Compras netas en el mercado *spot* por \$7,5 billones y en el mercado de *forwards* por \$261 miles de millones.

Gráfico 31: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



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

Gráfico 32: Curvas Spot Colombia



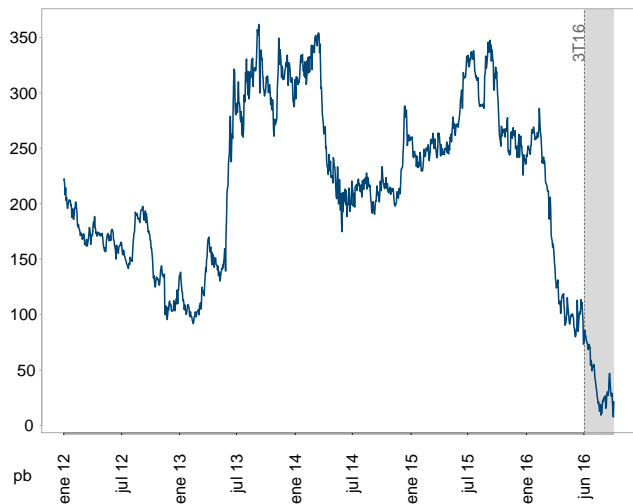
| Tramo Corto | Tramo Medio | Tramo Largo |
|-------------|-------------|-------------|
| -2 p.b.     | -33 p.b.    | -53 p.b.    |

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 30 de junio y 30 de septiembre de 2016. Cálculos: Banco de la República.

32,76% el 30 de septiembre<sup>70</sup>(Gráficos 34 y 35).

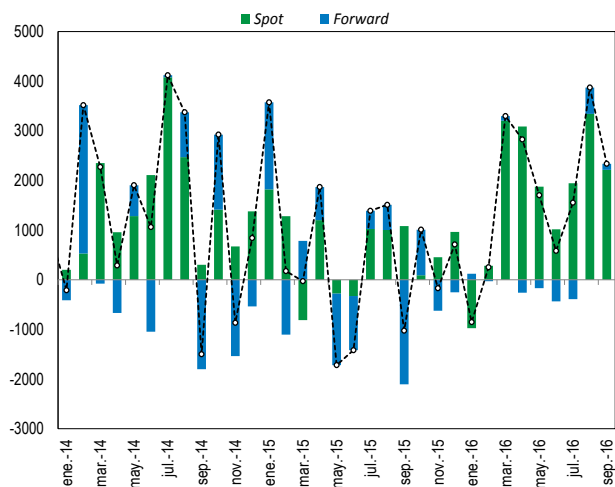
<sup>70</sup>Por su parte, la participación del saldo en TES denominados en

Gráfico 33: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



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

Gráfico 34: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros

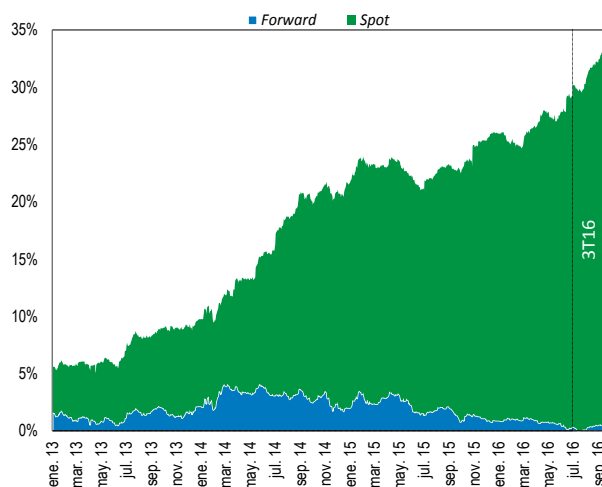


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 3T16 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 2T16. El promedio diario de negociación

UVR pasó de 0,85 % en junio a 1,73 % en septiembre del 2016.

Gráfico 35: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

fue \$3,7 billones<sup>71</sup>, similar al observado en el mismo período del año 2015 (Gráficos 36 y 37). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 22 % a 30 % entre el 2T16 y el 3T16, seguidos de los que vencen en julio del 2020, cuya participación pasó de 10 % a 12 %. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 36).

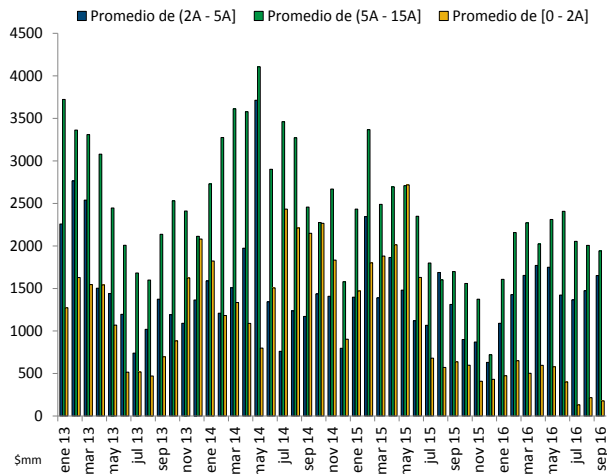
Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 46.591 contratos en el 2T16 a 43.576 contratos en el 3T16 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$11.648 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 6824 contratos el 30 de septiembre de 2016.

