



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre de 2015

Banco de la República

Julio de 2015

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional

Juliana Pinzón
Bryan Stiven González

Recuadros

Recuadro 1: Jorge Cely y Kimberly Rojas

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado cambiario	6
2.2	Mercado monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	12
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	17
6	Mercado Monetario y Renta Fija	20
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	20
6.2	Mercado de Deuda Pública	23
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	23
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	25
6.3	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	29
6.4	Deuda Pública Externa de Colombia	29
7	Mercado de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	33
9	Recuadro 1: Mercado interbancario no colateralizado y mercado de simultáneas	38
9.1	Conclusiones	46
9.2	Referencias	47

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	Gráficos de caja Expectativas de Crecimiento (EOF)	13
8	Gráficos de caja Expectativas de Inflación (EOF)	13
9	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento 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	28
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	30
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	31
45	TES Globales vs TES locales	31
46	Monto Total Colocado	32
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	33
51	Índices Accionarios Países Desarrollados	34
52	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	34
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&P MILA 40</i>	36
58	<i>IGBC</i> y Volumen Transado Diario	37
59	Evolución del mercado interbancario no colateralizado entre abril de 2008 y diciembre de 2014.	39
60	Principales títulos de las simultáneas en el SEN. Enero de 2010 a diciembre de 2014	45
61	Principales títulos de las simultáneas en el MEC. Enero de 2010 a diciembre de 2014	46

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
3	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)	17
4	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otros Mecanismos de Intervención Cambiaria	17
5	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria	17
6	Precio de Productos Básicos (en dólares)	17
7	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Junio LATAM	20
8	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2015	21
9	Crecimiento 1T15 y Expectativas para 2015	21
10	Emisiones Deuda Privada 2T15	31
11	Indicadores del mercado interbancario	40
12	Operaciones del mercado interbancario por tipo de entidad. (Enero 2011 – diciembre 2014).	41
13	Análisis de interbancarios adicionales al IBR <i>overnight</i>	42
14	Principales características de los sistemas de negociación	44

1 Introducción

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

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

Durante el 2T15 los mercados financieros estuvieron particularmente influenciados por la incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento de la economía de EE.UU. y sus implicaciones sobre las determinaciones de la Reserva Federal en torno al inicio de la normalización de su política monetaria, así como por la incertidumbre sobre el resultado de las negociaciones entre Grecia y sus acreedores. Al mismo tiempo, continuaron los signos de recuperación de las economías de la Zona Euro, Reino Unido y Japón. Por su parte, las economías emergentes en promedio mostraron señales de desaceleración, particularmente desde mayo, ante la caída del precio de los commodities y la publicación de indicadores poco favorables de la economía china. Este debilitamiento se reflejó en menores entradas de capital, y en algunos casos salidas, hacia estas economías.

En este contexto el dólar se debilitó ante sus principales cruces y se fortaleció frente a las monedas de países emergentes. Por otra parte, los mercados accionarios en general presentaron valorizaciones al inicio del trimestre las cuales fueron corrigiendo hasta terminar en niveles cercanos a los del final del 1T15. En el caso de las bolsas europeas, el trimestre terminó con desvalorizaciones. En el caso de los mercados de deuda pública de Latinoamérica, salvo en el caso de Brasil, se observaron desvalorizaciones.

En Colombia, el comportamiento de los bonos, particularmente del tramo medio y largo de la curva estuvo en línea con el comportamiento de los tesoros de EE.UU. y de los bonos del resto de la región. Por su parte, tanto el mercado de renta variable como el mercado cambiario presentaron valorizaciones al comienzo del trimestre, en línea con la recuperación del precio del petróleo. Esta tendencia se fue disipando hasta cerrar el periodo en niveles cercanos a los de finales de 1T15.

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

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado cambiario

En el segundo trimestre de 2015 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces (euro, libra y yen) en un contexto de mejor dinamismo en la actividad económica de estos países. En contraste, la mayoría de las monedas de economías emergentes se debilitaron frente al dólar por perspectivas de menor crecimiento, caídas en los precios de algunos *commodities*, el débil desempeño económico en China y la evolución de las conversaciones entre el gobierno de Grecia y sus acreedores internacionales.

