



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2015

Banco de la República

Octubre de 2015

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional

Juliana Pinzón

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado cambiario	6
2.2	Política Monetaria	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	12
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	18
6	Mercado Monetario y Renta Fija	20
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	20
6.2	Mercado Monetario Colombiano	21
6.3	Mercado de Deuda Pública	23
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	23
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia	25
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	28
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	29
7	Mercado de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	33

Índice de Gráficos

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

44	Globales USD vs TES locales	30
45	TES Globales vs TES locales	31
46	Monto Total Colocado	31
47	Monto Colocado por Sector	32
48	Colocaciones por Tasa de Interés	32
49	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	32
50	Monto Colocado vs Monto Demandado	32
51	Índices Accionarios Países Desarrollados	33
52	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	33
53	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	34
54	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	34
55	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB	35
56	Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable	35
57	IGBC y Volumen Transado Diario	35

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	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	17
7	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM	20
8	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2015	21
9	Crecimiento 2T15 y Expectativas para 2015	21
10	Emisiones Deuda Privada 2T15	31

1 Introducción

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

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

El tercer trimestre de 2015 se caracterizó por cambios importantes en la percepción de riesgo internacional ante los eventos asociados con Grecia y los nuevos acuerdos logrados para su siguiente ronda de ayuda financiera, así como la incertidumbre frente al desempeño de la economía China y sobre las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos. En este contexto, se observó una alta preferencia por activos seguros lo cual explica en gran medida la continuidad en la tendencia de valorización del dólar americano así como la valorización de los *Treasuries*. Por otra parte, las perspectivas de un menor ritmo de crecimiento de la economía mundial, así como una caída en los precios de los *commodities* continuaron generando preocupaciones particularmente sobre el desempeño de las economías emergentes.

En América Latina los mercados de deuda, accionario y cambiario se deterioraron en línea con el contexto internacional, aunque factores locales también tuvieron un rol importante en sus dinámicas. En particular se destaca la respuesta de los mercados financieros de Brasil, los cuales se vieron altamente influenciados por las expectativas de deterioro en el desempeño económico y por los escándalos de corrupción que involucran al Gobierno, lo que redundó en los recortes de la calificación crediticia del país a niveles por debajo del grado de inversión.

En Colombia, los indicadores de confianza, inflación y expectativas económicas continuaron debilitándose, lo que influyó en la caída de los precios de los activos locales. En contraste, datos como el de crecimiento del segundo trimestre y la autorización del Consejo de Estado para la venta de Isagen pudieron generar episodios de valorizaciones al interior del trimestre.

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

Durante el tercer trimestre de 2015, el comportamiento de los mercados financieros a nivel global estuvo influenciado por la incertidumbre en torno al desempeño económico de China, la evolución de los precios de los *commodities*, las perspectivas de menor crecimiento económico mundial, y al efecto que esto tendría sobre las decisiones de política monetaria de países desarrollados. A nivel local, en términos generales los principales indicadores de confianza de los agentes se deterioraron a pesar de que el dato de crecimiento del segundo trimestre del 2015 superara las expectativas de los analistas.

2.1 Mercado cambiario

En general en el tercer trimestre de 2015 el dólar estadounidense se fortaleció a nivel mundial. Las monedas que presentaron la mayor depreciación fueron el real brasileño, el peso colombiano y el rublo ruso, mientras que las que registraron la mayor apreciación fueron el franco suizo, la corona islandesa y el yen japonés.

2.2 Política Monetaria

En el tercer trimestre de 2015 los bancos centrales de países desarrollados (Estados Unidos, Inglaterra, y la Zona Euro) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos. Además, el Banco Central de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto para que la base monetaria aumente a un ritmo anual de JPY80 trillones.

Por su parte, en Latinoamérica los bancos centrales de Brasil, Perú y Colombia aumentaron sus tasas de referencia en 50 p.b, 25 p.b. y 25 p.b, respectivamente, mientras que los de México y Chile las dejaron inalteradas.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los bonos de deuda de corto plazo de EE.UU. no presentaron movimientos significativos, mientras que los de mediano y largo plazo se valorizaron ante la demanda de activos refugio. Las valorizaciones también estuvieron asociadas a la publicación de algunos resultados corporativos débiles.

Los títulos de deuda pública interna de países de la región se desvalorizaron, con excepción de los de México y los de largo plazo de Chile. A nivel regional, el incremento de las primas de riesgo (reflejadas en mayores valores de los CDS) estuvo relacionado con la disminución de los precios de los productos básicos, y las perspectivas de menor crecimiento y de mayor inflación.

En línea con el comportamiento de los mercados de deuda de Brasil y Perú, los TES registraron desvalorizaciones durante el trimestre, principalmente en agosto y septiembre. En adición a los factores internacionales, las desvalorizaciones de los TES fueron reforzadas por factores locales como preocupaciones respecto a la situación fiscal de

Colombia ante la disminución del precio del petróleo y las expectativas de mayor inflación y de incrementos de la tasa de política monetaria, lo que tuvo impacto especialmente en las tasas de corto plazo.

En línea con los mercados locales de deuda, la deuda pública externa de Colombia y la de otros países de la región presentó desvalorizaciones a lo largo de todo el trimestre, siendo los bonos de Brasil los que registraron las mayores.

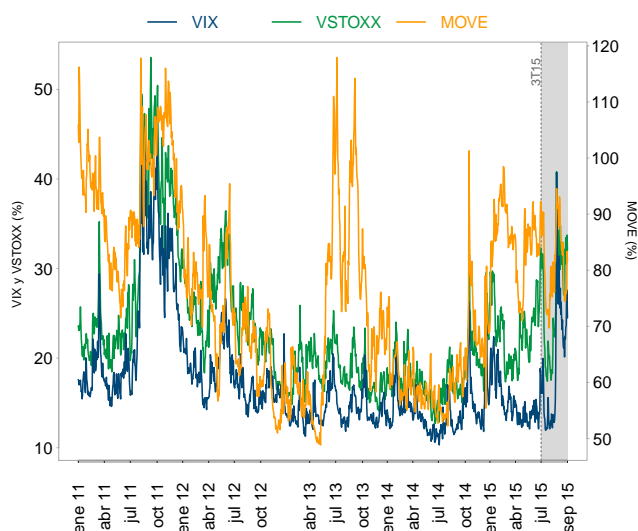
2.4 Mercado accionario

Los mercados accionarios de países desarrollados y emergentes se desvalorizaron. En América Latina las desvalorizaciones del mercado accionario estuvieron asociadas al comportamiento de los mercados financieros globales y además a las perspectivas de menor crecimiento económico de la región y a la disminución en los precios de los *commodities*.

3 Entorno internacional

En el tercer trimestre del 2015 (3T15) los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional aumentaron frente al cierre del trimestre anterior, en particular en Estados Unidos y economías emergentes. El comportamiento de los índices estuvo influenciado por la incertidumbre en torno al desempeño económico de China, la evolución de los precios de los *commodities*, perspectivas de menor crecimiento económico a nivel mundial y al efecto que esto tendría sobre las decisiones de política monetaria de países desarrollados (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

Al inicio del trimestre se observó una mejoría en los indicadores de percepción de riesgo a nivel mundial frente al cierre del mes de junio, tras el acuerdo alcanzado por los líderes de la Zona Euro para negociar con Grecia un tercer paquete de rescate (EUR86.000 millones), que le permitiría cumplir con sus obligaciones de deuda y asegurar la estabilidad del sistema financiero. A esto se sumó la aprobación por parte del Parlamento griego tanto del programa como de las condiciones impuestas por los acreedores internacionales

para su desembolso. Posteriormente, una vez el Eurogrupo ratificó su decisión de conceder la asistencia financiera a este país y Alexis Tsipras fuera reelegido como Primer Ministro de Grecia¹, se redujo la incertidumbre política que había imperado hasta ese momento.

Desde mediados de agosto, la atención de los mercados financieros se concentró principalmente en el débil dinamismo de la actividad económica de China, el cual se reflejó en la publicación de datos negativos del sector manufacturero y de comercio exterior², y en la decisión del Banco Central (BCCh) de este país de devaluar la cotización fija del yuan en tres jornadas consecutivas³. En este contexto, el mercado accionario de China experimentó el 24 de agosto sus mayores pérdidas desde la crisis financiera de 2008, lo que estuvo acompañado de caídas en los precios de los *commodities* y de un incremento significativo de los indicadores de percepción de riesgo VIX y VSTOXX, los cuales alcanzaron niveles no observados desde el año 2011⁴.

Tras el anuncio del BCCh de recortar tanto el coeficiente de reservas obligatorias⁵ como sus tasas de interés de préstamos y depósitos⁶ se aliviaron las presiones al alza de los indicadores de riesgo.

¹En agosto, Alexis Tsipras anunció su renuncia y convocó a elecciones anticipadas, con el fin de que el país decidiera si este debía seguir o no en la cabeza del Gobierno. El resultado de las elecciones llevadas a cabo en septiembre confirmó su continuidad en el mandato por los próximos cuatro años.

²El PMI manufacturero se ubicó en terreno de contracción durante el trimestre y llegó a alcanzar niveles no observados desde el año 2009. Adicionalmente, las importaciones se contrajeron 8,1% en julio (esp: -8%), 13,8% en agosto (esp: -7,9%) y 20,4% en septiembre (esp: -16%); y las exportaciones, 8,3% en julio (esp: -1,5%), 5,5% en agosto (esp: -6,6%) y 3,7% en septiembre (esp: -6%).

³Entre el 11 y el 13 de agosto el punto medio de la cotización del yuan, definida por el BCCh aumentó 4,66%. La autoridad monetaria argumentó que esta decisión estaba orientada a que las fuerzas del mercado tuvieran un rol más importante en la formación de precios.

⁴VIX: 40,74 puntos y VSTOXX: 40,8 puntos.

⁵El BCCh lo redujo en 50 p.b., con lo cual lo ubicó en 18%.

⁶El BCCh las redujo en 25 p.b., con lo cual las ubicó en 4,6% y 1,75%, respectivamente.

De otro lado, se destaca que en el trimestre analizado persistió la incertidumbre en torno a la política monetaria de Estados Unidos (EE.UU.), en medio de un escenario caracterizado por débiles perspectivas de crecimiento a nivel mundial, principalmente de países emergentes, y un repunte gradual de la economía estadounidense. Con respecto a este último punto, se destaca la publicación de datos favorables de empleo⁷, del sector de servicios⁸ y de crecimiento económico⁹. Adicionalmente, pese a que las minutas de la reunión de política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de julio y el comunicado de la reunión de septiembre resaltaron un mejor dinamismo en el mercado laboral y la actividad económica estadounidense, también intensificaron los temores con respecto al desempeño económico mundial y pusieron de manifiesto la preocupación de los miembros del FOMC¹⁰ por los riesgos que podría representar la desaceleración económica de China sobre las perspectivas de crecimiento de EE.UU..

Por su parte, en Europa, pese a que fueron publicados datos favorables a lo largo del trimestre, en particular del mercado laboral y del sector manufacturero y de servicios¹¹, el Banco Central Europeo (BCE) redujo sus proyecciones de crecimiento para 2015, 2016 y

⁷La tasa de desempleo se ubicó en 5,3% en julio (jul/14: 6,2%), 5,1% en agosto (ago/14: 6,1%) y 5,1% en septiembre (sep/14: 5,9%).

⁸El ISM de servicios de julio y agosto se ubicó en 60,3 puntos (esp: 56,2 puntos) y 59 puntos (esp: 58,2 puntos), respectivamente, datos superiores a los esperados por el mercado.

⁹El PIB del 2T15 se expandió 3,9%, dato superior al esperado por el mercado de 3,7% (dato esperado en la primera estimación del PIB fue de 2,5%).

¹⁰*Federal Open Market Committee*, por sus siglas en inglés.

¹¹El PIB del 2T15 registró una variación trimestral de 0,4% (esp: 0,3%, ant: 0,4%) y anual de 1,5% (esp: 1,2%, ant: 1,5%). España, Grecia, Alemania e Italia crecieron 1%, 0,9%, 0,4% y 0,3%, respectivamente, frente al 1T15. Asimismo, la producción industrial del mes julio aumentó 0,6% (esp: 0,3%, ant: -0,3%) y el índice de confianza económica de agosto aumentó a 104,2 puntos (esp: 103,8 puntos, ant: 104 puntos). La tasa de desempleo para los meses julio (obs: 10,9%, jul/14: 11,6%) y agosto (obs: 10,9%, ago/14: 11,5%) se ubicó en niveles inferiores a los observados en los mismos meses del año anterior. Finalmente, el PMI compuesto elaborado por Markit para el mes de julio alcanzó su mayor nivel desde mayo de 2011 (obs: 54,3).

2017¹², debido a la caída de la demanda mundial ante el menor dinamismo en la actividad económica de países emergentes. Bajo este escenario, el BCE decidió incrementar el límite de sus compras de activos públicos del 25% al 33% de la emisión total de cada título y dejó abierta la posibilidad de que el programa de compra de activos fuera extendido y/o incrementado antes de finalizar el 2015.

Finalmente, entre otros factores que imprimieron volatilidad a los mercados, se destaca el recorte de las proyecciones de crecimiento mundial por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el 2015¹³; el escándalo que surgió alrededor de la empresa Volkswagen al finalizar el trimestre¹⁴; y las señales de un moderado ritmo de crecimiento del sector de servicios y manufacturas en Reino Unido¹⁵.

En cuanto a política monetaria, la Fed (entre 0% y 0,25%), el Banco Central de Inglaterra¹⁶ (0,5%) y el BCE (0,05%) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos. Por su parte, el Banco Central de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto para que la base monetaria aumente a un ritmo anual de JPY80 trillones.

En línea con el comportamiento de los indicadores de riesgo de países desarrollados, los de países emergentes aumentaron durante el trimestre, influenciados por perspectivas de menor crecimiento y por la disminu-

¹²Las proyecciones publicadas en septiembre fueron de 1,4% para 2015 (ant-jun: 1,5%), de 1,7% para 2016 (ant-jun: 1,9%) y de 1,8% para 2017 (ant-jun: 2%).

¹³En julio, el FMI redujo las previsiones de crecimiento mundial para el 2015 de 3,5% a 3,3%. Adicionalmente, recortó las previsiones de crecimiento para América Latina para el 2015 y el 2016 a 0,5% (ant: 0,9%) y a 1,7% (ant: 2%), respectivamente.

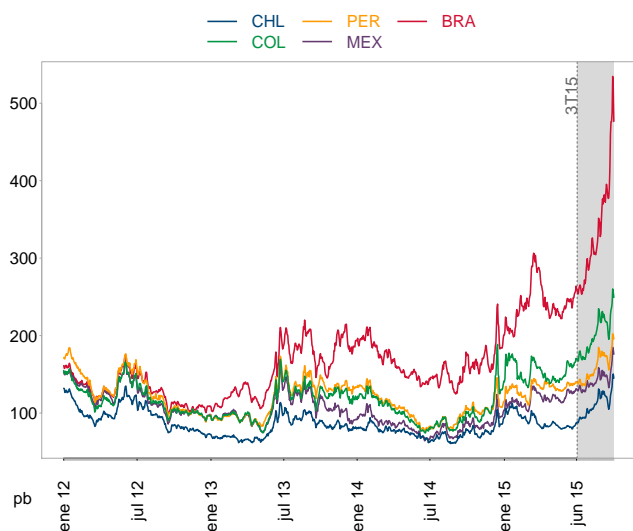
¹⁴Se descubrió que la firma manipuló las pruebas de emisiones de varios de sus modelos de vehículos *diesel* en EE.UU..