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

En el 3T16 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región registraron valoriza-

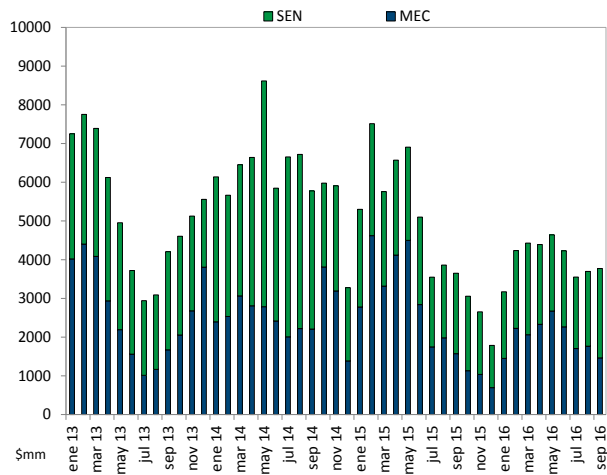
<sup>71</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 36: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Gráfico 37: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema

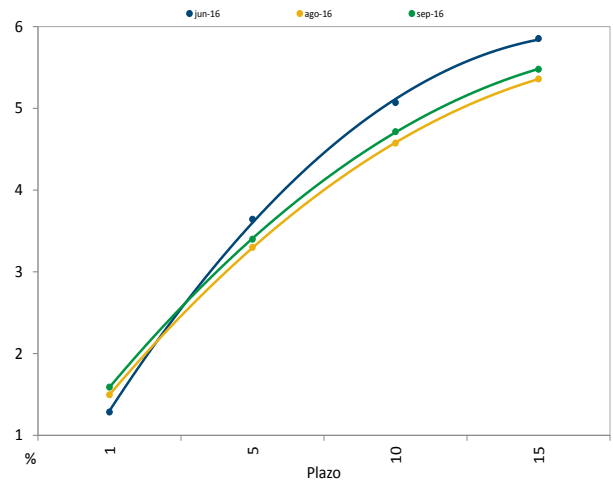


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

ciones, lo cual estuvo en línea con el comportamiento de los mercados locales de deuda y se relaciona con la menor percepción de riesgo internacional y con expectativas de continuidad de las condiciones de amplia liquidez a nivel global (Gráficos 38, 39 y 40). Cabe

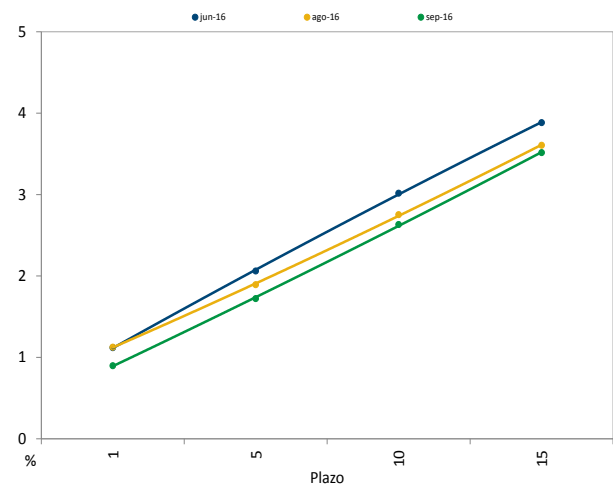
señalar que los bonos externos de México del tramo largo presentaron desvalorizaciones, de forma similar al comportamiento de su deuda interna.

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



Fuente: Bloomberg.

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

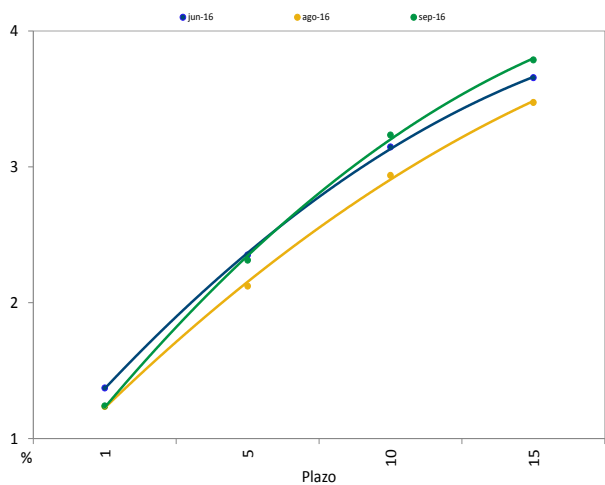


Fuente: Bloomberg.