2.2 Mercado monetario

En el segundo 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, la mayoría de bancos centrales de países emergentes redujeron sus tasas de interés de referencia, con el fin de dar mayor impulso a sus economías. En particular, en la región (México, Chile, Brasil, Colombia y Perú) los bancos centrales mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia, aunque el de Perú continuó reduciendo el encaje para sostener el dinamismo del crédito en soles. Por su parte, el Banco Central de Brasil continuó el ciclo de política contractiva que había iniciado en abril de 2013 incrementando su tasa de interés de referencia en 100 p.b. con el objetivo de controlar la inflación.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los bonos de deuda de EE.UU. de corto plazo no presentaron movimientos significativos, mientras que los de los tramos mediano y largo de la curva se desvalorizaron, comportamiento asociado a una mayor certeza respecto a que la Fed comenzaría a subir la tasa de referencia este año, a una mayor inflación esperada ante el repunte de los precios del petróleo, a las declaraciones de Janet Yellen con respecto a una posible sobrevaloración de los títulos de deuda pública, y a la menor demanda de activos refugio ante la continuidad en la recuperación de la economía estadounidense y la europea.

En línea con la evolución de los bonos de EE.UU, con excepción de los de Brasil, los títulos de deuda pública interna de largo plazo de la región también se desvalorizaron en el segundo trimestre del año. Este comportamiento se atribuye principalmente a las expectativas del comienzo de normalización de política monetaria de la Fed, aunque otros factores locales como las menores perspectivas de crecimiento, las mayores primas de riesgo y, en la mayoría de los casos, las expectativas de mayor inflación, generaron presiones al alza en las tasas.

Similar a lo ocurrido con los bonos de los otros países de la región, los TES en pesos de mediano y largo plazo

se desvalorizaron. Por el contrario, los TES de corto plazo registraron valorizaciones durante el trimestre ante un cambio en las expectativas con respecto a la política monetaria del 2015. En particular, en abril se descartó la posibilidad de que se diera el incremento de 25 p.b. de la tasa de interés de referencia que se había anticipado en marzo. Aunque en junio las expectativas se ajustaron nuevamente de tal manera que el mercado otra vez consideró que la tasa podría ser incrementada antes de finalizar el año, continuaron las valorizaciones del corto plazo debido a la intención del Gobierno de realizar una operación de manejo de deuda que implicó la demanda de bonos de baja duración por parte de entidades públicas.

En cuanto a la deuda pública externa de Colombia y la de otros países de la región, esta presentó desvalorizaciones principalmente durante el mes de junio, que estuvieron relacionadas con la evolución de la percepción de riesgo internacional.

2.4 Mercado accionario

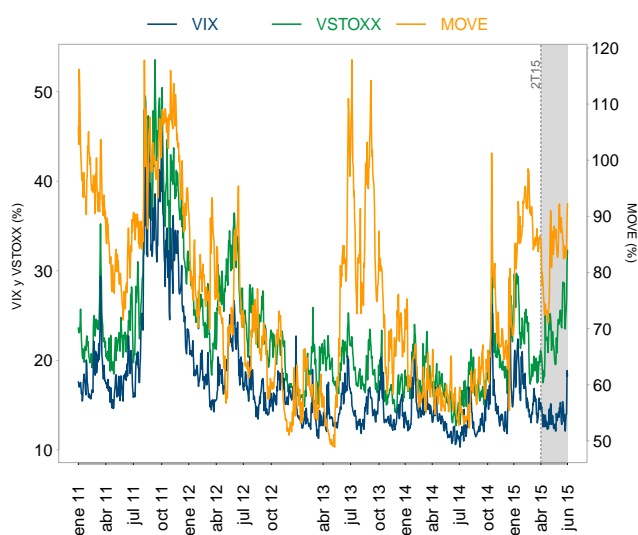
Durante el trimestre el mercado accionario europeo se desvalorizó en línea con el deterioro de la percepción de riesgo hacia esta región. De otra parte, los índices bursátiles en EE.UU. presentaron comportamientos mixtos, mientras que los de Japón y China continuaron avanzando, tal como lo hicieron el trimestre anterior. No obstante, en junio el mercado bursátil chino registró un descenso importante como respuesta a una posible sobrevaloración de los activos y perspectivas de menor dinamismo de su economía. En general, en América Latina los índices se valorizaron al inicio del trimestre y finalizaron por encima de los niveles de cierre del primer trimestre del año.