¹⁵En agosto, el PMI manufacturero disminuyó de 51,9 puntos a 51,5 puntos, y el PMI de servicios, de 57,4 puntos a 55,6 puntos. De igual manera, en julio el índice de producción industrial disminuyó por segundo mes consecutivo en 0,4% (esp: 0,1%).

¹⁶De igual manera, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en GBP375.000 millones.

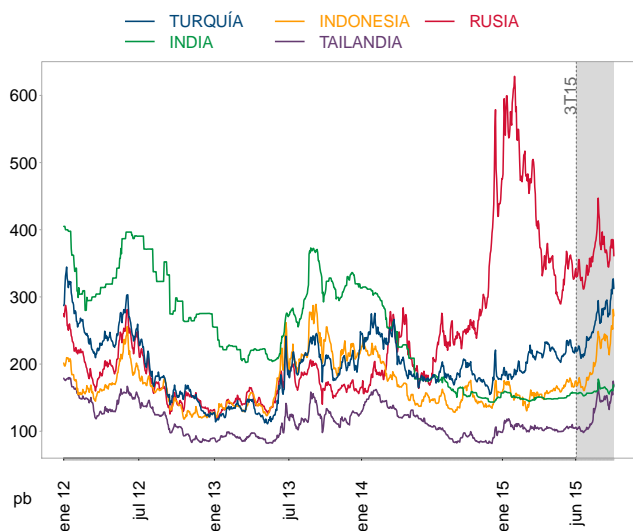
ción de los precios de los *commodities* (Gráfico 2 y Gráfico 3).

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

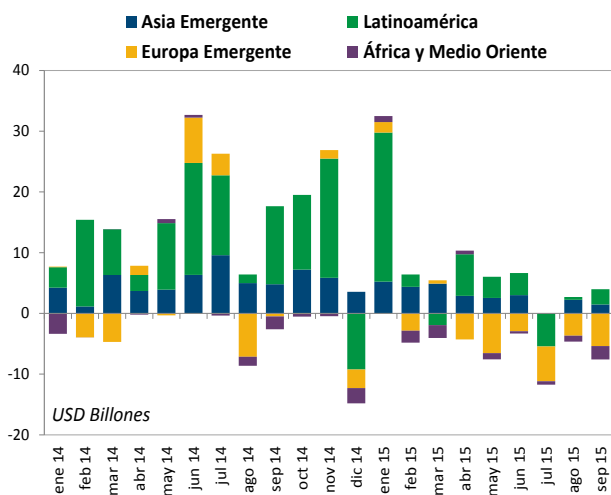
Específicamente, se destaca el descenso que experimentaron los precios del petróleo entre julio y agosto¹⁷, el cual estuvo asociado a expectativas de una menor demanda futura por señales de desaceleración de China, al incremento de la producción de EE.UU. y de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), y al acuerdo que alcanzó el grupo de países del G6 con Irán para limitar el programa nuclear que adelantaba ese país, acuerdo que pondría fin de manera gradual a las sanciones que le habían sido impuestas y que conllevaría al incremento en la oferta mundial de crudo. Posteriormente, los precios del petróleo corrigieron parcialmente al alza en septiembre por el anuncio de la OPEP de entablar diálogos con los demás productores de petróleo, ante las persistentes presiones a la baja en los precios de este producto.

En este contexto, según cifras publicadas por el Institute of International Finance (IIF), hubo salidas de capitales de economías emergentes por concepto de inversión de portafolio, lo que contrasta con las entradas observadas en el segundo trimestre del año (3T15: -36,73 billones vs. 2T15: +USD32,6 billones). Esto se explica principalmente por salidas del mercado accionario de economías emergentes asiáticas y del de deuda de las europeas. En particular, para los mercados de renta fija estimó salidas netas por USD17,26 billones (2T15: +USD7,86 billones) y para el de renta variable de USD19,48 billones (2T15: +USD24,74 billones) (Gráfico 4 y Gráfico 5). Por su parte, en América Latina se registraron salidas en el mercado de renta variable por USD1,49 billones (2T15: +USD6,68 billones) y en el de deuda por USD2,46 billones (2T15: +USD13,96 billones). Con respecto a este último punto se destaca que en julio se presentaron salidas por USD5,44 billones del mercado de deuda, lo cual no se observaba desde diciembre de 2014.

En cuanto al crecimiento del PIB de los países de la región, en el 2T15 el PIB de Chile (1,9% anual), el de México (2,2% anual) y el de Colombia (3% anual) presentaron un crecimiento superior a los esperados

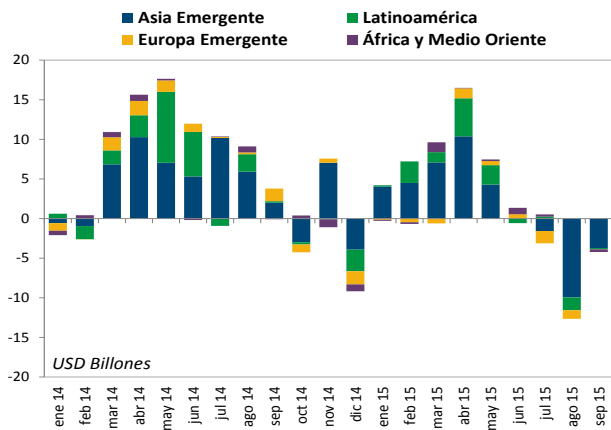
¹⁷Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre el precio de petróleo WTI disminuyó 24,2% y el del Brent 23,2%.

Gráfico 4: Flujos de extranjeros en bonos en Economías Emergentes



Fuente: Institute of International Finance. Cifras en billones de dólares.

Gráfico 5: Flujos de extranjeros en acciones en Economías Emergentes



Fuente: IIF. Cifras en billones de dólares.

por el mercado¹⁸, mientras que el de Perú (3% anual) estuvo por debajo de las expectativas¹⁹. Por su parte,

¹⁸Los mercados esperaban un crecimiento de 1,7% para Chile, de 2,1% para México y de 2,9% para Colombia.

¹⁹El mercado esperaba un crecimiento de 3,1%.

el PIB de Brasil se contrajo 2,6% en términos anuales, con lo cual presentó una caída superior a la esperada de 2,1%.

Se destaca que durante el periodo la agencia Fitch revisó la perspectiva de la calificación crediticia de Brasil de estable a negativa (de BBB), Moody's la recortó de Baa2 a Baa3, ubicándola en el menor nivel de grado de inversión, y Standard & Poor's (S&P) la redujo de BBB- a BB+, con lo cual la ubicó por debajo del nivel de grado de inversión²⁰. De acuerdo con esta última agencia, la inestabilidad política y el alto grado de endeudamiento elevaron la incertidumbre sobre el perfil crediticio del país.

Finalmente, con respecto a la política monetaria de economías emergentes, la mayoría de bancos centrales de los países analizados redujeron sus tasas de interés de referencia, con el fin de dar mayor impulso a sus economías. Sin embargo, los bancos centrales de otros países de la muestra, como fue el caso de algunas economías de América Latina, la incrementaron durante el trimestre.

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

	Jun 2015	Sep 2015	Δ 3T15 (p.b)
Ucrania	30.0%	22.0%	-800
Serbia	6.0%	5.0%	-100
Rusia	11.5%	11.0%	-50
Nueva Zelanda	3.3%	2.8%	-50
India	7.3%	6.8%	-50
China	4.9%	4.6%	-25
Noruega	1.0%	0.8%	-25
Canadá	0.8%	0.5%	-25
Hungría	1.5%	1.4%	-15
Suecia	-0.3%	-0.4%	-10
México	3.0%	3.0%	0
Chile	3.0%	3.0%	0
Sudáfrica	5.8%	6.0%	25
Perú	3.3%	3.5%	25
Colombia	4.5%	4.8%	25
Brasil	13.8%	14.3%	50
Islandia	5.8%	6.3%	50

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

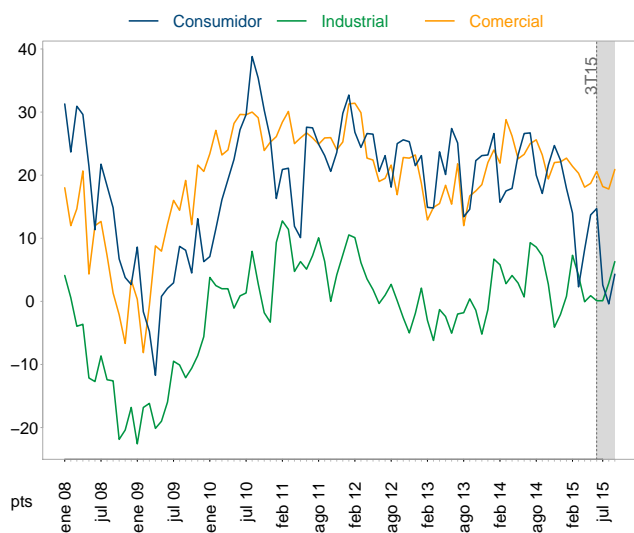
²⁰Adicionalmente, S&P recortó la calificación de alrededor de 30 empresas, entre las que se encuentra Petrobras (de BBB- a BB).

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Si bien la confianza de los industriales mejoró y la de comerciantes se mantuvo estable, en general, durante el 3T15 la percepción de riesgo a nivel local se deterioró. Además, los márgenes de cartera disminuyeron principalmente como consecuencia del incremento en las tasas de los TES. A pesar del comportamiento de los indicadores, el dato de crecimiento del PIB para el 2T15 (3%) se ubicó por encima de lo esperado por los analistas que respondieron la encuesta de *Bloomberg* (2,8%) y por los analistas (2,7%) que respondieron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

En el Gráfico 6 se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo²¹.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

²¹ Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

En primer lugar, el índice de confianza industrial aumentó durante el 3T15 (2,8 p.p.) respecto al promedio del trimestre anterior (0,31 p.p.). No obstante, el promedio del trimestre se ubicó por debajo de lo observado en el mismo periodo de 2014 (5,27 p.p.). El aumento del índice respecto al 2T15 se explica principalmente por la mejora en el volumen actual de pedidos, que superó el deterioro de los componentes de nivel de existencias y expectativas de producción para el próximo trimestre.

En segundo lugar, frente al promedio del 2T15 y al del 3T14, el índice de confianza de comerciantes disminuyó 0,17 p.p. y 5,6 p.p, respectivamente. El movimiento respecto al trimestre anterior es explicado por el deterioro de su componente de expectativas para el próximo semestre, que compensó la mejora de sus componentes de nivel de existencias y situación actual del negocio.

Finalmente, el promedio del índice de confianza de los consumidores del 3T15 disminuyó 10 p.p. respecto al registrado en el 2T15 y 19 p.p. frente al dato del mismo periodo de 2014. El indicador alcanzó niveles negativos, lo cual no se observaban desde el 1T09. El movimiento del indicador estuvo influenciado por el deterioro de sus dos componentes: expectativas y condiciones actuales.

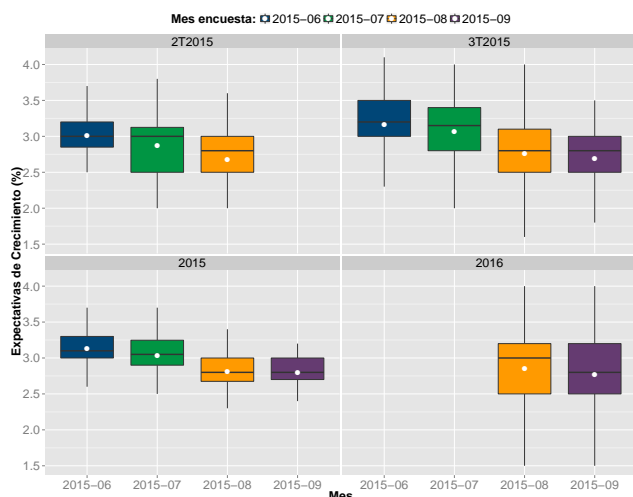
Contrario a lo observado en los indicadores de confianza de industriales y comerciantes, el Dane publicó los datos de ventas al por menor y producción industrial para los meses de julio y agosto²², los cuales se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado. Las ventas al por menor presentaron una variación anual de 4,5% y 5,4%, respectivamente (esperadas: +3% y +2,6%, respectivamente), al tiempo que la producción industrial aumentó 0,3% y 2,6%, respectivamente (esperadas: -0,8% y +1%, respectivamente). Adicionalmente, la entidad publicó su Indicador de Seguimiento de la Economía, cuya variación anual desestacionalizada aumentó, de tal forma que pasó de 3,1% en junio a 3,7% en julio²³.

²² Estos indicadores se publican con 2 meses de rezago.

²³ Frente al observado en el mismo mes de 2014 (3,5%) el indica-

Por otra parte, la Andi publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, en la que se observó que entre enero y julio tanto la producción industrial como las ventas totales disminuyeron 1,2% frente al mismo período del año anterior.

Gráfico 7: Expectativas de Crecimiento (EOF)



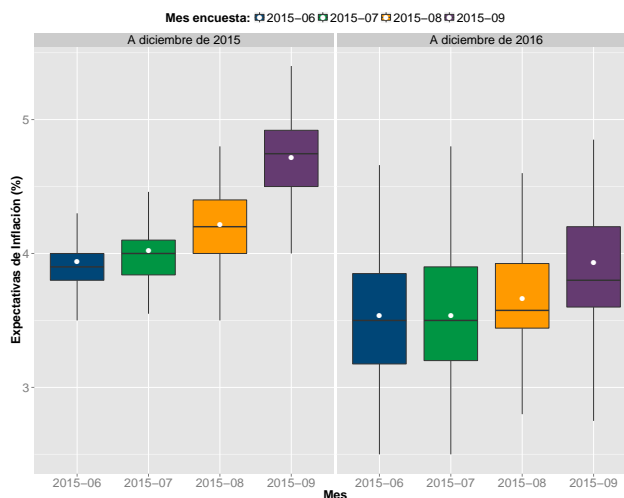
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

Al analizar la EOF se observó que durante el trimestre el promedio de las expectativas de crecimiento (Gráfico 7) se deterioraron para todos los periodos incluidos en la encuesta (2T15, 3T15, 2015 y 2016). Además, el crecimiento esperado para 2016²⁴ cayó entre agosto (2,85%) y septiembre (2,77%), y actualmente es similar al esperado para 2015 (2,79%). En cuanto a la inflación esperada para fin de 2015 (4,71% a septiembre), a lo largo del trimestre se observó un incremento en la media y una mayor dispersión en las respuestas de los analistas; adicionalmente, la mayoría de agentes señalaron que la inflación esperada se ubicaría por encima del rango meta, mientras que en junio (esperada: 3,94%) la mayoría de ellos esperaban que la medida permaneciera dentro del rango meta. Respecto a

dor también mejoró.