En línea con lo anterior, las primas de riesgo de los



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



Fuente: Bloomberg.

países de la región disminuyeron en el periodo. En promedio, los EMBI para una muestra de países presentaron una caída de 26,4 p.b. (10,7%)<sup>72</sup>, mientras que el EMBI+ disminuyó 31,0 p.b. (8,2%) (Gráfico 41) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 23,2 p.b. (12,2%)<sup>73</sup> (Gráfico 2).

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

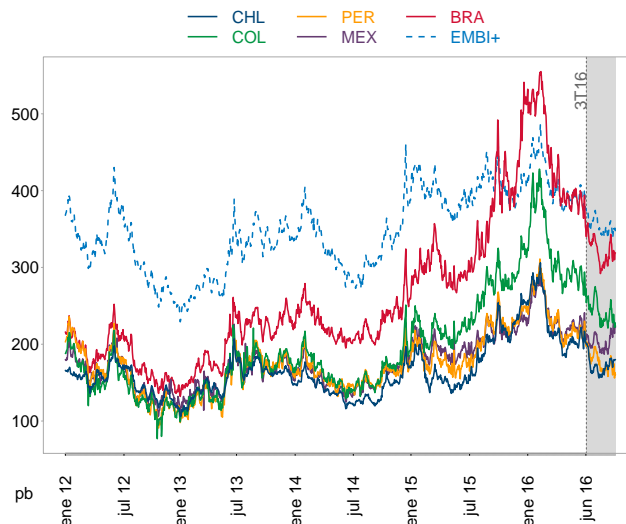
En el 3T16 la deuda externa de Colombia denominada en moneda extranjera presentó valorizaciones (Gráficos 42 y 43), lo cual estuvo en línea con el comportamiento de los TES y con el de la deuda de los demás países de la región.

En el Gráfico 44 se muestra la diferencia en el rendi-

<sup>72</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -49 p.b. (-18,0%), Brasil: -30 p.b. (-8,6%), México: +9 p.b. (+4,2%), Perú -40 p.b. (-20,0%) y el EMBI Global Chile: -22 p.b. (-10,9%).

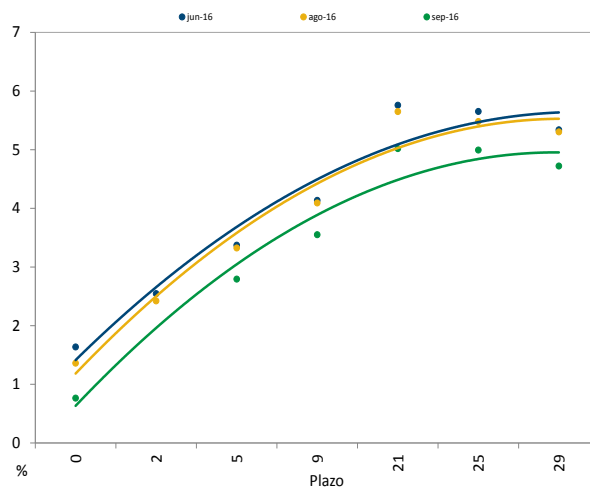
<sup>73</sup>Variaciones: Colombia: -35,5 p.b. (-17,3%), Brasil: -44,1 p.b. (-13,9%), México: +7,7 p.b. (+4,8%), Chile: -8,1 p.b. (-8,5%) y Perú: -36 p.b. (-25,9%).

Gráfico 41: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

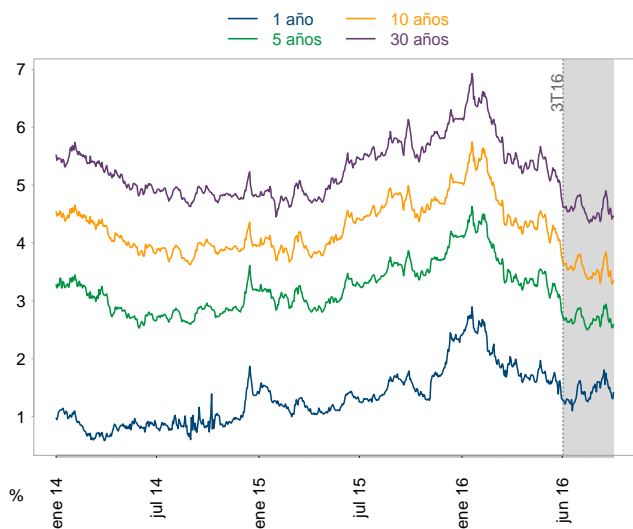
Gráfico 42: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

miento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares colocados en los mercados inter-