En general, los mercados bursátiles se valorizaron en abril y a partir de mediados de mayo comenzaron a deteriorarse ante el aumento de la percepción de riesgo en Europa, el comportamiento de los precios de los *commodities* y la incertidumbre sobre la economía y el rumbo de la política monetaria en EE.UU.

3 Entorno internacional

A lo largo del segundo trimestre de 2015 (2T15), los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional no presentaron una tendencia definida, aunque finalizaron el periodo en niveles superiores a los observados al cierre del trimestre anterior¹ (Gráfico 1). El comportamiento de los índices estuvo influenciado por la incertidumbre en torno a la solidez de la recuperación económica estadounidense y al rumbo de la política monetaria en este país, por la evolución de las negociaciones entre Grecia y sus acreedores internacionales para desbloquear el desembolso del tramo asociado al programa de rescate, y por perspectivas de menor crecimiento a nivel mundial, principalmente en China.

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



Fuente: Bloomberg.

En el trimestre analizado persistió la incertidumbre en torno a la solidez de la recuperación económica esta-

¹En particular el VIX (pasó de 15,29% a 18,23%) y el MOVE (pasó de 86,1% a 92,26%) se mantuvieron relativamente estables a lo largo del periodo, pero se incrementaron en la última semana del trimestre. Por su parte, el VSTOXX presentó una tendencia al alza durante el periodo analizado (pasó de 21,1% a 32,30%).

dounidense y al rumbo de la política monetaria en este país, tras la publicación de datos mixtos en los diferentes sectores económicos, que apuntaron a cierta moderación en el ritmo de crecimiento del país. Por un lado, se registraron datos desfavorables de crecimiento, actividad industrial y producción manufacturera², y por otro, datos positivos del sector inmobiliario³. Además, de acuerdo con el Beige Book publicado en abril por la Reserva Federal (Fed), la mayoría de distritos registraron una desaceleración en la actividad petrolera y de gas natural, lo cual afectó de forma negativa a la industria energética y al mercado laboral del sector. De igual manera, las minutas de las reuniones de política monetaria de la Fed de los meses de abril y junio destacaron un desempeño moderado de la economía y expresaron la preocupación de los miembros del FOMC⁴ por la debilidad en el gasto del consumidor. Además, señalaron que el crecimiento del empleo y los salarios se mantiene moderado, por lo cual la mayoría de los miembros coincidieron en que iban a necesitar más información sobre la evolución del mercado laboral para iniciar el incremento de su tasa de interés de referencia.

Adicionalmente, a lo largo del periodo analizado continuaron los temores en torno a los lentos avances en las negociaciones entre Grecia y sus acreedores internacionales sobre las medidas económicas necesarias para desbloquear el desembolso del siguiente tramo del programa de rescate por EUR7200 millones. La falta de un acuerdo con la Troika⁵ llevó al país a incumplir con el pago de EUR1600 millones que debía

²La segunda estimación del PIB del 1T15, indicó que este registró una contracción trimestral de 0,2% (esp: 1%). De otra parte, en el trimestre el PMI compuesto disminuyó de 59,2 puntos en marzo a 54,6 puntos en junio. El índice de producción industrial se contrajo en abril 0,3% y en mayo 0,2%.

³Las ventas pendientes de viviendas aumentaron en términos anuales 13,5% en marzo (esp: 5,1%, ant: 12,5%) y 13,4% en abril (esp: 10,9%). Las ventas de viviendas nuevas aumentaron 8,1% en abril (esp: 5,6%) y 2,2% en mayo (esp: 1,2%). Finalmente, se conoció que el índice de precios de vivienda S&P Case-Schiller aumentó 0,87% en enero (esp: 0,65%), 1,21% en febrero (esp: 0,7%) y 1,01% en marzo (esp: 0,90%).

⁴Federal Open Market Committee. Por sus siglas en inglés.