²⁴El dato de crecimiento esperado para 2016 se indagó a partir de agosto de 2015.

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.

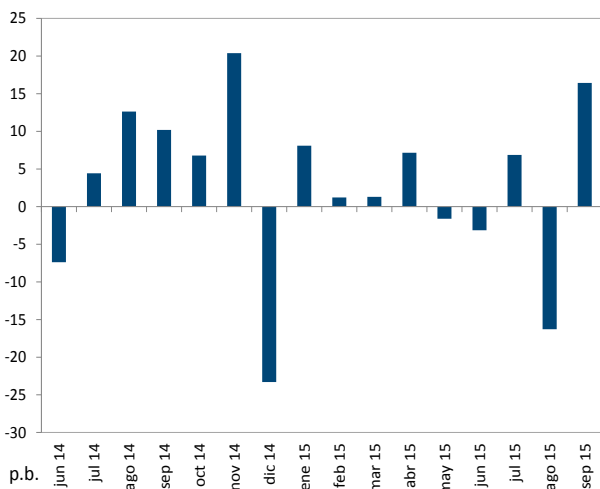
la inflación esperada para fin de 2016 (3,92% a septiembre), esta también aumentó y registró un sesgo al alza (Gráfico 8). Por otra parte, en lo referente al rendimiento trimestral²⁵ del TES que vence en 2024 los agentes esperan una mayor tasa respecto a la estimada en junio²⁶ (Gráfico 9). En cuanto al Colcap, estos esperaban un rendimiento negativo e inferior al esperado el trimestre anterior (Gráfico 10). Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que la mayoría esperaba que esta se redujera, lo cual no se observaba desde que se hizo por primera vez esta pregunta (junio de 2014) (Gráfico 11).

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para todos los plazos. El promedio del *spread* entre las tasas

²⁵El 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.

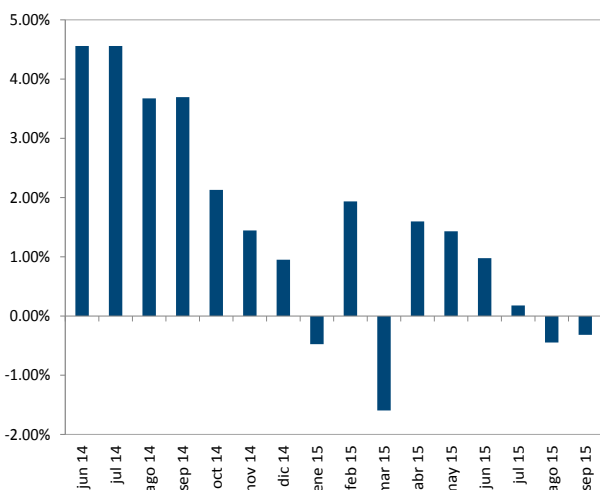
²⁶En agosto los agentes llegaron a considerar posibles valorizaciones de los títulos.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

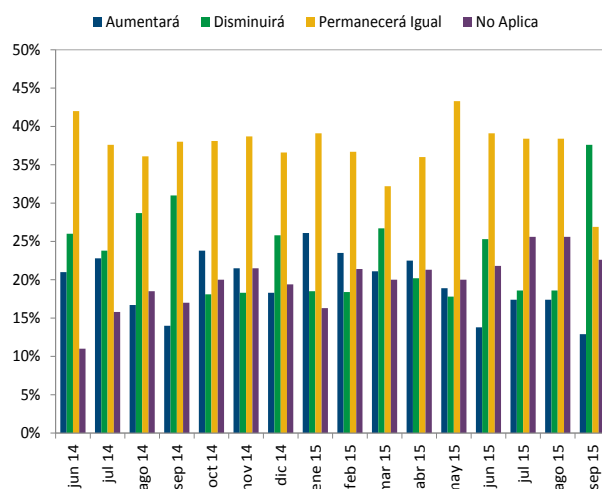
Gráfico 10: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

de cartera preferencial y las tasas de los TES del 3T15, respecto al promedio de 2T15, presentó las siguientes variaciones: menos de un año: -4 p.b., entre 1 y 3 años:

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

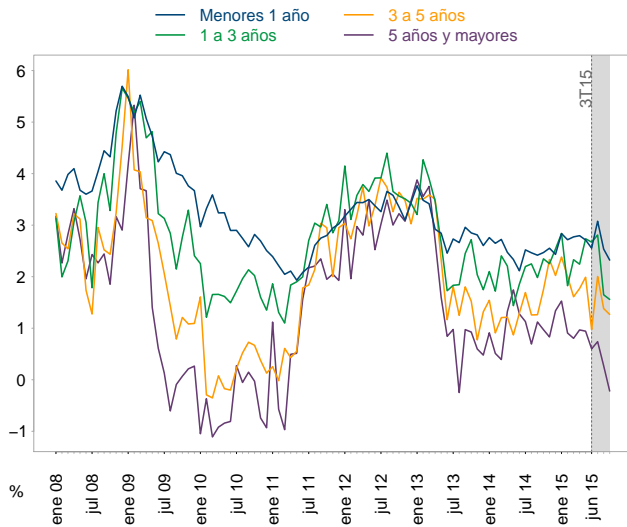
-54 p.b., entre 3 y 5 años: -3 p.b. y a más de 5 años: -57 p.b. (Gráfico 12). Este comportamiento obedece principalmente al incremento de las tasas de los TES. Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y las de los TES a 30 días aumentó (Gráfico 13), lo que se explica en gran medida por el incremento de las tasas de tesorería.

5 Mercado Cambiario

En el 3T15 el dólar estadounidense se fortaleció a nivel mundial, principalmente frente a las monedas de América Latina y demás países emergentes, en línea con el deterioro que presentaron los indicadores de percepción de riesgo mundial en el periodo (ver sección Entorno Internacional).

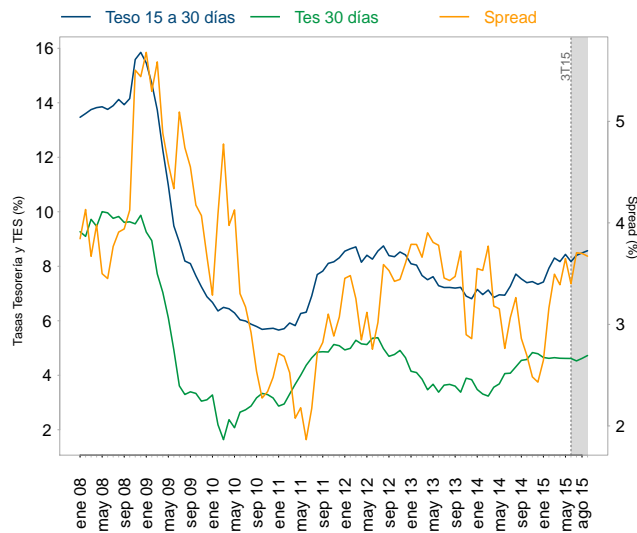
Durante el trimestre las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el real brasileño (27,2%), el peso colombiano (18,8%) y el rublo ruso (18,1%), mientras que las que registraron la mayor apreciación fueron el franco sui-

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



Fuente: Banco de la República.

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



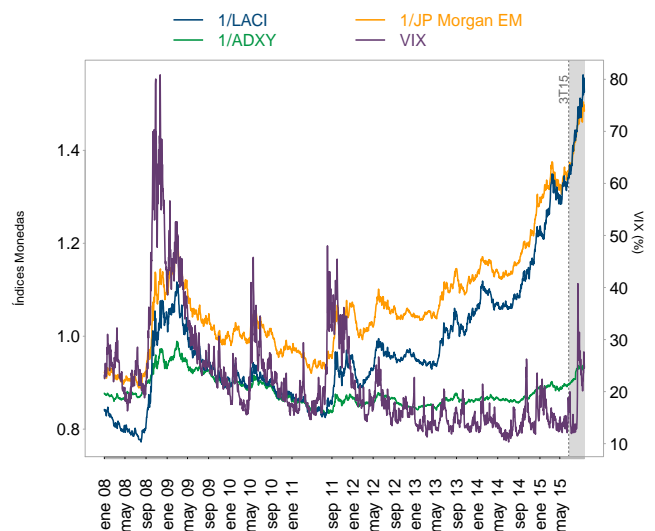
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2015	3T 2015	País	2015	3T 2015
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	8.76%	-0.27%	Korea del Sur	7.86%	6.27%
Gran Bretaña	2.87%	3.86%	India	3.49%	3.05%
Australia	16.61%	9.83%	Hong Kong	-0.09%	-0.02%
Nueva Zelanda	22.36%	5.72%	China	2.47%	2.50%
Canadá	14.65%	6.55%	Malasia	25.66%	16.48%
Dinamarca	8.97%	-0.25%	Tailandia	10.68%	7.60%
Suiza	1.60%	-3.88%	Indonesia	17.84%	9.85%
Japón	0.33%	-2.14%	índice 1/ADXY	5.20%	4.26%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	29.00%	18.76%	Islandia	0.56%	-3.44%
Brasil	48.54%	27.21%	Rusia	15.93%	18.11%
México	14.80%	7.49%	Polonia	7.99%	1.03%
Argentina	10.14%	3.65%	Turquía	29.96%	12.83%
Perú	8.01%	1.70%	Israel	0.46%	3.94%
Chile	14.90%	8.96%	Sur África	19.80%	13.86%
índice 1/LACI	25.17%	13.67%	USTW	8.76%	2.59%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas

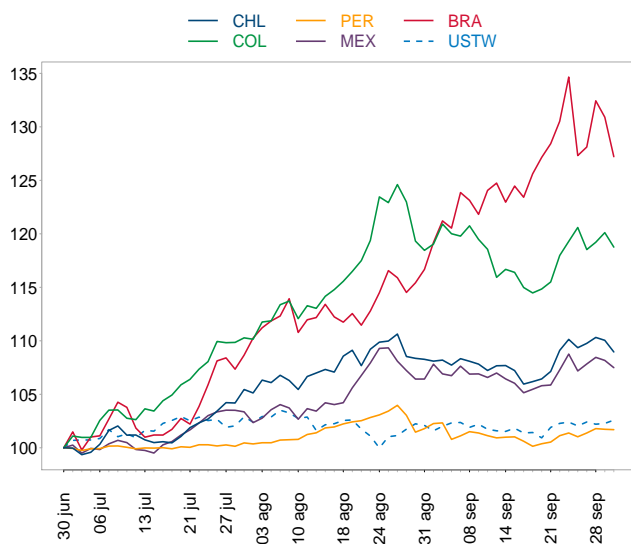


Fuente: Bloomberg.

zo (3,9%), la corona islandesa (3,4%) y el yen japonés (2,1%) (Cuadro 2 y Gráfico 14).

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre del 2015 se depreciaron todas las monedas de América Latina analizadas en este documento: el real brasilero (27,2%), el peso colombiano (18,8%), el peso chileno (9%), el peso mexicano (7,5%) y el sol peruano (1,7%) (Gráfico 15). El comportamiento de las monedas de la región también estuvo influenciado por factores locales y la evolución de los precios de los *commodities* (como el petróleo, el cobre, la plata y el oro - Cuadro 3).

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de junio de 2015.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Jun 2015	30 Sep 2015	Variación
Pétroleo WTI	59.47	45.09	-24.2%
Pétroleo BRENT	61.36	47.13	-23.2%
Níquel	11680	10070	-13.8%
Cobre	5721	5093	-11.0%
Algodón	69.41	61.94	-10.8%
Aceite de palma	950	850	-10.5%
Carbón	53.75	48.65	-9.5%
Maíz	4.055	3.6875	-9.1%
Plata	15.7355	14.519	-7.7%
Café	1.3065	1.2135	-7.1%
Aluminio	1646.5	1562	-5.1%
Oro	1172.42	1115.07	-4.9%
CRB INDEX	227,2	193,8	-14,7%

Fuente: Bloomberg.

En el caso de Brasil, la depreciación del real pudo estar también explicada por la publicación de algunos datos económicos desfavorables²⁷, expectativas de menor crecimiento tanto para 2015 como para 2016²⁸ y la inestabilidad en el ámbito político, que en conjunto propiciaron el deterioro de la calidad crediticia del país.

En cuanto a intervención cambiaria, el Banco Central de Brasil continuó interviniendo a través de *swaps* cambiarios e incrementó el ritmo de renovación de los contratos, el Banco Central de México mediante subastas de venta de dólares en el mercado de contado y el Banco Central de Perú por medio de subastas de Certificados de Depósitos Reajustables (indexados al dólar), ventas de dólares en el mercado de contado y *swaps* cambiarios.

Cabe señalar que el Banco Central de México decidió incrementar el monto subastado en su programa de ventas de dólares sin precio mínimo de USD52 millones a USD200 millones y modificó el precio base de las subastas diarias con precio mínimo de FIX + 1,5% a FIX + 1%. Además, anunció que extendería su programa de intervención hasta el 30 de noviembre de este año, fecha en la cual determinará la conveniencia de extender su vigencia. Por su parte, en Perú, el Banco Central decidió reducir el límite mensual de operaciones de derivados cambiarios de los bancos a US\$1000 millones por mes (antes US\$1200 millones) y a US\$250 millones por semana (antes US\$350 millones), con el fin de reducir la volatilidad excesiva de la tasa de cambio originada en operaciones con derivados cambiarios de corto plazo, principalmen-

²⁷El PMI compuesto disminuyó de 42,9 puntos en mayo a 40,8 puntos en julio, y el PMI manufacturero disminuyó de 47,2 puntos en julio a 45,8 puntos en agosto. En julio la inflación se ubicó en 9,56% (jul/14: 6,5%), la más alta registrada desde noviembre de 2003. Se conoció que en el 2T15 el PIB se contrajo 2,6%, por encima del esperado (-2,1%). El índice de producción industrial de julio y agosto se contrajo 1,5% y 1,2%, respectivamente.

²⁸De acuerdo con la encuesta publicada semanalmente por el Banco Central de Brasil, al 2 de octubre los agentes del mercado esperaban una contracción del PIB de 2,85% en 2015 y de 1% en 2016. En la encuesta realizada el 3 de julio de 2015, los agentes del mercado esperaban una contracción del PIB de 2015 de 1,5% y un crecimiento de 0,5% en el de 2016.

te de agentes económicos no residentes. También se elevó de 100% a 200% el encaje adicional al cual están sujetos los bancos en caso que se excedan dichos límites.