Gráfico 43: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Globales USD vs TES locales

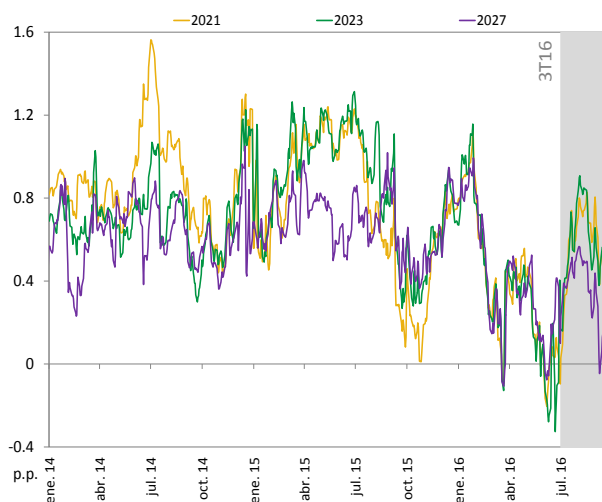


Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

nacionales. A lo largo del último trimestre este *spread* para los plazos de 5 y 10 años disminuyó por mayores valorizaciones de los bonos locales frente a las de los bonos externos, al tiempo que el *spread* a 1 año

cerró el trimestre en niveles cercanos a lo de finales del 2T16. Por otra parte, en el Gráfico 45 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos pero colocados en los mercados internacionales, y se observa que en el periodo este *spread* aumentó para los plazos 2021 y 2023 por las mayores valorizaciones de los TES Globales, al tiempo que el *spread* para 2027 disminuyó por una mayor valorización del bono local.

Gráfico 45: TES Globales vs TES locales



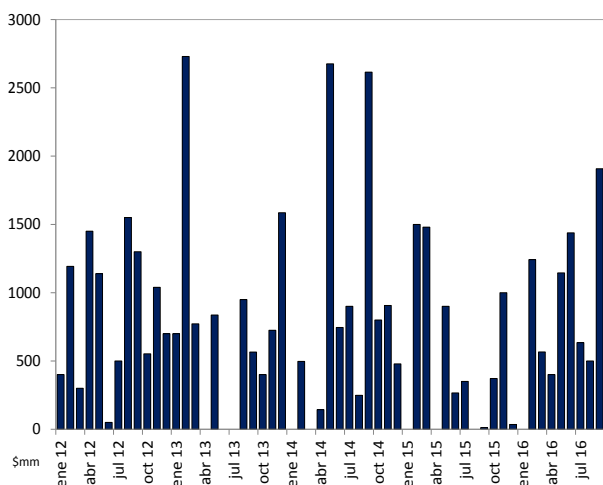
Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

## 7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 3T16 las colocaciones en el mercado primario de deuda privada presentaron un incremento frente a lo observado el trimestre anterior, de tal forma que pasaron de \$2.98 billones en el 2T16 a \$3.04 billones en el 3T16 (Gráfico 46). El sector no financiero realizó el 39% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 61% de las colocaciones.

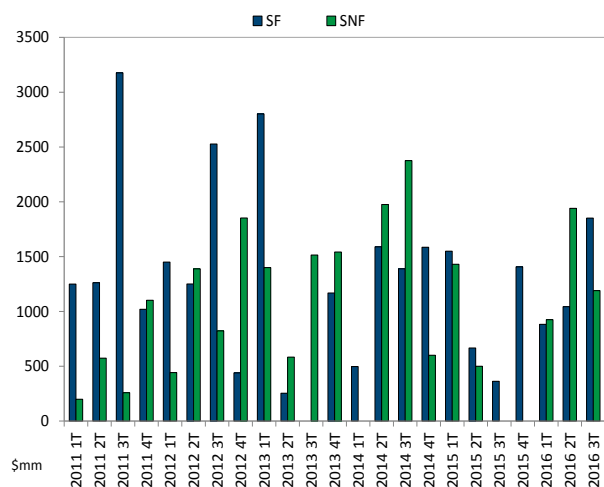
Durante el trimestre 8 entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (54%) y a tasa fija (46%) (Gráfico 48). El 21% de las

Gráfico 46: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 47: Monto Colocado por Sector

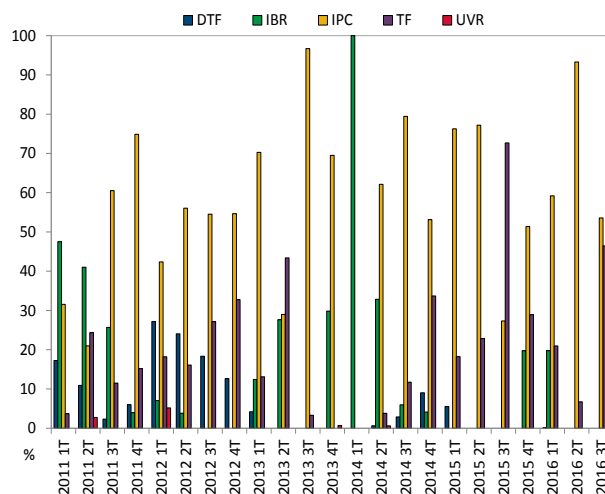


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 53 % a plazos entre 5 y 10 años y el 26 % restante a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 49).