⁵Compuesta por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional.

efectuarse el 30 de junio de 2015 al Fondo Monetario Internacional (FMI). Ante el fracaso de las negociaciones, el Gobierno griego convocó para el 5 de julio un referendo con el fin de poner en consideración de la población las medidas de austeridad exigidas por sus acreedores. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió no elevar las líneas de liquidez de emergencia a los bancos griegos, que hasta ese momento ascendía a cerca de los EUR89.000 millones, lo cual indujo al Gobierno griego a imponer controles de capital⁶ y a decretar el cierre de bancos entre el 29 de junio y el 6 de julio. Finalmente, el país rechazó las medidas de austeridad impuestas por la Troika para el desembolso del correspondiente tramo del programa de rescate, lo cual incrementó la incertidumbre sobre de una posible salida del país de la Zona Euro y los efectos que esto podría tener en la economía del bloque.

De otra parte, los mercados financieros continuaron atentos al débil dinamismo de la actividad económica en China. En particular, se conoció que en el 1T15 el PIB se expandió 7%, que aunque estuvo en línea con las expectativas del mercado, presentó el crecimiento más bajo registrado desde el primer trimestre de 2009. Además, fueron publicados algunos datos desfavorables de actividad manufacturera⁷ y comercio exterior⁸, y se presentaron importantes descensos en el mercado accionario de este país en el mes de junio, por indicios de una posible burbuja en el precio de las acciones de este país en un escenario de debilidad económica y empresarial. En este contexto, el Banco Central recortó en dos oportunidades su tasa de interés de préstamos y depósitos en 25 puntos básicos, hasta ubicarlas en 4,85% y 2%, respectivamente⁹, y redujo el requere-

⁶Los ciudadanos podían retirar de los cajeros automáticos hasta un máximo de EUR60 diarios.

⁷El PMI manufacturero elaborado por el HSBC se ubicó entre marzo y mayo en niveles inferiores a los 50 puntos. Adicionalmente, los datos de producción industrial y ventas al por menor de los meses de marzo y abril se ubicaron por debajo de las expectativas del mercado.

⁸Se conoció que tanto las exportaciones como las importaciones se contrajeron a lo largo del periodo analizado.

⁹El 11 de mayo y el 27 de junio de 2015, el Banco Central anunció recortes en sus tasas de interés de préstamos y depósitos.

rimiento de encaje¹⁰, con el fin de incentivar el crecimiento económico.

Por su parte, otros factores que también imprimieron cierta volatilidad a los mercados fueron los procesos electorales en Inglaterra, España, Países Bajos y Polonia, y las continuas reducciones en las proyecciones de crecimiento mundial, que siguen apuntando a cierta debilidad económica debido al deterioro de algunas economías de mercados emergentes y de países exportadores de petróleo.

Pese al deterioro que presentaron los indicadores de percepción de riesgo, cabe señalar que durante el trimestre se evidenció una mejora en el ritmo de la actividad económica de la Zona Euro, principalmente en el mercado laboral¹¹, el sector industrial¹² y las ventas al por menor. Adicionalmente, se destaca que el IPC del bloque frenó su ciclo de descensos y llegó a aumentar 0,2% anual en junio, lo cual representa un alza de tres décimas con respecto al dato de cierre del trimestre anterior.

En la misma línea, Reino Unido continuó mostrando un ritmo de crecimiento favorable, principalmente en el mercado laboral y el de servicios¹³, y Japón registró un repunte en su actividad económica durante el trimestre, liderado por el sector de servicios y de ventas al por menor. Además, se conoció que durante el primer trimestre de 2015 (1T15), el PIB de este país se expandió 3,9% anual (esp: 2,8%, ant: 1,1%), su

¹⁰El Banco Central redujo en 50 p.b. el requerimiento de encaje para los bancos comerciales en zonas rurales o que conceden préstamos al sector agrícola así como a pequeñas empresas y microempresas.

¹¹La tasa de desempleo del mes de mayo se ubicó en 11,1%, cinco décimas por debajo de la observada el mismo mes del año anterior (11,6%).

¹²El índice PMI compuesto de la Zona Euro se mantuvo en niveles superiores a los 50 puntos (zona de expansión) y alcanzó en el mes de junio su máximo registro en cuatro años

¹³En el 1T15 el PIB se expandió 2,9% con respecto al mismo periodo del año anterior (esp: 2,5%, ant: 3%). Además, el PMI de servicios se ubicó en junio en 58,5 puntos (esp: 57,5 puntos, ant: 56,5 puntos), y la tasa de desempleo del periodo febrero-abril disminuyó a 5,5%, su menor nivel desde el periodo mayo-julio de 2008.

mayor avance desde el primer trimestre de 2013, explicado principalmente por el avance del componente de consumo.