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 otras operaciones: en el caso del Banco Central de Perú corresponde a los Certificados de Depósitos Reajustables y a los swaps cambiarios, en el de Brasil a los swaps cambiarios, y en el de México a las operaciones con Pemex y con el Gobierno Federal. Finalmente, en el Cuadro 6 se presenta la variación total del balance de los bancos centrales²⁹.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2014	4058	-4213	0	0	-200
1T15	0	-2790	0	0	-824
2T15	0	-2525	0	0	-3224
Jul	0	-28	0	0	-1544
Ago	0	-1590	0	0	-5109
Sep	0	0	0	0	-5000
3T15	0	-1618	0	0	-11653

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
2014	0	-5082	0	-32719	17113
1T15	0	-975	0	-2865	3587
2T15	0	-598	0	6241	627
Jul	0	-159	0	2307	-676
Ago	0	-1580	0	848	-48
Sep	0	-944	0	-3362	-203*
3T15	0	-1739	0	-208	-927

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. *Compras netas efectuadas entre el 31 de agosto y el 2 de octubre.

De otra parte, la volatilidad promedio de las tasas de

²⁹Un cambio negativo de estos balances se interpreta como un aumento en la posición corta en moneda extranjera del banco central, mientras que un cambio positivo indica que disminuye dicha posición.

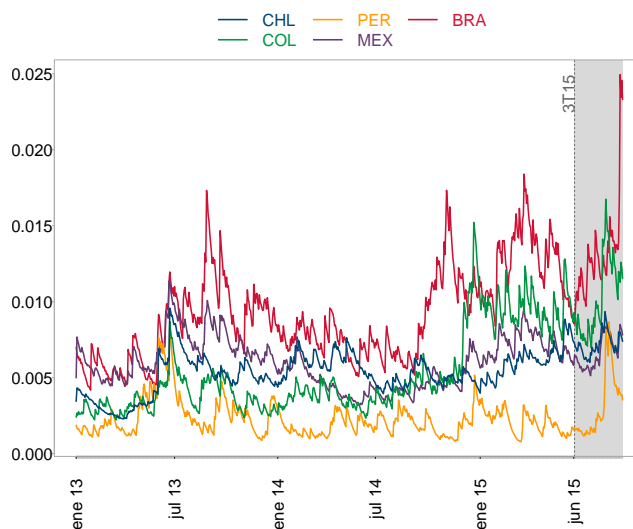
Cuadro 6: Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2014	4.058	-9.295	0	-32.719	16.913
1T15	0	-3765	0	-2865	2763
2T15	0	-3123	0	6241	-2597
3T15	0	-3357	0	208	-12580

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

cambio entre el 30 de junio y el 30 de septiembre aumentó frente al promedio del 2T15 en los casos de Colombia, Chile y Perú, y disminuyó para México y Brasil. El real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad condicional³⁰, seguida por el peso colombiano, el peso chileno, el peso mexicano y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 16).

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



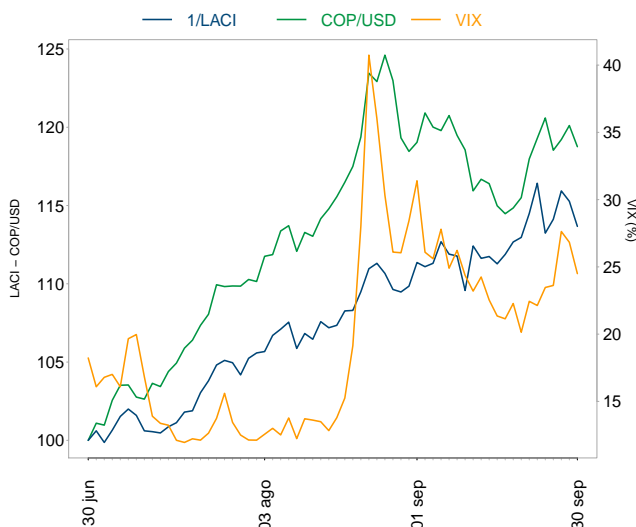
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

³⁰Medida a través de modelos GARCH(1,1).

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre el peso se depreció 18,76%³¹ (Gráfico 17). En general el comportamiento del peso estuvo asociado a la evolución del precio del petróleo. Adicionalmente, en julio y agosto las menores perspectivas de crecimiento del país y los datos negativos de balanza comercial contribuyeron a la depreciación de la moneda³². Por otro lado, la decisión del Consejo de Estado (anunciada el 10 de septiembre) de dar vía libre a la venta del 57,61% de las acciones que tiene el Gobierno de Isagen (venta que estaba suspendida desde mayo), generó expectativas de entradas de capitales al país y disminuyó la tendencia de depreciación en la segunda mitad de septiembre.

Gráfico 17: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/- COP: 30 de junio del 2015

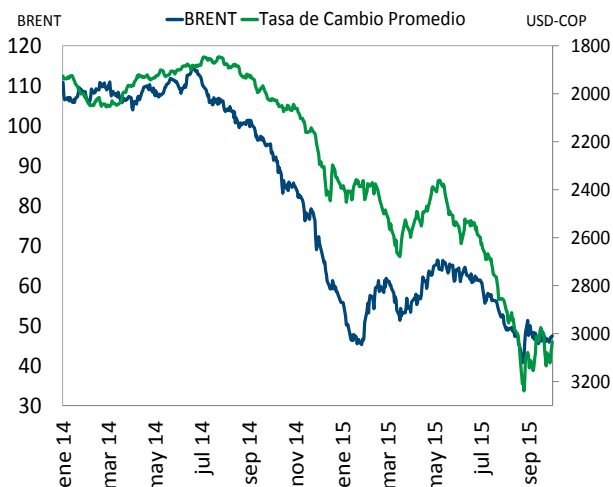
En el trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)³³

³¹La variación de la tasa de cambio en julio fue de 10,2%, en agosto de 7,5% y en septiembre de 0,26%.

³²Las cifras publicadas mostraron una reducción anual de las exportaciones e importaciones a junio de 32% y 14%, respectivamente; y a julio de 41% y 18%, respectivamente.

³³La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las in-

Gráfico 18: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) disminuyó en USD694 millones y al cierre del mismo se ubicó en USD1030 millones (Gráfico 19). El promedio diario de la PPC fue de USD1553 millones, menor al observado en el trimestre anterior (USD2184 millones).

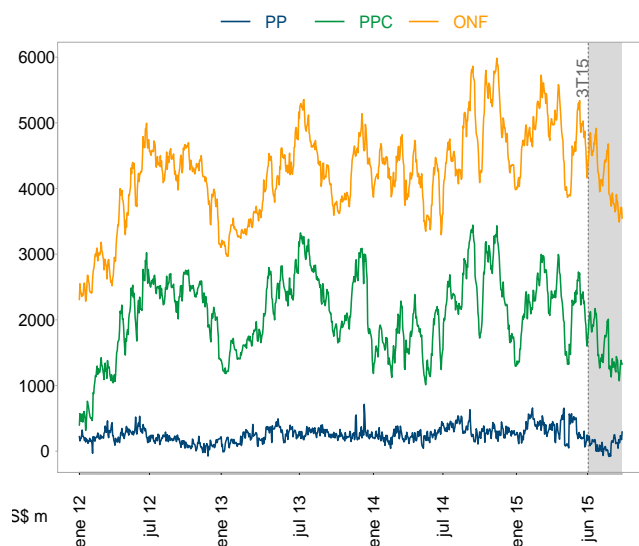
En el 3T15 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD99.208 millones³⁴, de los cuales USD13.190 millones correspondieron a operaciones entre IMC y USD86.017 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente; en el mercado de contado se negociaron USD81.930 millones³⁵. Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cáma-

versiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

³⁴USD36.494 millones en julio, USD30.983 millones en agosto y USD31.732 millones en septiembre. Fuente: Banco de la República.

³⁵USD27.608 millones en julio, USD26.229 millones en agosto y USD28.093 millones en septiembre. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

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



Fuente: Banco de la República.

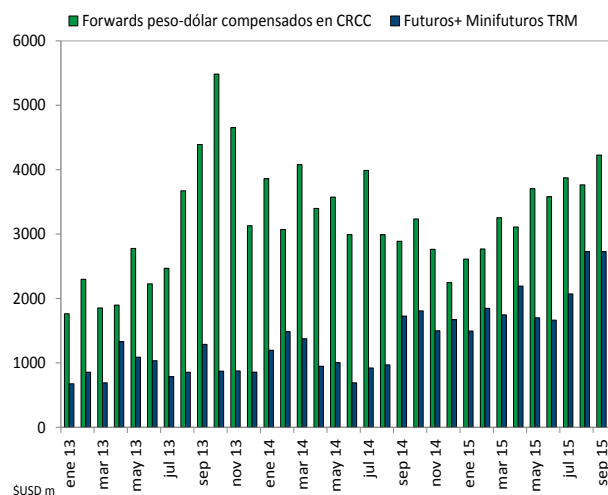
ra de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD10.396 millones en el 2T15 a USD11.864 millones en el 3T15 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de septiembre ascendía a USD3479 millones.

Durante el 3T15 se negociaron un total de 148.341 futuros de TRM³⁶, volumen superior al negociado durante el 2T15 (109.009 contratos), por un monto total de USD7417 millones. Al 30 de septiembre del 2015 la posición abierta ascendía a 5911 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2015. Respecto a los mini futuros de TRM³⁷, se negociaron un total de 21.743 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (21.044 contratos) por un total de USD108,7 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre ascendía a 1192 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2015.

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

³⁷Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁸, en el 3T15 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD307 millones, lo que se explica por salidas netas de USD638 millones en la balanza comercial y de reintegros por USD331 millones en la balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD56 millones y salidas netas de capital privado por USD1675 millones y reintegros netos de capital oficial por USD1793 millones; el rubro de otras operaciones especiales del BR y la Tesorería presentó salidas netas de divisas por USD62 millones.

Las principales entradas de divisas en la cuenta de capital privado se dieron en inversión extranjera de portafolio neta (USD2554 millones), inversión extranjera directa neta (USD2317 millones) y en préstamos netos (USD508 millones)³⁹. Por su parte, el rubro de

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

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

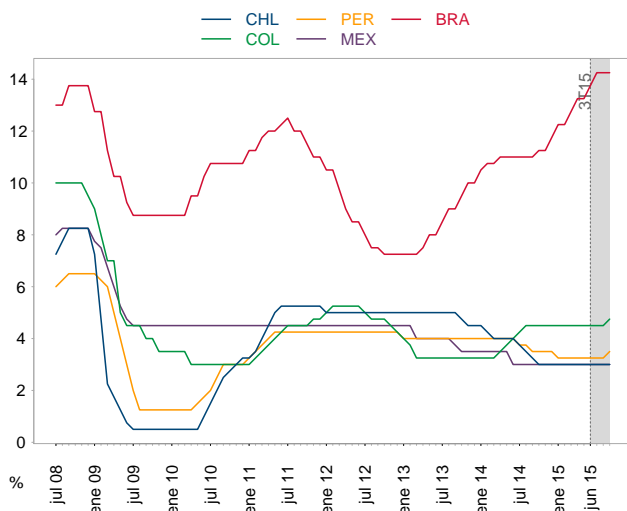
operaciones especiales presentó la principal salida de divisas⁴⁰ (USD7456 millones). Vale la pena resaltar la disminución frente al 2T15 y al 1T15 de la inversión extranjera directa (USD2317 millones vs. USD3273 millones y USD3423 millones, respectivamente).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

En el 3T15 los bancos centrales de Brasil, Perú y Colombia aumentaron sus tasas de referencia en 50 p.b., 25 p.b. y 25 p.b., respectivamente. Por su parte, los de México y Chile las dejaron inalteradas (Gráfico 21 y Cuadro 7).

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

El Banco Central de Brasil explicó en sus minutas, entre otras cosas, que las altas tasas de inflación generan distorsiones que a su vez generan mayores riesgos, tie-

⁴⁰Registra 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 .

Cuadro 7: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM

País	Variación 3T15*	T.R Sep-15
COL	+25	4,75 %
CHL	0	3,0 %
PER	+25	3,50 %
BRA	+50	14,25 %
MEX	0	3,0 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

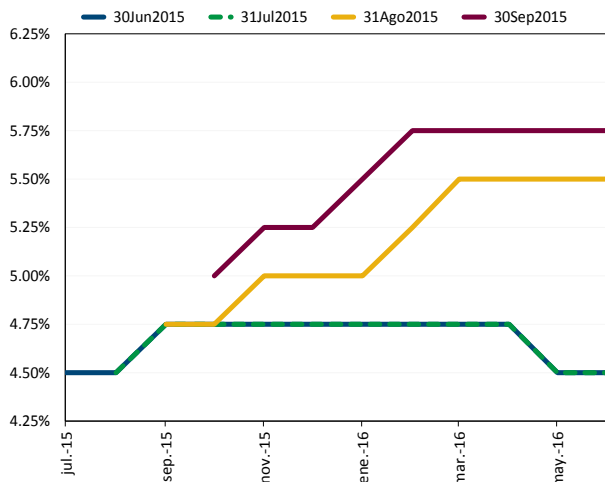
nen repercusiones negativas en el consumo y la confianza de los hogares, y deprimen la inversión; y que la política monetaria debería contribuir a la consolidación de un ambiente macroeconómico favorable en el largo plazo. El Banco Central de Perú señaló que las expectativas de inflación se habían incrementado y habían alcanzado tasas similares al tope del rango meta de inflación, mientras que la actividad económica se estaba recuperando de manera gradual.

Por su parte, el BR explicó que su decisión de aumentar 25 p.b. su tasa de política a 4,75 % obedecía a que había un mayor riesgo de un aumento duradero de la inflación y de un desanclaje de las expectativas, mientras que el riesgo de una desaceleración excesiva de la actividad económica no había presentado un cambio notorio.

En cuanto a las expectativas con respecto a 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 a un día, se puede inferir que las expectativas cambiaron a lo largo del trimestre. Este modelo indica que en junio y julio los agentes consideraban probable que la tasa de política cerrara el año 2015 en 4,75 %, en agosto se esperaba que finalizara en 5,0 %, y en septiembre que cerrara en 5,25 %. Para junio del 2016 las tasas esperadas eran 4,50 % en junio y julio, 5,50 % en agosto y 5,75 % en septiembre (Gráfico 22).

En cuanto a la inflación, al comparar las variaciones anuales del IPC en septiembre del 2015 con respecto a las registradas en junio, se encuentra que en los casos

Gráfico 22: Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

de Colombia, Brasil, Chile y Perú la inflación cerró el trimestre por encima del nivel superior de los rangos meta, mientras que en el caso de México disminuyó y permaneció dentro del rango (Gráfico 23 y Cuadro 8).

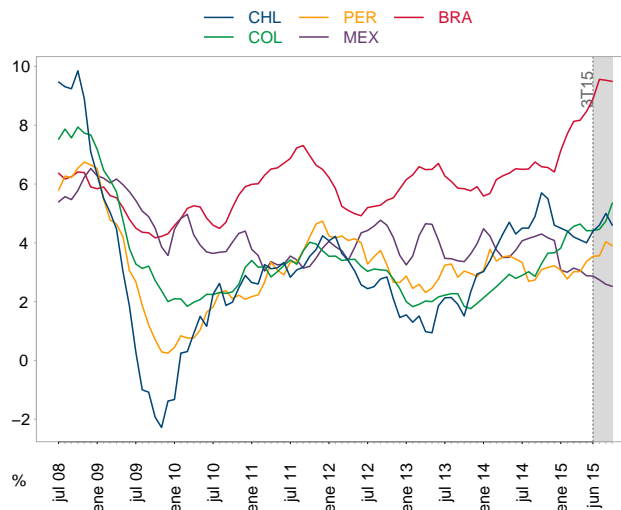
Con respecto al crecimiento, los datos del 2T15 publicados durante el 3T15 fueron superiores a los esperados por los analistas en los casos de Colombia, Chile y México, mientras que los de Brasil y Perú fueron inferiores a los pronosticados. Para todos estos países entre junio y septiembre disminuyó el crecimiento esperado para finales del año 2015 (Cuadro 9).