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el

Gráfico 48: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 3T16

| Entidad                        | Monto* | Plazos** | Tasas   |
|--------------------------------|--------|----------|---------|
| Banco Corpbanca Colombia S.A.  | 500    | 4 a 15   | IPC, TF |
| Banco Davivienda S.A.          | 959    | 3 a 12   | IPC, TF |
| Banco Finandina S.A.           | 34     | 2,25     | TF      |
| CODENSA S.A. E.S.P.            | 90     | 4        | TF      |
| EMGESA S.A. E.S.P.             | 300    | 6        | TF      |
| ISAGEN S.A. E.S.P.             | 300    | 7 a 12   | IPC, TF |
| PROMIGAS S.A. E.S.P.           | 500    | 4 a 20   | IPC     |
| Titularizadora Colombiana S.A. | 359    | 10       | TF      |

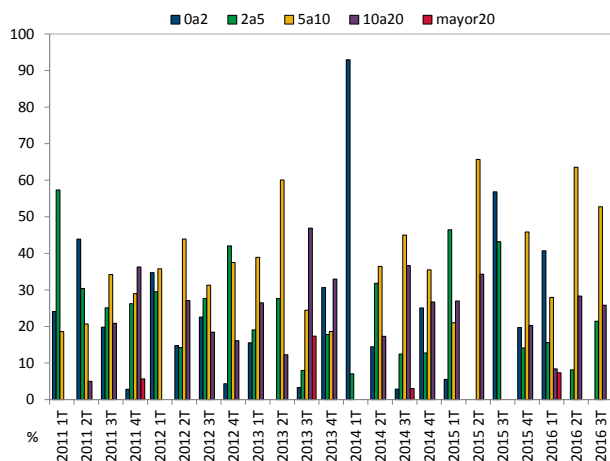
Fuente: BVC.\* miles de millones de pesos. \*\* años.

monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 2,34 (ant: 1,84). La demanda por colocaciones fue de \$7.13 billones (Gráfico 50).

## 8 Mercado Accionario

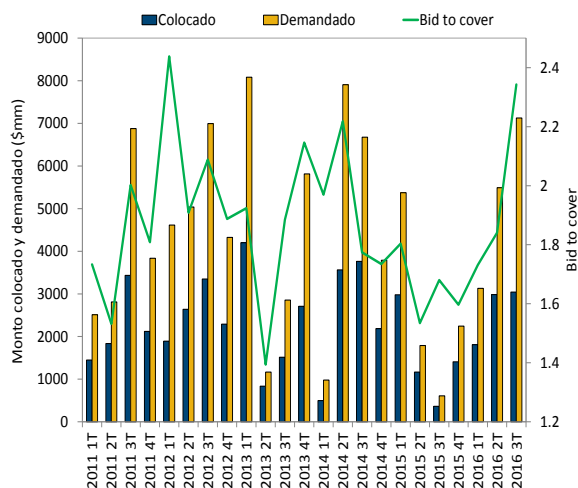
En el 3T16 los índices accionarios de países desarrollados y emergentes presentaron valorizaciones hasta mediados de agosto principalmente ante la menor percepción de riesgo internacional, y posteriormente una alta volatilidad sin una tendencia definida. En prome-

Gráfico 49: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 50: Monto Colocado vs Monto Demandado



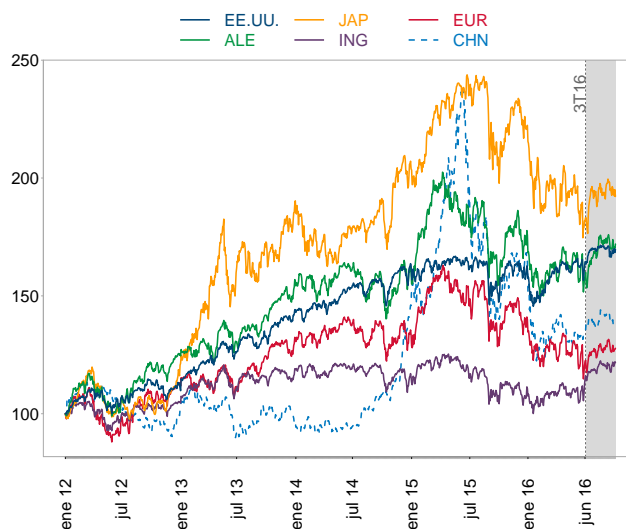
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

dio los índices accionarios se ubicaron en niveles superiores a los observados durante el 2T16 y las mayores valorizaciones se presentaron en países emergentes. Cabe destacar que la alta volatilidad al final del trimestre estuvo asociada a las expectativas sobre las decisiones de política monetaria de la Fed.