En cuanto a política monetaria, la Fed (entre 0% y 0,25%), el Banco Central de Inglaterra¹⁴ (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.

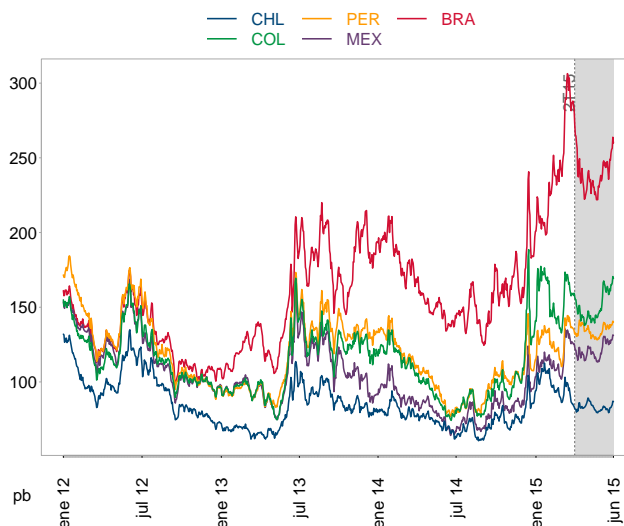
Con respecto al comportamiento de los indicadores de riesgo de países emergentes, cabe señalar que pese a que presentaron episodios de mejora, la mayoría de ellos se ubicaron al finalizar del trimestre en niveles superiores a los registrados al cierre del 1T15 (*Gráfico 2 y Gráfico 3*). Para el caso particular de América Latina, el comportamiento de los Credit Default Swaps (CDS) estuvo influenciado principalmente por la evolución de los precios de las materias primas, los cuales hasta mediados del mes de mayo presentaron valorizaciones (principalmente el petróleo) y posteriormente disminuyeron, llegando a ubicarse en algunos casos en niveles inferiores a los registrados al cierre del trimestre anterior (e.g. cobre, aluminio, oro y plata).

En particular, el incremento en los precios del petróleo¹⁵ durante los meses de abril y mayo estuvo asociado a factores como una mayor demanda mundial así como por la reducción en la oferta por parte de EE.UU. No obstante, en el mes de junio se percibió una reducción en el precio, debido a un incremento en la producción de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) así como por los avances de las negociaciones sobre el programa nuclear iraní, lo que pondría fin a las sanciones impuestas al país y conllevaría a un incremento

¹⁴De igual manera, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en GBP375.000 millones.

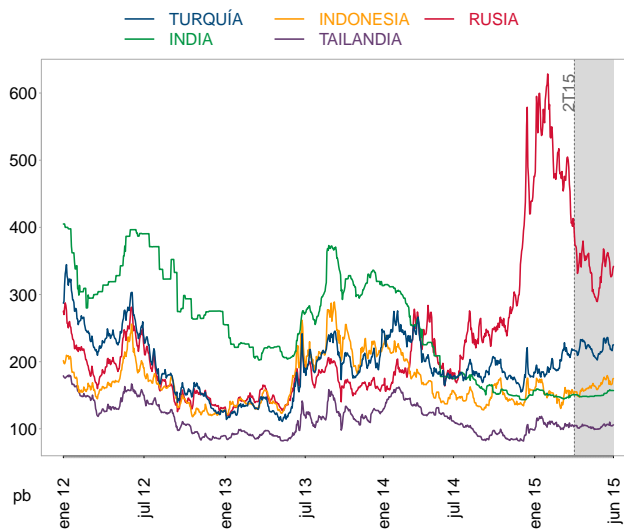
¹⁵Entre el 31 de marzo y el 30 de junio el precio de petróleo WTI aumentó 25% y el del Brent 15%.