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2015

País	Anual Jun 2015	Anual Sep 2015	Rango meta 2015
COL	4,42%	5,35%	2,0% - 4,0%
BRA	8,89%	9,49%	2,5% - 6,5%
CHL	4,4%	4,6%	2,0% - 4,0%
MEX	2,87%	2,52%	2,0% - 4,0%
PER	3,54%	3,9%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 23: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 9: Crecimiento 2T15 y Expectativas para 2015

País	Esp 2T15	Obs 2T15	Esp 15 (Jun 15)	Esp 15 (Sep 15)
COL	2,9%	3,0%	3,24%	2,88%
BRA	-2,1%	-2,6%	-1,45%	-2,7%
CHL	1,7%	1,9%	2,6%	2,2%
MEX	2,1%	2,2%	2,66%	2,34%
PER	3,1%	3,0%	3,5%	3,1%

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

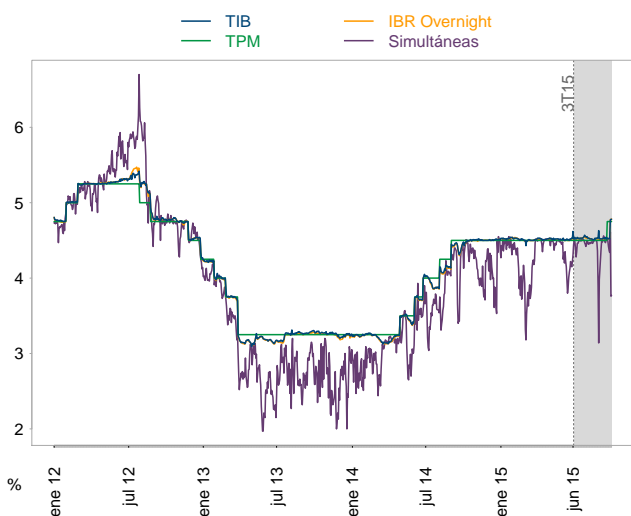
6.2 Mercado Monetario Colombiano

En cuanto a las tasas del mercado monetario colombiano no colateralizado (IBR *overnight* y TIB), durante el 3T15 estas permanecieron en niveles similares al de la tasa de referencia, aunque la TIB en una jornada de cierre de bisemana de encaje llegó a superar la tasa de política en 10 p.b. debido a una operación puntual (Gráfico 24). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas abrió el trimestre en niveles cercanos al de la tasa de referencia, pero llegó a desviarse 136 p.b. por debajo, lo que al parecer se relaciona con la desvalorización de los TES que pudo haber incentivado la toma de posiciones cortas en el mercado de deuda.

Por último, cabe mencionar que durante este trimestre la tasa de corte de la subasta de expansión superó en seis ocasiones la tasa de referencia⁴¹.

El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería de la Nación pasó de \$13.740 miles de millones en el 2T15 a \$15.170 miles de millones en el 3T15. Al cierre del trimestre el saldo era \$19.269 miles de millones (Gráfico 25).

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



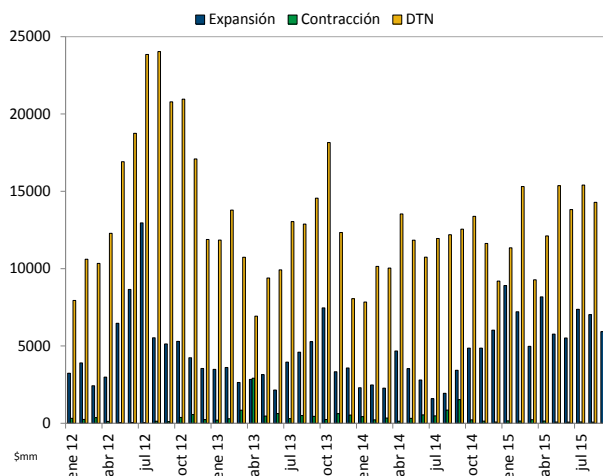
Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante todo el trimestre, aunque presentó variaciones importantes, llegando a ubicarse en un nivel mínimo de \$1165 miles de millones y un nivel máximo de \$11.597 miles de millones. Esta posición pasó de \$8262 miles de millones el 30 de junio a \$6901 miles de millones el 30 de septiembre de 2015 (Gráfico 26).

Al comparar los promedios de las tasas del mercado de crédito entre el 2T15 y el 3T15, se encuentra que el

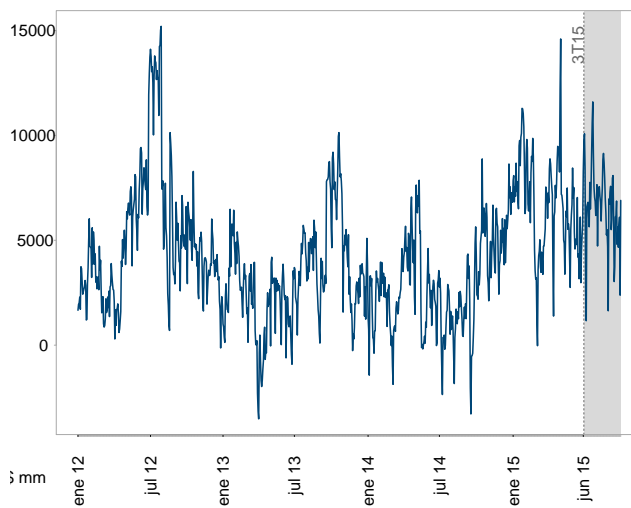
⁴¹Los días 15 de julio, 24 de agosto, y 7, 10, 11 y 18 de septiembre, en la subasta de repos realizada por el BR la demanda fue superior al cupo y las tasas de corte fueron 4,55 %, 4,55 %, 4,99 %, 4,65 %, 4,70 % y 4,75 %, respectivamente.

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 activa⁴² aumentó 20 p.b, y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financie-

⁴²Se 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.

ro subió 8 p.b. De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,09% a 7,20%⁴³.

Con respecto al crédito, la cartera continuó creciendo, aunque en los casos de las modalidades de microcrédito y de consumo, a un ritmo menor al del trimestre anterior. Al comparar las variaciones anuales de septiembre con las de junio, se encuentra que las carteras comercial, hipotecaria⁴⁴, de microcrédito y de consumo aumentaron 17,8% (ant: 14,0%), 17,1% (ant: 15,7%), 15,5% (ant: 17,4%) y 12,3% (ant: 13,4%), respectivamente⁴⁵ (Gráfico 27).

En la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR⁴⁶, los intermediarios financieros señalaron que en el 3T15 habían percibido una mayor demanda de crédito para todas las modalidades menos para vivienda (la evolución de la percepción de demanda de las entidades parece ser un indicador líder del crecimiento de la cartera). Las entidades que participaron en la encuesta coincidieron en que un exceso de recursos sería destinado a otorgar crédito en general.

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 corto plazo de EE.UU. no presentaron movimientos significativos, mientras que los

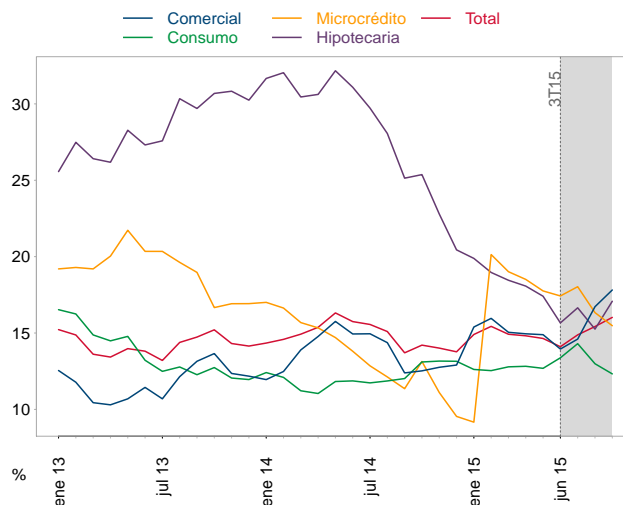
⁴³Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 2T15 se calcularon con datos semanales entre el 3 de abril y el 26 de junio, y los promedios del 3T15 se calcularon con datos semanales entre el 3 de julio y el 25 de septiembre.

⁴⁴Tradicional ajustada.

⁴⁵Estas variaciones se calcularon comparando el dato del 25 de septiembre del 2015 respecto al dato del 26 de septiembre del 2014, y el dato del 26 de junio del 2015 respecto al de el 27 de junio del 2014.

⁴⁶Realizada en septiembre de 2015.

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.

de mediano y largo plazo se valorizaron, influenciados principalmente por la demanda de activos refugio. Además, durante el trimestre se publicaron algunos resultados corporativos débiles que reforzaron el aumento en la percepción de riesgo (Gráfico 29).

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de países de la región, al comparar sus tasas de finales de septiembre con las del cierre de junio, se encuentra que los bonos se desvalorizaron ante la mayor percepción de riesgo (ver sección Entorno Internacional). La excepción fueron los bonos de México y los de largo plazo de Chile.

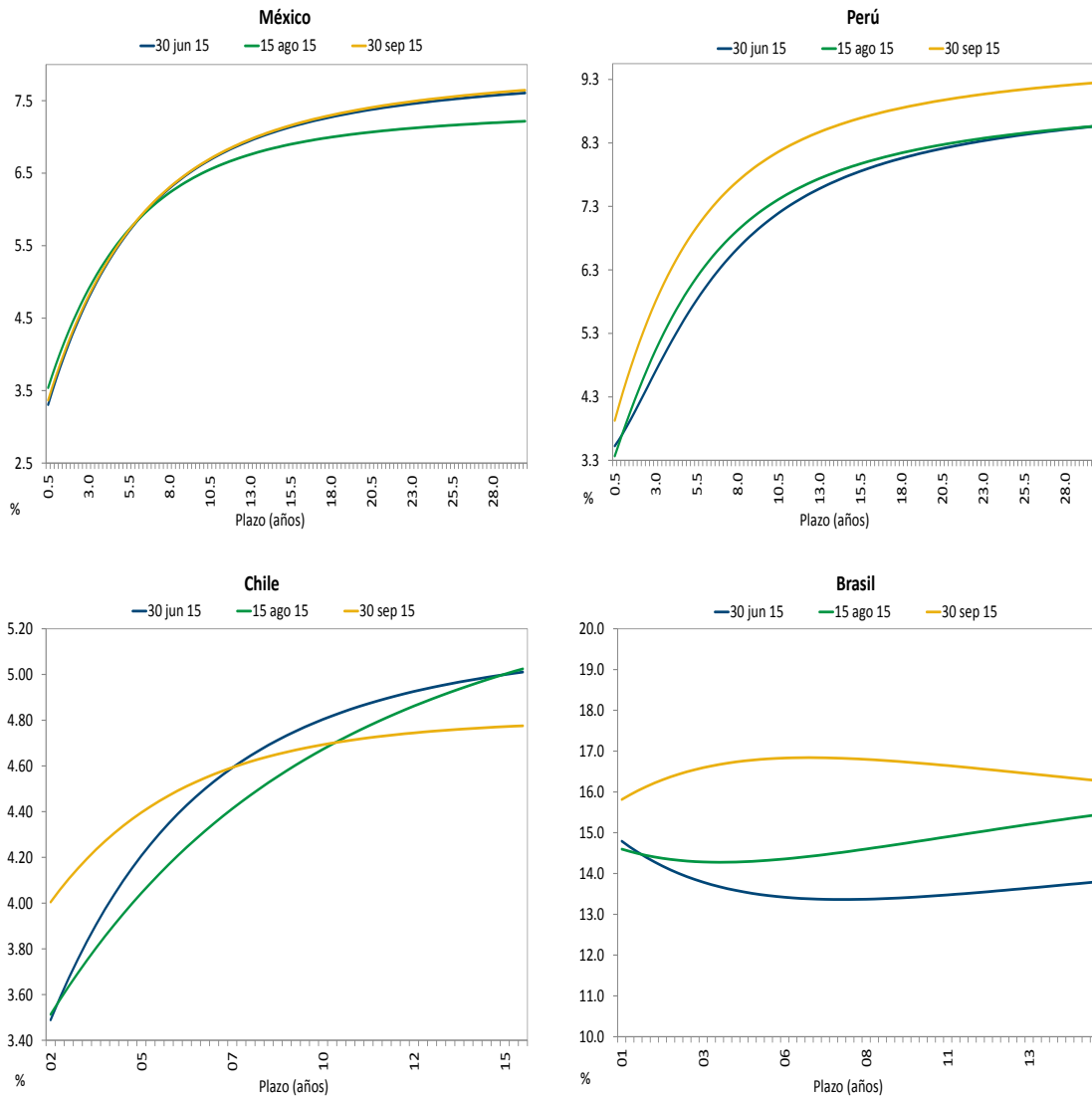
A nivel regional, las primas de riesgo (medidas a través de los CDS) también estuvieron influenciadas por la disminución de los precios de los *commodities*, y las perspectivas de menor crecimiento y de mayor inflación (Gráfico 28).

Los bonos de Brasil fueron los más desvalorizados entre el conjunto de los países analizados, lo que se explica por el deterioro de sus expectativas económicas,

las dificultades del Gobierno para implementar medidas con el fin de disminuir el gasto público, y el recorte de la calificación de la deuda por parte de dos agencias.

Después de los bonos de Brasil, los más desvalorizados fueron los de Perú, que estuvieron influenciados por el sorpresivo incremento de la tasa de política monetaria y por el menor incentivo de los extranjeros para invertir en ese mercado dados los límites a las operaciones de derivados cambiarios impuestos desde enero a las entidades financieras, los cuales han encarecido la cobertura cambiaria de las inversiones.

Gráfico 28: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Como ya se mencionó, los bonos de México y los de largo plazo de Chile no presentaron variaciones significativas. En el caso de México, el comportamiento de las tasas fue diferente al de los otros países de la región dada la alta relación de esta economía con la de EE.UU. y la alta correlación de sus tasas con las de los *treasuries*. Adicionalmente, a diferencia de los otros países, en México la inflación se encuentra dentro del rango meta, durante el tercer trimestre disminuyeron la inflación y la tasa de política esperadas para finales del 2015, y los CDS aumentaron en una magnitud inferior⁴⁷. En el caso de Chile, al parecer la demanda de fondos de pensiones que sustituyeron acciones por activos de renta fija permitió que las tasas de los bonos de largo plazo cerraran en niveles similares a los registrados a finales de junio. El incremento de las tasas del tramo corto puede obedecer a que aumentó la tasa de política monetaria esperada para finales del año.