En el caso de EE.UU. todos sus índices accionarios se valorizaron en el 3T16: el *S&P500* 3,3%, el *Dow Jones* 2,1% y el *Nasdaq* 9,7%; en Europa el *Eurostoxx* se valorizó 4,8%, en Japón el *Nikkei Index* 5,6% y en China el *Shanghai Stock Exchange Composite Index* 2,6% (Gráfico 51).

En la región se presentaron valorizaciones en todos los índices accionarios en el trimestre, siendo las mayores las de las bolsas de Brasil y Perú. Específicamente, los índices en la región aumentaron en Brasil 13,3%, en Perú 10,4%, en México 2,8%, en Colombia 2,0% y en Chile 0,4%. El comportamiento de la bolsa de Perú estuvo impulsado, según analistas del mercado, a la búsqueda de posiciones en activos riesgosos por parte de inversionistas extranjeros, a las expectativas favorables sobre los balances corporativos del 2T16 y al buen desempeño de las empresas mineras, ante la valorización del cobre (0,1%) y la plata (2,5%). De otra parte, la valorización de la Bolsa de Brasil estuvo explicada por la llegada a la presidencia de Michel Temer en mayo, dado que se percibía como un gobierno pro-mercado (Gráfico 52).

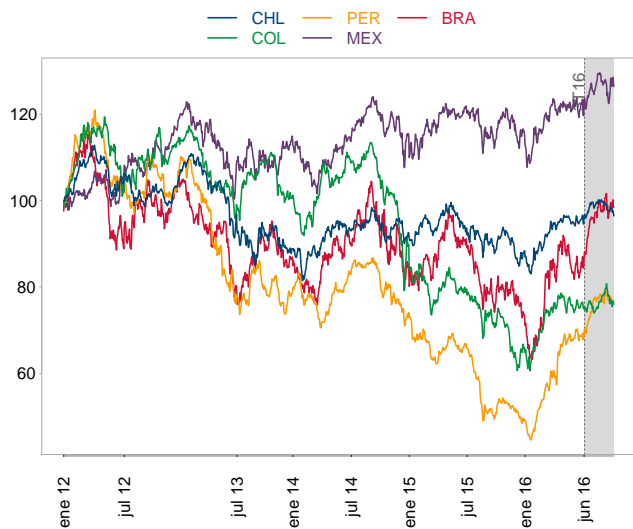
Gráfico 51: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

La volatilidad de los mercados accionarios de la región

Gráfico 52: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

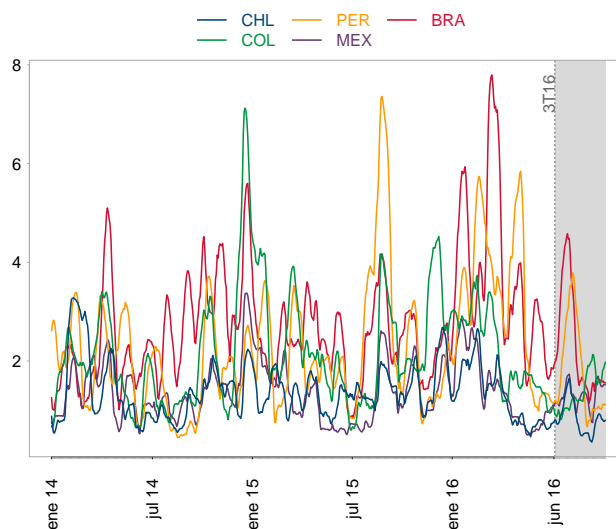
disminuyó frente a la observada el trimestre anterior. Los coeficientes de variación de los índices bursátiles en el 3T16 cayeron para las bolsas de Colombia, Perú y Brasil y aumentaron para las de Chile y México. En promedio el mayor coeficiente de variación lo presentó la Bolsa de Brasil, seguida por las bolsas de Perú, Colombia, México y Chile<sup>74</sup> (Gráfico 53). En materia de volatilidad condicional<sup>75</sup>, durante el trimestre la volatilidad promedio de los países de la región analizados disminuyó 0,15% frente al trimestre anterior. En particular la volatilidad condicional se redujo en Perú 0,39%, en Brasil 0,37%, en Colombia 0,07% y en México 0,06%, mientras que se mantuvo inalterada en Chile. La mayor volatilidad promedio en el trimestre la presentó la Bolsa de Brasil, seguida en su orden por las de Perú, Colombia, México y Chile (Gráfico 54).