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



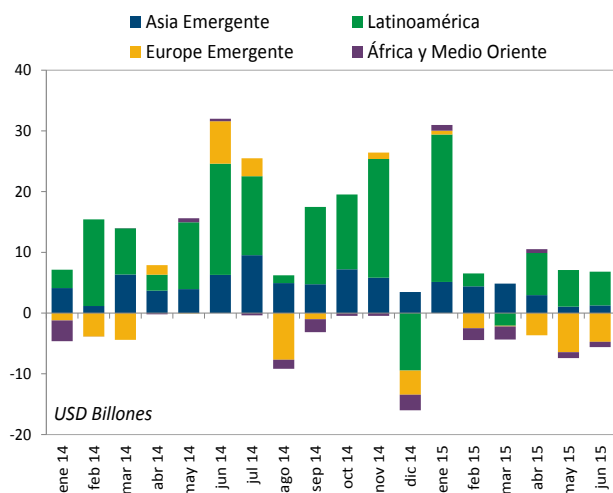
Fuente: Bloomberg.

en la oferta mundial de crudo.

Bajo este escenario de percepción de riesgo, según cifras publicadas por el Institute of International Finance (IIF), el flujo de capitales a economías emergentes

por concepto de inversión de portafolio se redujo en el periodo analizado con respecto al observado en el 1T15 (2T15: USD37 billones vs. 1T15: USD53 billones), lo que se explica por salidas en el mercado de deuda de economías emergentes europeas, africanas y del Oriente Medio. En particular, para los mercados de renta fija estimó entradas netas por USD7,76 billones (1T15: USD33,57 billones) y para el de renta variable de USD28,99 billones (1T15: USD19,32 billones) (Gráfico 4 y Gráfico 5). Para el caso de América Latina, los flujos de portafolio hacia estas economías aumentaron en el mercado de renta variable de USD4 billones en 1T15 a USD8 billones en 2T15, aunque disminuyeron en el mercado de deuda de USD24 billones a USD19 billones.

Gráfico 4: Flujos de extranjeros en bonos en Economías Emergentes

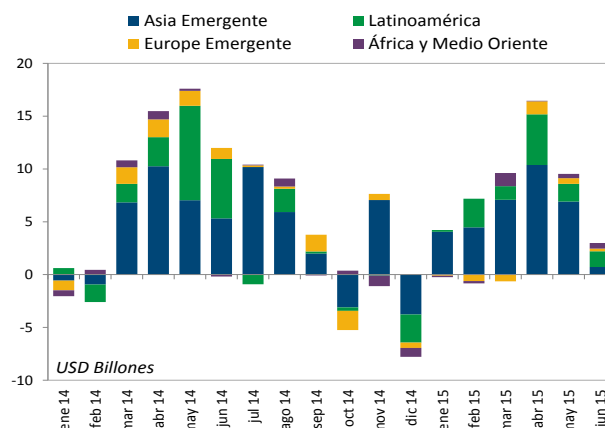


Fuente: Institute of International Finance. Cifras en billones de dólares.

Cabe destacar que los datos de crecimiento de los países de la región mostraron resultados mixtos. En el 1T15 el PIB de Chile (2,4% anual), el de México (2,5% anual) y el de Colombia (2,8% anual) presentaron un crecimiento superior al esperado por el mercado¹⁶, mientras que el de Perú (1,7% anual) estuvo en línea con las expectativas. Por su parte, el PIB de

¹⁶El mercado esperaba un crecimiento de 2,2% para Chile, de 2,4% para México y de 2,6% para Colombia.

Gráfico 5: Flujos de extranjeros en acciones en Economías Emergentes



Fuente: IIF. Cifras en billones de dólares.

Brasil se contrajo 1,6% anual, desacelerándose menos de lo esperado (1,8%).

Con respecto a la política monetaria de economías emergentes, como se puede observar en el Cuadro 1, 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.

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

	Mar 2015	Jun 2015	Δ 2T15 (p.b)
Rusia	14,00%	11,50%	-250
China	5,35%	4,85%	-50
Hungría	1,95%	1,50%	-45
India	7,50%	7,25%	-25
Nueva Zelanda	3,50%	3,25%	-25
Corea del Sur	1,75%	1,50%	-25
Tailandia	1,75%	1,50%	-25
Noruega	1,25%	1,00%	-25
Australia	2,25%	2,00%	-25
México	3,00%	3,00%	0
Perú	3,25%	3,25%	0
Colombia	4,50%	4,50%	0
Chile	3,00%	3,00%	0
Islandia	5,25%	5,75%	50
Brasil	12,75%	13,75%	100