Como se mostró en la sección de Entorno Internacional (*Gráfico 4*), de acuerdo con el IIF durante el 3T15 hubo salidas de capitales extranjeros desde los mercados de deuda de Latinoamérica por \$2,4 billones, lo que contrasta con las entradas observadas en el 2T15 por USD14 billones. Aunque en agosto y septiembre se presentaron entradas (USD0,5 billones y USD2,5 billones), estas no alcanzaron a compensar las salidas de julio (USD5,4 billones)⁴⁸.

6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre del 2015 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$207.273 miles de millones a \$210.507 miles de millones.

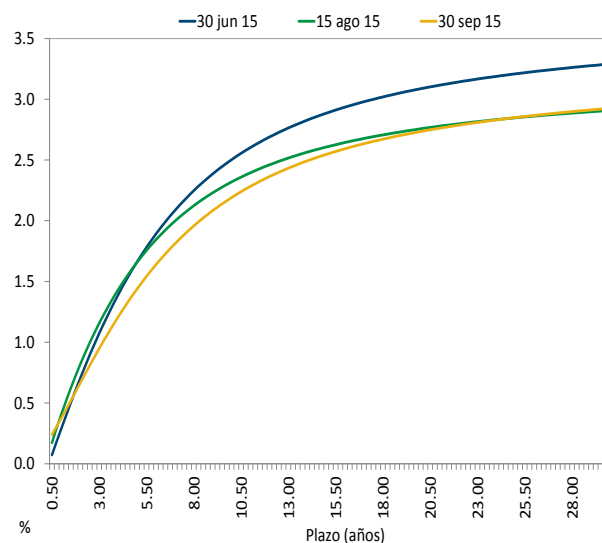
El cupo para la emisión de TES de largo plazo del 2015 es de \$34.477 miles de millones y hasta septiembre se habían emitido \$26.898 miles de millones⁴⁹, de

⁴⁷Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre los CDS a 5 años de Brasil, Colombia, Chile, Perú y México aumentaron 217 p.b, 80 p.b, 58 p.b, 56 p.b. y 45 p.b, respectivamente.

⁴⁸IIF - EM *Portfolio Flows Tracker*.

⁴⁹Valores nominales. \$19.140 miles de millones de TES en pesos y \$7758 miles de millones de TES UVR.

Gráfico 29: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

los cuales \$7923 miles de millones fueron colocados durante el 3T15⁵⁰.

Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado para el 2015 es de \$10.000 miles de millones pero a cierre de septiembre no se había realizado ninguna subasta. Tampoco se habían realizado colocaciones de TES para regular la liquidez de la economía⁵¹.

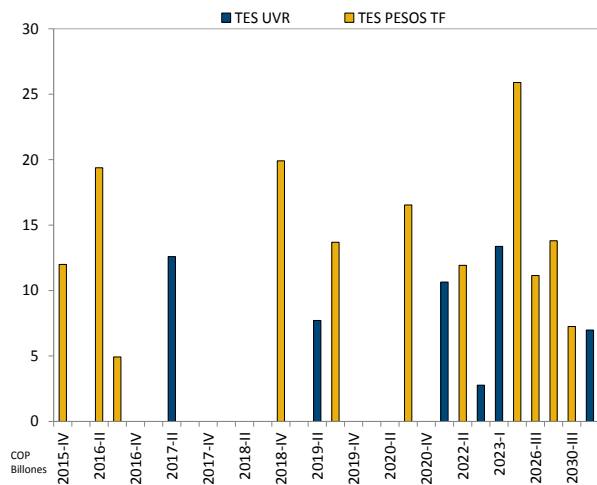
Por otro lado, en el *Gráfico 30* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con datos al 30 de septiembre, en el cuarto trimestre del 2015 los vencimientos sumaban \$11.993 miles de millones correspondientes al 5,7% del saldo en circulación. Cabe destacar el vencimiento de un TES en pesos el 28 de octubre por cerca de \$10.000 miles de millones (te-

⁵⁰Valores nominales. \$5483 miles de millones de TES en pesos y \$2440 miles de millones de TES UVR.

⁵¹Los 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.

niendo en cuenta principal y cupón).

Gráfico 30: Proyección de Vencimientos TES



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

En línea con el comportamiento de los mercados de deuda de Brasil y Perú, los TES registraron desvalorizaciones durante el trimestre, principalmente en agosto y septiembre.

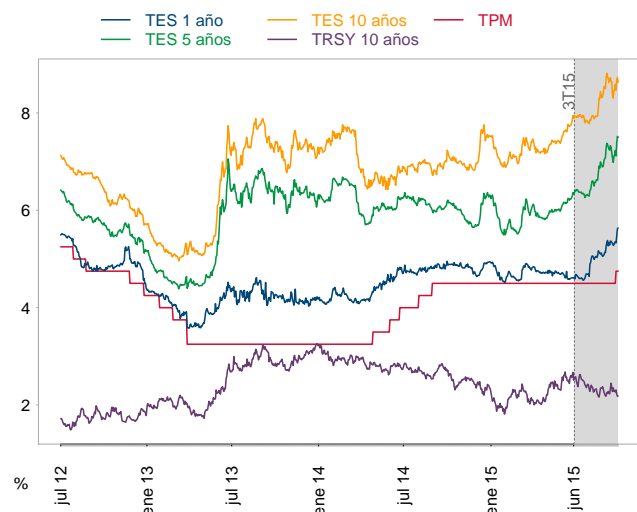
Esta tendencia de desvalorizaciones fue ocasionada, además de los factores internacionales, por factores locales como preocupaciones respecto a la situación fiscal de Colombia ante la disminución del precio del petróleo, y las expectativas de mayor inflación y de incrementos de la tasa de política monetaria, que tuvieron impacto especialmente en las tasas de corto plazo (Gráfico 33).

Cabe mencionar que durante el trimestre se presentaron algunos episodios de valorizaciones relacionadas con la publicación del dato de crecimiento del 2T15 que resultó mayor al esperado, expectativas de mayor demanda por parte de inversionistas extranjeros luego que se mencionara la posibilidad de reducir el impuesto sobre las utilidades de estos agentes en el mercado de deuda, mayor liquidez en el mercado ante vencimientos y pagos de cupones que superaron los \$10 billones, la aprobación por parte del Consejo de Es-

tado de la venta de la participación del Gobierno en Isagen, la colocación de un bono de deuda externa por USD1500 millones, y las recomendaciones de Morgan Stanley y JP Morgan de aumentar la tenencia de TES.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 3T15 con las de finales del 2T15, se observan incrementos en promedio de 104 p.b. entre 0 y 2 años, de 120 p.b. entre 2 y 5 años y de 80 p.b. entre 5 y 15 años⁵² (Gráficos 31 y 32).

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



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

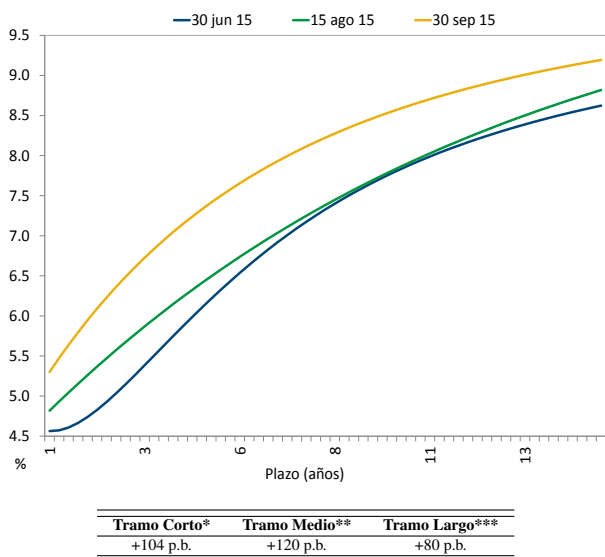
En julio y agosto los inversionistas extranjeros fueron compradores netos de TES principalmente en el mercado *spot*⁵³; pero en septiembre fueron vendedores netos debido a que en el mercado de *forwards* vendieron más de lo que compraron en el mercado *spot*⁵⁴. De esta manera, en el trimestre hubo compras netas de TES denominados en pesos por parte de extranjeros

⁵²Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

⁵³\$2025 miles de millones en el mercado *spot* y \$116 miles de millones en el mercado de *forwards* (NDF).

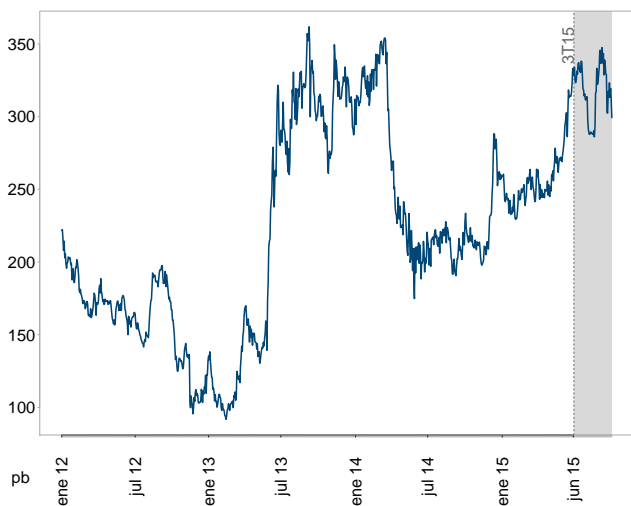
⁵⁴En septiembre las compras netas en el mercado *spot* fueron \$1081 miles de millones y las ventas netas en el mercado de *forwards* fueron \$1318 miles de millones.

Gráfico 32: Curvas Spot Colombia



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

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



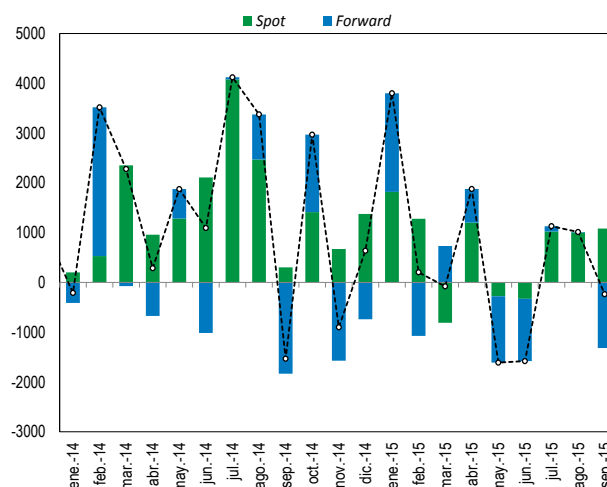
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

por \$1905 miles de millones⁵⁵, lo que contrasta con

⁵⁵Compras netas en el mercado *spot* por \$3107 miles de millones y ventas netas en el mercado de *forwards* por \$1202 miles de millones.

las ventas netas que se habían observado en el 2T15 (\$1314 miles de millones). Teniendo en cuenta los saldos tanto en el mercado *spot* como en el de *forwards*, la participación de estos agentes como proporción del saldo total de TES denominados en pesos pasó de 21 % el 30 de junio a 23 % el 30 de septiembre⁵⁶ (Gráficos 34 y 35).

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



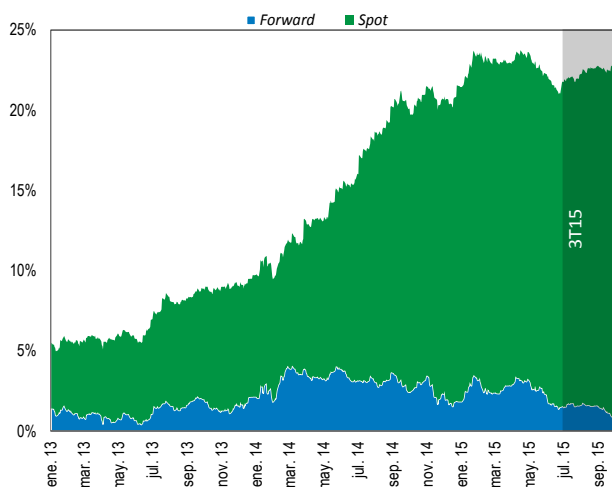
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 3T15 el mercado de TES presentó un menor dinamismo en comparación con períodos anteriores, debido posiblemente a la incertidumbre a nivel local e internacional. El promedio diario de negociación fue \$3686 miles de millones⁵⁷, inferior al observado en el mismo período del año 2014 (\$6384 miles de millones) (Gráficos 36 y 37). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 25 % a 29 % entre el 2T15 y el 3T15, seguidos de los que vencen en julio del 2020, cuya participación pasó de 5 % a 15 %. Cabe mencionar que el monto negociado del tramo medio de la curva fue el más alto en comparación con el de los otros tramos, lo que se explica porque en julio los TES que

⁵⁶La participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 3 % en junio a 2 % en septiembre.

⁵⁷Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

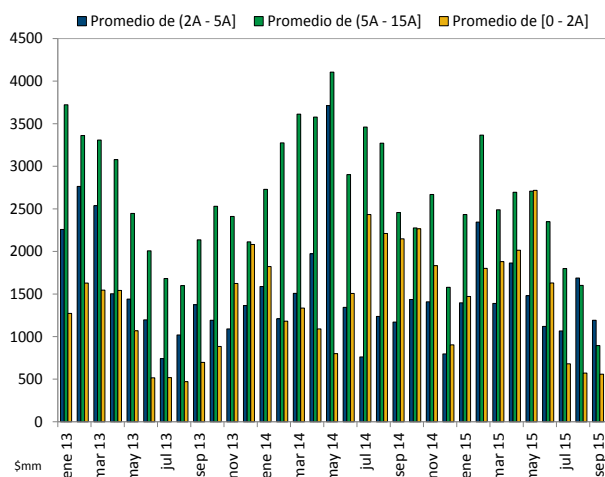
Gráfico 35: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

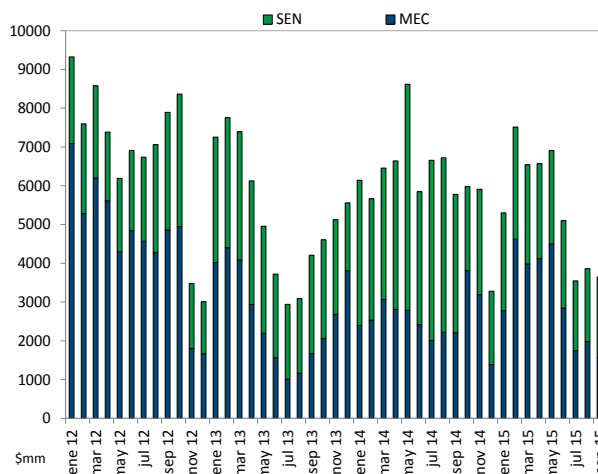
vencen en el año 2020 (una de las referencias más transadas) dejaron de pertenecer al tramo largo (plazos entre 5 y 15 años) y pasaron a clasificarse como de mediano plazo (plazos entre 2 y 5 años)(Gráfico 36).