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por

<sup>74</sup>IBOV de Brasil: 2,3 (trimestre anterior: 2,6), IGBVL de Perú: 1,8 (trimestre anterior: 2,6), COLCAP de Colombia: 1,4 (trimestre anterior: 1,5), MEXBOL de México: 1,3 (trimestre anterior: 0,9) y IPSA de Chile: 0,9 (trimestre anterior: 0,8).

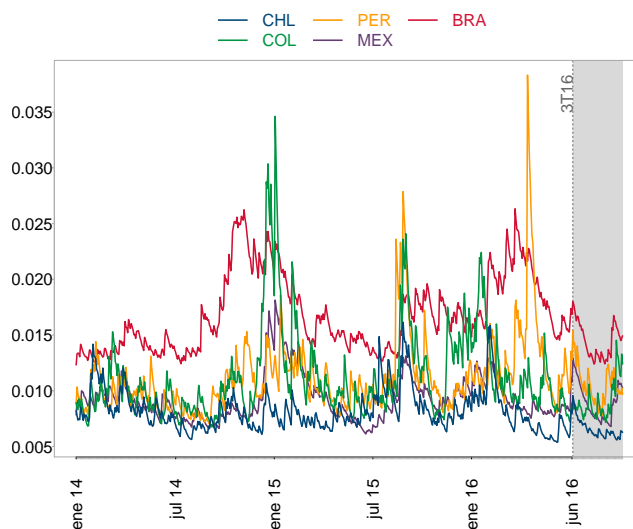
<sup>75</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 53: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

Gráfico 54: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

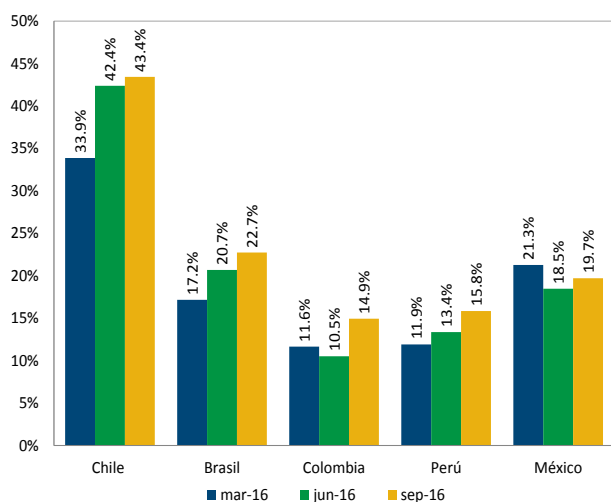
flotante disponible como porcentaje del PIB, se observa que con datos estimados del PIB para el 2016<sup>76</sup>

<sup>76</sup>Fuente: reporte del FMI *World Economic Outlook* de abril de 2016.

y datos de capitalización bursátil ajustada a septiembre de 2016<sup>77</sup>, la Bolsa de Chile presentó la más alta de la región (43%), seguida por la de las bolsas de Brasil (23%), México (20%), Perú (16%) y Colombia (15%)<sup>78</sup> (Gráfico 55).

Por otra parte, según el indicador de velocidad de rotación calculado a septiembre de 2016<sup>79</sup>, en la región la bolsa de Brasil presentó el mayor valor, con un porcentaje de 68%, seguida por las bolsas de México con 29%, Colombia con 15%, Chile con 10% y Perú con 2% (Gráfico 56).

Gráfico 55: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



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

Cálculos: Banco de la República.

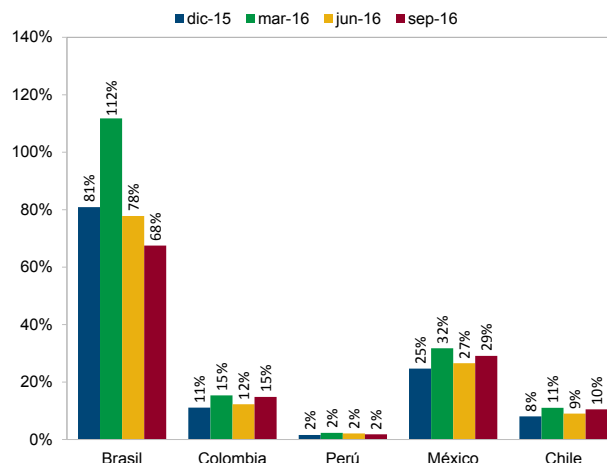
En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 3T16 los inversionistas colombia-

<sup>77</sup>Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges. Cálculos: Banco de la República.

<sup>78</sup>A septiembre de 2016 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB fue de 37%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 6,5%.

<sup>79</sup>Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil. Fuente: World Federation of Exchanges.