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

En el 2T15 los indicadores de percepción de riesgo a nivel local registraron un comportamiento mixto. Por una parte, el indicador de confianza de los consumidores mostró signos de recuperación, las expectativas sobre el rendimiento del Colcap mejoraron, y los márgenes entre las tasas de cartera y las de los TES disminuyeron. Por la otra, los indicadores de confianza industrial y de comerciantes desmejoraron, aumentaron las expectativas de una mayor tasa de los TES que vencen en 2024, y las expectativas de crecimiento e inflación de los analistas financieros se deterioraron. Adicionalmente, durante el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB para el 1T15 (2,8%), que se ubicó por encima de lo esperado por los analistas que respondieron la encuesta de *Bloomberg* (2,6%) pero por debajo de lo esperado (3%) por los analistas 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 Fedesarrollo¹⁷. Se puede observar que la confianza de industriales y comerciantes desmejoró respecto al 1T15, mientras que el indicador de consumidores mejoró luego de haber registrado caídas importantes el trimestre anterior.

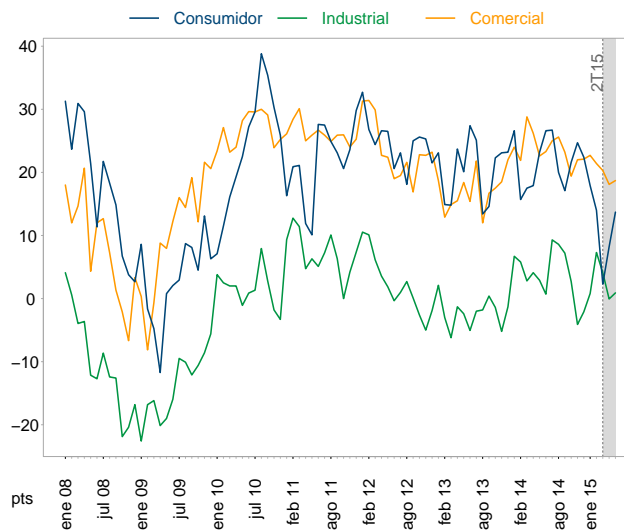
El índice de confianza industrial disminuyó durante el 2T15 respecto al promedio del trimestre anterior¹⁸, y durante abril volvió a tocar valores negativos. De igual manera el promedio del trimestre se ubicó por debajo de lo observado hace un año¹⁹. La caída del índice se explica principalmente por el deterioro del compo-

¹⁷Los 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.

¹⁸El promedio trimestral pasó de 4,07 p.p. en el 1T15 a 0,42 p.p. en el 2T15.

¹⁹El promedio del 2T14 fue 2,57 p.p.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

nente de expectativas de producción para el próximo trimestre.

Por su parte, respecto al promedio del 1T15 y al de 2T14, el índice de confianza de comerciantes disminuyó 3,07 p.p. y 5,63 p.p., respectivamente. El movimiento es explicado por el deterioro de sus componentes de nivel de existencias y situación actual del negocio que contrarrestaron la mejora en el componente de expectativas para el próximo semestre.

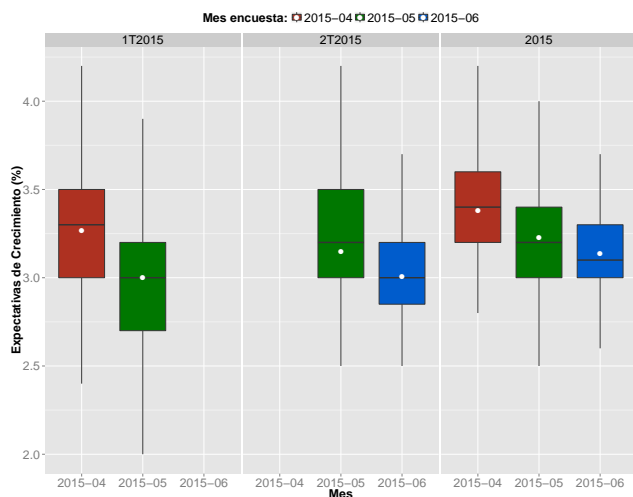
Por otro lado, el Dane publicó los datos de ventas al por menor y producción industrial para el mes de abril. Las ventas al por menor presentaron una variación anual de -1,0%, inferior a la esperada (+3%), mientras que la producción industrial disminuyó 4% (esp: 0%). Adicionalmente, la entidad publicó su Indicador de Seguimiento de la Economía, cuya variación anual desestacionalizada aumentó, de tal forma que pasó de 2,9% en marzo a 3,6% en abril²⁰. Por su parte, la Andi publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, en la que se muestra que entre enero

²⁰Frente al observado en el mismo mes de 2014 (5,5%) el indicador desmejoró.

y abril, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial disminuyó 2,1% al tiempo que las ventas totales lo hicieron en un 1,5%.