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.

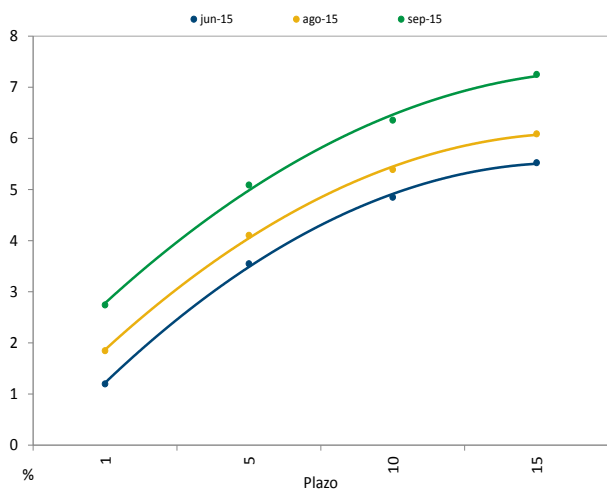
En línea con el mercado de TES, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 43.430 contratos en el 2T14 a 40.010 en el 3T15 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$10.002 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 7.503 contratos el 30 de septiembre.

6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

Durante el 3T15, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se desvalorizaron, particularmente durante la última semana de agosto cuando la percepción de riesgo presentó un incremento significativo. En Perú, las desvalorizaciones del tramo corto podrían estar reflejando el incremento en la tasa de política monetaria. En el caso de Brasil, sus bonos fueron los que más se desvalorizaron para todos los tramos, comportamiento relacionado con el deterioro de la percepción de riesgo hacia este país y los incrementos de su tasa de interés de referencia (Gráficos 38,39 y 40).

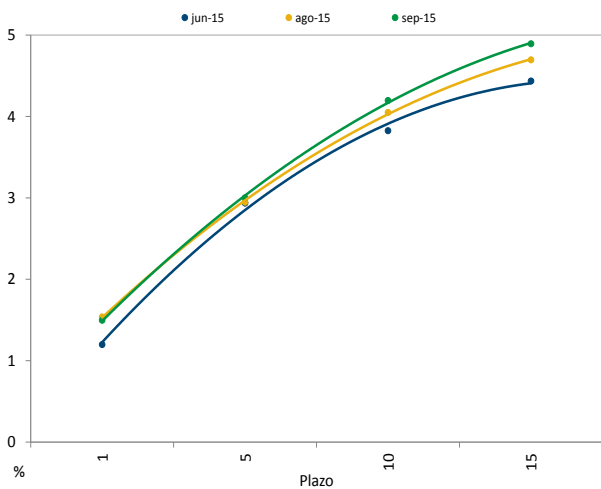
Adicionalmente, durante el periodo los bonos externos denominados en moneda local de largo plazo se desvalorizaron, siendo las tasas de los bonos de Brasil las que presentaron un mayor incremento.

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



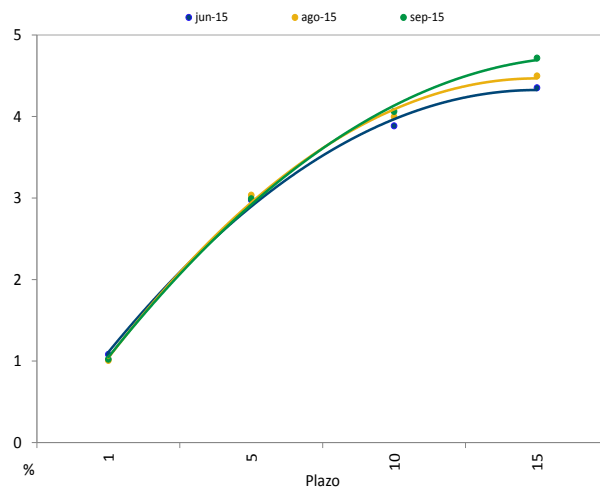
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las primas de riesgo de los países de la región aumentaron. Los EMBI para una muestra de países de la región presentaron un incremento promedio de 94 p.b. (44,6%)⁵⁸, el EMBI+ aumentó 49,1 p.b. (12,5%) (Gráfico 41) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región se incrementaron en promedio 91 p.b. (54,3%)⁵⁹ (Gráfico 2).

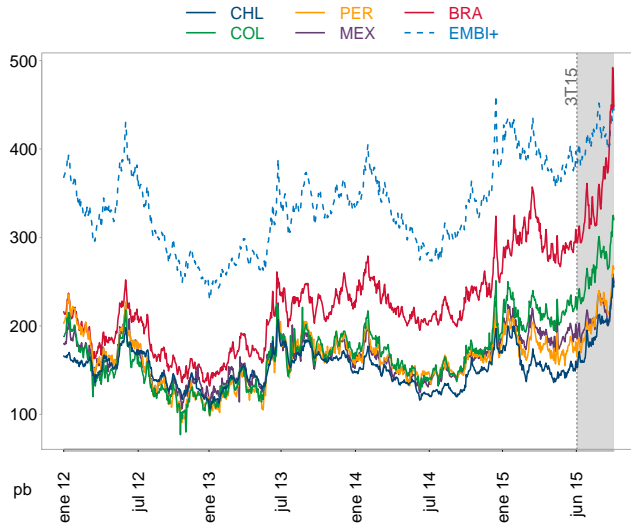
6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el 3T15 la deuda externa de Colombia, denominada tanto en moneda local como extranjera, presentó desvalorizaciones (Gráficos 42 y 43). Lo anterior estuvo en línea con el comportamiento de la deuda interna del país y con el de la deuda externa de los demás países de la región.

⁵⁸Variaciones EMBI+ países: Colombia: 95 p.b. (42,2%), Brasil: 147 p.b. (48,8%), México: 56 p.b. (29,0%), Perú 86 p.b. (48,3%) y el EMBI Global Chile: 86 p.b. (54,4%).

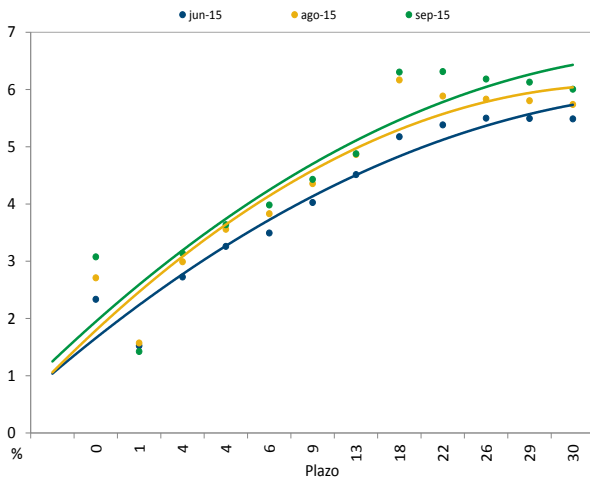
⁵⁹Variaciones: Colombia: 80,0 p.b. (47,3%), Brasil: 216,5 p.b. (83,3%), México: 44,8 p.b. (34,2%), Chile: 58,1 p.b. (66,9%) y Perú: 55,6 p.b. (39,7%).

Gráfico 41: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

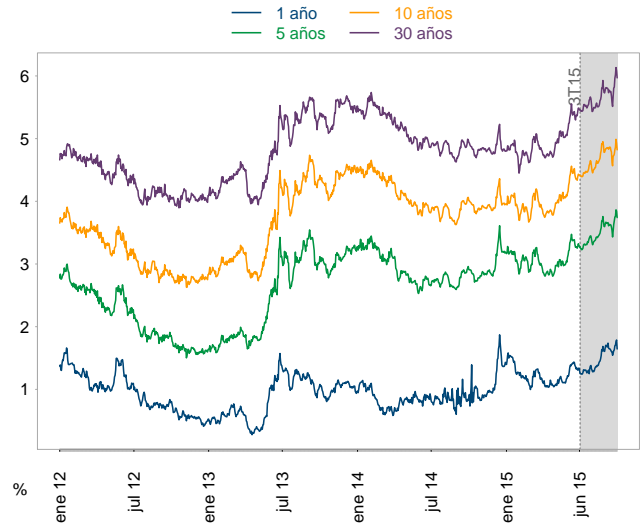
Gráfico 42: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

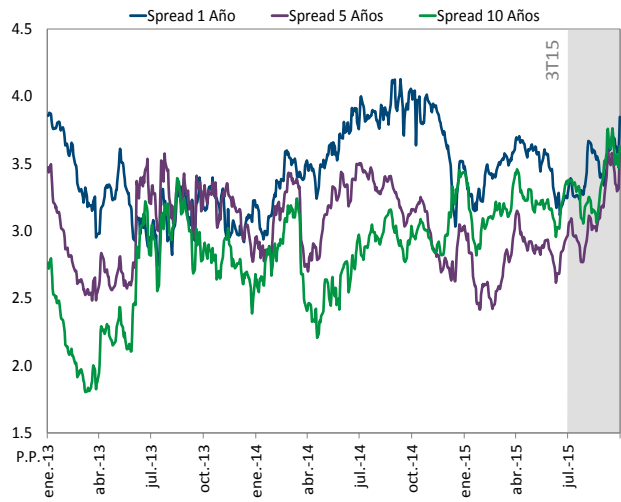
En el Gráfico 44 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los bonos Globales denomi-

Gráfico 43: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Globales USD vs TES locales

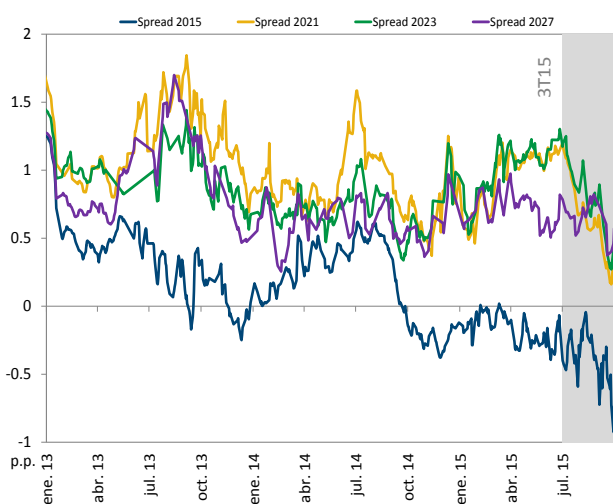


Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

nados en dólares colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre este *spread* aumentó por desvalorizaciones más pronunciadas de los bonos locales frente a las de los bonos externos.

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* disminuyó ante las mayores desvalorizaciones de los TES Globales frente a las desvalorizaciones de los títulos locales. En general, el comportamiento de estos *spreads* podría estar reflejando expectativas de depreciación de la tasa de cambio.

Gráfico 45: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

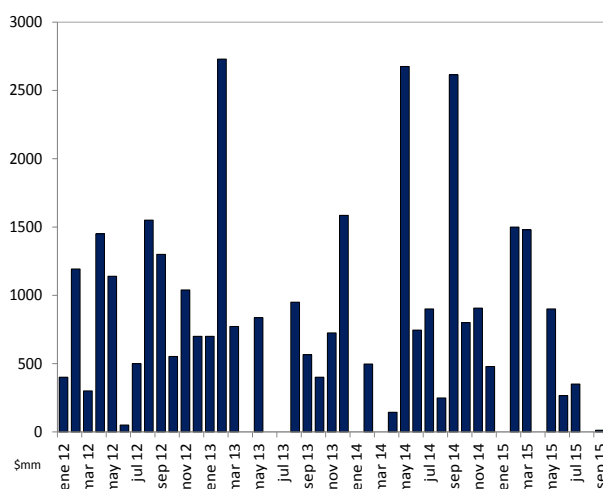
Finalmente, el 21 de septiembre la Nación colocó un bono de deuda externa por USD1500 millones con vencimiento en enero del 2026. La colocación se realizó con un cupón de 4,50%, a una tasa de 4,653% y la demanda fue de USD3000 millones. Cabe señalar que con esta operación se completó el 50% de las emisiones de bonos internacionales previstas para el año 2016.

7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 3T15 las colocaciones en el mercado primario de deuda privada presentaron una disminución

de 69% frente a lo observado el trimestre anterior al ubicarse en \$362 miles de millones⁶⁰ (ant: \$1166 miles de millones) (*Gráfico 46*). Se debe mencionar que este fue el menor monto colocado en un trimestre desde el 2T06. En el periodo analizado el sector financiero realizó la totalidad de las colocaciones, lo cual equivale a 0,26 veces su promedio histórico.

Gráfico 46: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 2T15

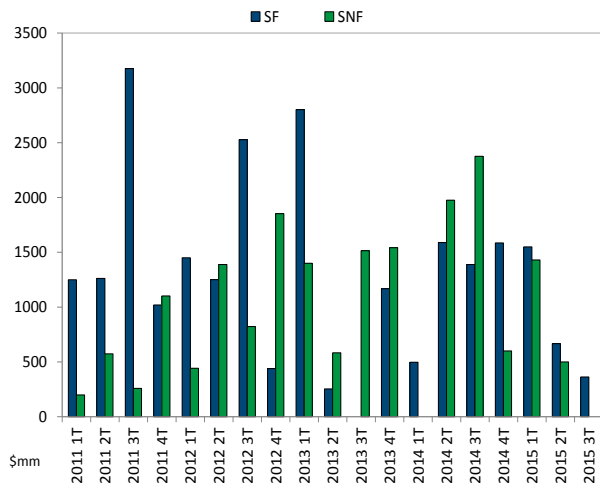
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco de Occidente	350	2 a 5	TF, IPC
Multiactivos S.A.	12	4	TF

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

Durante el trimestre dos entidades realizaron colocaciones (*Cuadro 10*). Las emisiones se indexaron al IPC (27%) y a tasa fija (73%) (*Gráfico 48*). El 57% de las colocaciones se realizó a plazos entre 0 y 2 años, mientras que el restante 43% se realizó a plazos entre 2 y 5 años. Se debe mencionar la disminución de los plazos frente al trimestre anterior, en el cual el 66% de las emisiones se realizó a 10 años, el 24% a 20 años y el 10% a 15 años (*Gráfico 49*).

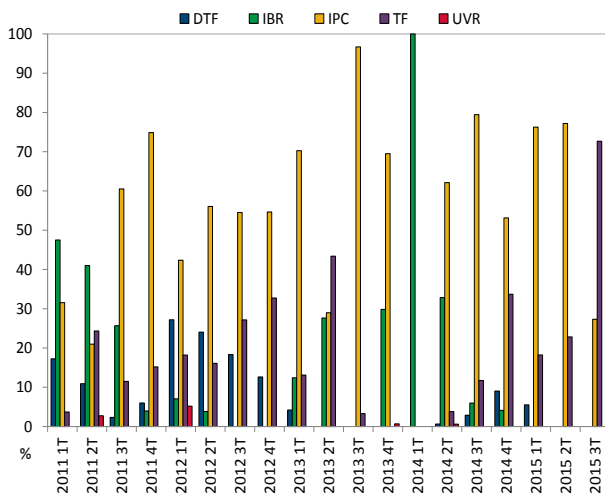
⁶⁰Equivale a 0,14 veces su promedio histórico.