Gráfico 56: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable



Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

nos vendieron en neto acciones en este mercado por \$1,2 miles de millones (compras de \$1,4 miles de millones y ventas de \$2,7 miles de millones), mientras que habían comprado en el 2T16 en neto acciones por \$12,3 miles de millones y en el 1T16 \$11,4 miles de millones. En el trimestre, el 87% de las operaciones de compra de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) correspondieron a activos colombianos; mientras que el 76% de las ventas fueron activos colombianos. El índice S&P Mila 40<sup>80</sup> presentó una valorización de 1,1% durante el 3T16 (Gráfico 57).

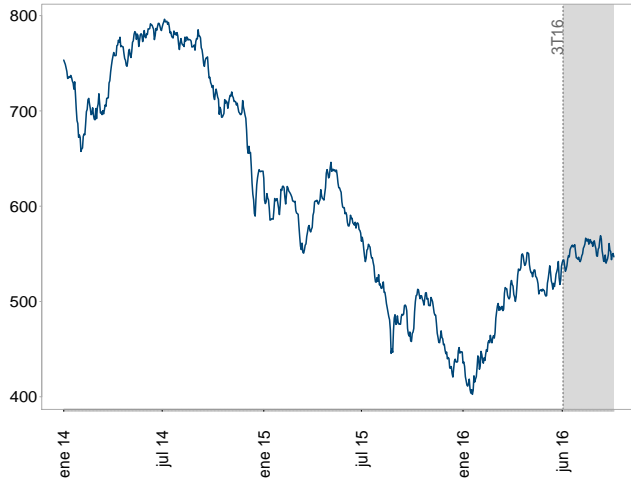
En Colombia, el promedio diario negociado durante el 3T16 en el mercado accionario fue de \$129,3 miles de millones, inferior al promedio observado en los dos primeros trimestres de 2016 (en el 2T16 fue de \$129,5 miles de millones y en el 1T16 fue de \$131,9 miles de millones)<sup>81</sup> (Gráfico 58). En el trimestre no hubo colocaciones de acciones.

Los principales demandantes netos en el mercado se-

<sup>80</sup>El cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado.

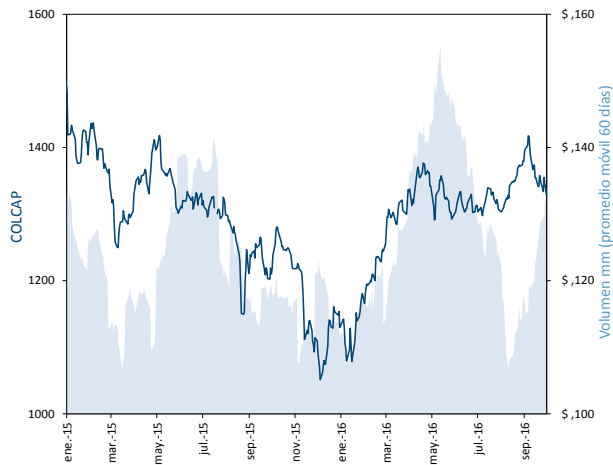
<sup>81</sup>Estos montos corresponden a los montos negociados de las acciones que hacen parte del Colcap.

Gráfico 57: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58: COLCAP y Volumen Transado Diario

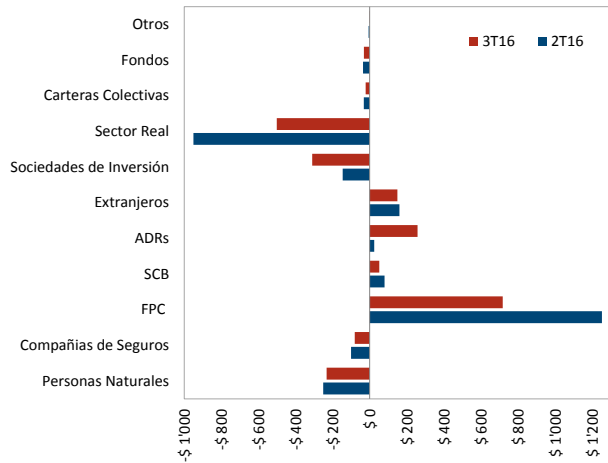


Fuente: Bloomberg.

cundario de acciones durante el trimestre fueron los fondos de pensiones y cesantías, los ADR's<sup>82</sup> y los extranjeros que compraron en neto \$718 miles de millones, \$258 miles de millones y \$149 miles de millones, respectivamente. Por su parte, los principales oferentes netos fueron el sector real que vendió en neto \$501

<sup>82</sup>American Depositary Receipt

Gráfico 59: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

miles de millones, las sociedades de inversión y las personas naturales que ofrecieron en neto \$310 miles de millones y \$232 miles de millones, respectivamente (Gráfico 59).

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 171 contratos frente a 45 contratos negociados en el 2T16<sup>83</sup>.

<sup>83</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.