Gráfico 47: Monto Colocado por Sector



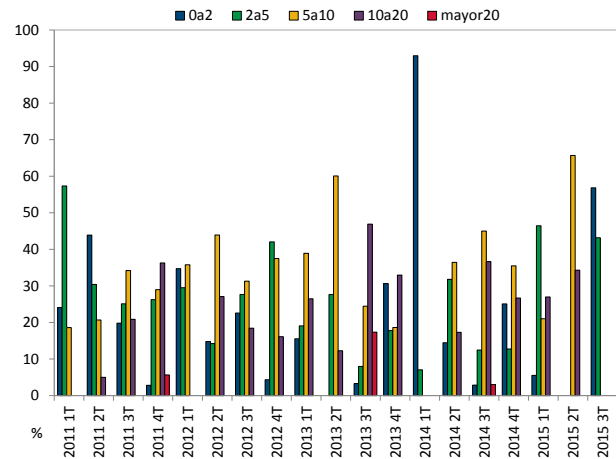
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 48: Colocaciones por Tasa de Interés



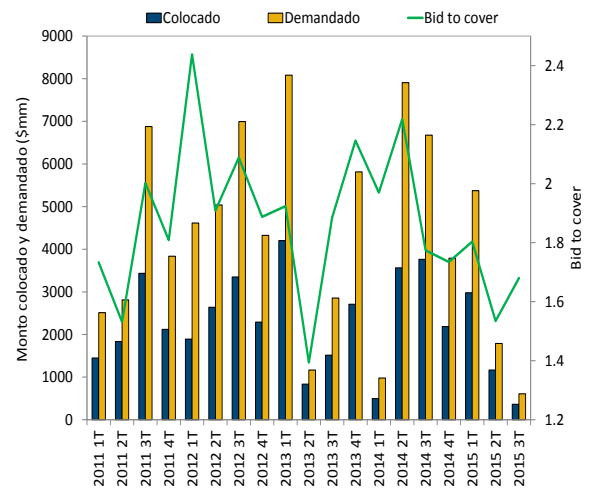
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

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.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas aumentó 0,15 a 1,68 veces respecto al trimestre anterior. La demanda por colocaciones fue de \$608 miles de millones, inferior a la presentada el trimestre anterior

(\$1789 miles de millones) (Gráfico 50).

8 Mercado Accionario

Durante el trimestre los índices accionarios de EE.UU., Europa, Japón, China y países de Latinoamérica disminuyeron y estuvieron asociados al contexto internacional. Las desvalorizaciones estuvieron asociadas principalmente a las preocupaciones sobre el desempeño de la economía China, la incertidumbre en torno a las decisiones de la Reserva Federal y a la reducción en los precios de los *commodities*.

En el caso de países desarrollados, en el trimestre se desvalorizaron el *Eurostoxx* 9,5%, el *S&P500* 6,9%, el *Nasdaq* 7,4%, el *Dow Jones* 7,6% y el *Nikkei Index* 14,1%. En el caso de China, el *Shanghai Stock Exchange Composite Index* se desvalorizó en el trimestre 28,6%, lo cual representa una corrección del aumento que venía presentando este índice desde el 4T14⁶¹. Cabe señalar que el Gobierno chino implementó una serie de medidas para limitar las pérdidas asociadas a las desvalorizaciones del mercado accionario, dentro de las que se encuentran la suspensión de nuevas ofertas públicas iniciales de acciones, las restricciones a las ventas en corto en el mercado accionario⁶² y el otorgamiento de líneas de crédito a través de una agencia gubernamental por USD480 billones dirigidas a fondar la compra de títulos valores (Gráfico 51).

En cuanto a las bolsas de la región, se presentaron las siguientes desvalorizaciones en el trimestre: Perú 23,5%, Brasil 15,1%, Colombia 8,5%, Chile 5,4% y México 5,4%, las cuales estuvieron asociadas principalmente a la evolución de la percepción de riesgo, a las menores perspectivas de crecimiento de la región y a la reducción del precio del petróleo y de los principales metales⁶³ (Gráfico 52).

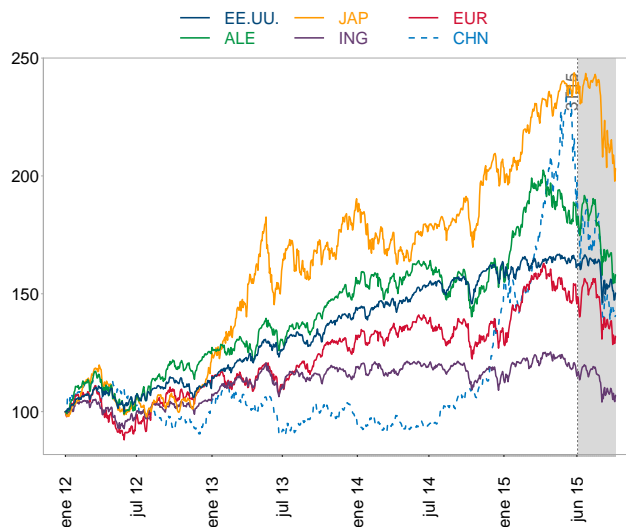
La volatilidad de los mercados accionarios de la región

⁶¹El valor máximo del índice se presentó el 12 de junio de 2015.

⁶²La restricción obliga a que al pedir prestado un título, el tenedor deba mantenerlo por lo menos hasta el día siguiente.

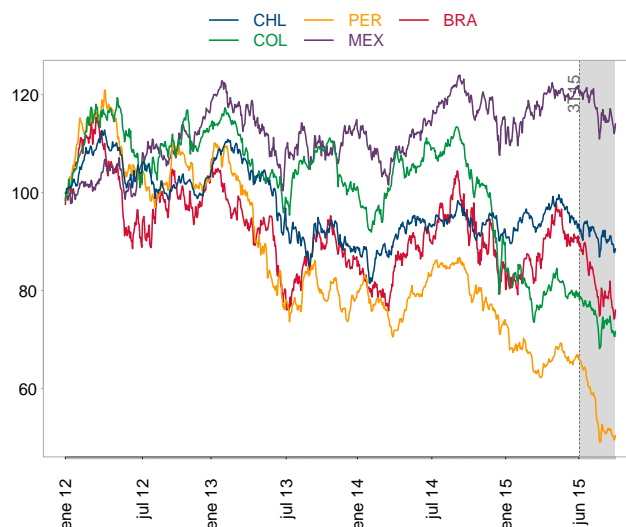
⁶³Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre, disminuyeron los precios del petróleo WTI 24%, del petróleo BRENT 23%, del cobre 11%, de la plata 8%, del aluminio 5% y del oro 5%.

Gráfico 51: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

Gráfico 52: Evolución de los Índices Accionarios de la Región

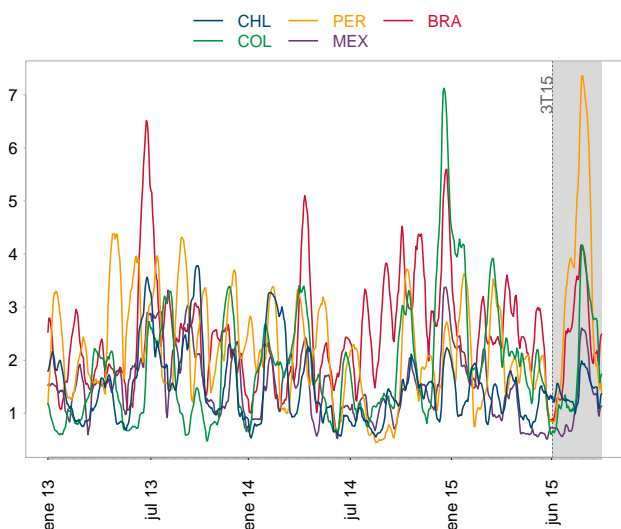


Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

aumentó frente a la observada el trimestre anterior. Los coeficientes de variación de los índices bursátiles en el 3T15 aumentaron para todos los países analizados, presentando en promedio el mayor coeficiente de variación Perú. Los mayores incrementos frente

al trimestre anterior se observaron en Perú y México⁶⁴ (Gráfico 53). En materia de volatilidad condicional⁶⁵, durante el periodo se presentó un incremento para todos los países de la región y su promedio aumentó 0,27% respecto al del trimestre anterior. Vale la pena destacar que la mayor volatilidad promedio en el trimestre la presentó la bolsa de Brasil, seguida en su orden por las de Perú, Colombia, Chile y México (Gráfico 54).

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



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

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB, se observa que con datos estimados del PIB para 2014⁶⁶ y datos de capitalización bursátil ajustada a septiembre del 2015⁶⁷, la bolsa de Chile presentó la más alta de la región (29,4%), seguida por la de las bolsas de

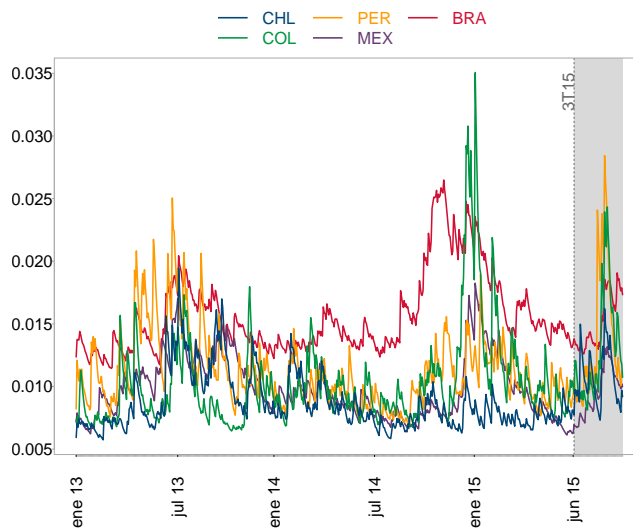
⁶⁴El IGBVL de Perú fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (3,56, anterior: 1,73), seguido por el IBOV de Brasil (2,47, anterior: 2,44), el COLCAP de Colombia (2,01, anterior: 1,77), el IPSA de Chile (1,43, anterior: 1,23) y el MEXBOL de México (1,26, anterior: 0,87).

⁶⁵Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁶⁶Fuente: FMI.

⁶⁷Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 54: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

México (19,0%), Brasil (10,9%), Perú (11,1%) y Colombia (7,8%)⁶⁸ (Gráfico 55). Por otra parte, según el indicador de velocidad de rotación calculado a septiembre de 2015⁶⁹, en la región la bolsa México alcanzó el mayor valor, con un porcentaje de 22,1%, seguida por las bolsas de Colombia (14,2%), Chile (9,0%) y Perú (1,3%)⁷⁰ (Gráfico 56).

En Colombia, el promedio diario negociado durante el 3T15 en el mercado accionario fue de \$119,5 miles de millones, inferior al observado en el 2T15, en el 1T15 y en el 2014⁷¹.

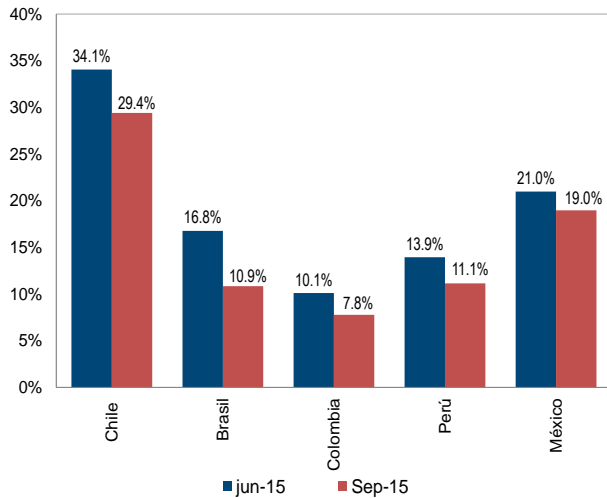
⁶⁸A septiembre del 2015 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia como porcentaje del PIB es de 24,29%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 4,55%.

⁶⁹Este 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.

⁷⁰Desde noviembre de 2014 el World Federation of Exchanges no publica cifras para la bolsa de Brasil. El último dato disponible fue de 123% para octubre de 2014.

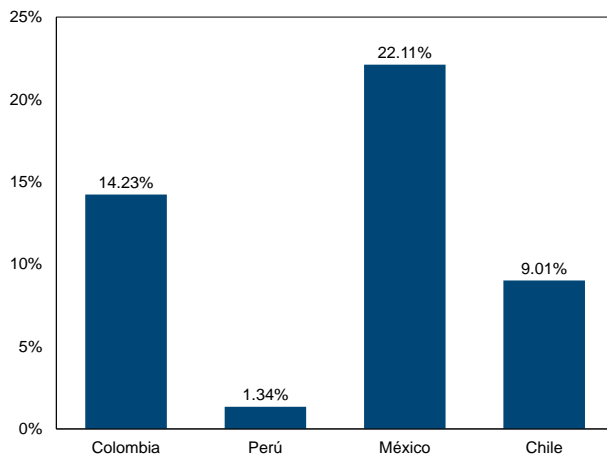
⁷¹El promedio diario negociado en el 2T15 fue de \$168,9 miles de millones, en el 1T15 de \$132,6 miles de millones y en los trimestres de 2014: \$154,8 miles de millones (1T14), \$173,3 miles de millones (2T14), \$162,2 miles de millones (3T14) y \$154,7 miles

Gráfico 55: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.
Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 56: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable

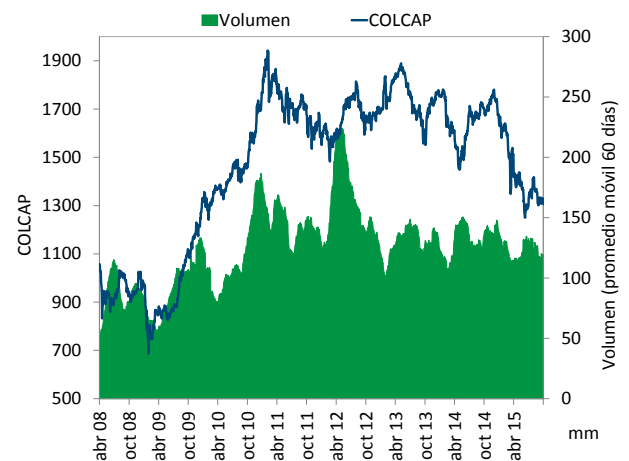


Fuente: Federación Mundial de Bolsas. *El dato para Perú corresponde al mes de marzo de 2015.

Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el trimestre fueron el sector de millones (4T14).

real, los fondos de pensiones y cesantías y las personas naturales, que ofrecieron en neto \$624 miles de millones, \$381 miles de millones y \$189 miles de millones, respectivamente. Por su parte, los demandantes netos fueron los inversionistas extranjeros y los programas ADR⁷², que compraron en neto \$1313 miles de millones y \$108 miles de millones, respectivamente.

Gráfico 57: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 134 contratos frente a 121 contratos negociados en el 2T15⁷³.

⁷²Por sus siglas en inglés, *American Depositary Receipt*.

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