El promedio del índice de confianza de los consumidores del 2T15 disminuyó 0,8 p.p. respecto al registrado en el 1T15 y 10,4 p.p. frente al dato del mismo período de 2014. No obstante, cabe destacar que durante el trimestre registró un cambio en la tendencia observada desde finales de 2014, de tal manera que respecto al cierre del trimestre anterior el índice aumentó 12,4 p.p. El movimiento estuvo influenciado por la mejora de sus dos componentes: expectativas y condiciones actuales.

Gráfico 7: Gráficos de caja Expectativas de Crecimiento (EOF)

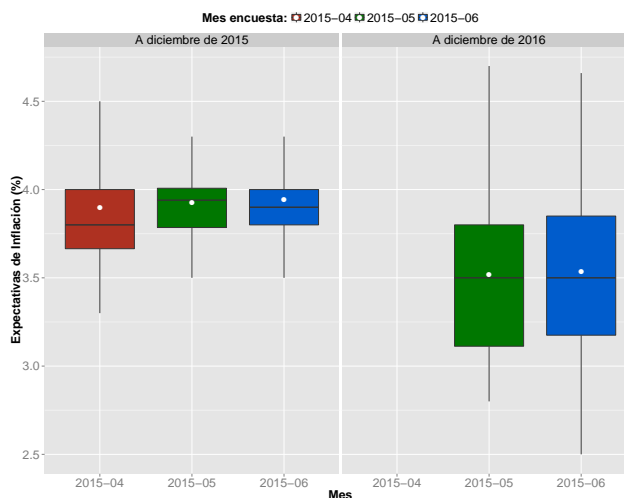


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

Por su parte, al analizar la EOF se observó que durante el trimestre el promedio de las expectativas de crecimiento para el 1T15, el 2T15 y 2015 disminuyeron, aunque para estos dos últimos las expectativas presentaron un leve sesgo al alza²¹ (Gráfico 7). En cuanto a la inflación esperada para fin de 2015, a lo largo del trimestre se observó un incremento en la media y una

²¹Como es de esperar los datos fueron menos dispersos en la medida en que se cuenta con una mayor información disponible.

Gráfico 8: Gráficos de caja 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.

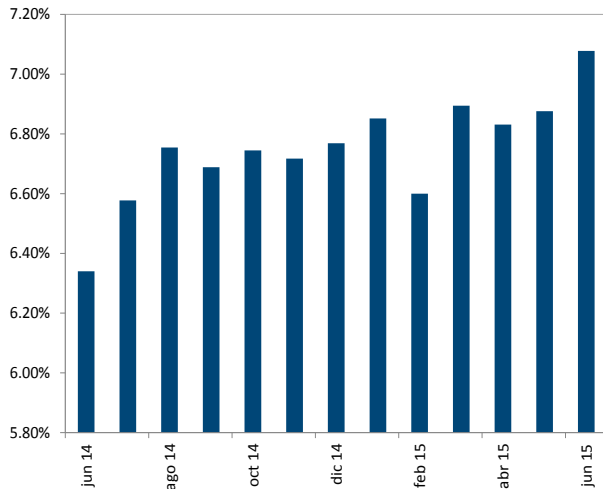
menor dispersión en las respuestas de los analistas²²; respecto a la inflación esperada para fin de 2016, esta se mantuvo estable (3,5%) aunque se presentó un sesgo al alza (Gráfico 8). Por otra parte, en lo referente al rendimiento trimestral²³ del TES que vence en 2024 los agentes esperan una mayor tasa respecto a la estimada 3 meses atrás (Gráfico 9). En cuanto al Colcap, estos esperaban un mayor rendimiento respecto al esperado el trimestre anterior (Gráfico 10). Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios administrados por los agentes no se observó un cambio significativo en las expectativas respecto al trimestre anterior (Gráfico 11).

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES del 2T15, respecto al promedio de 1T15, presentó las

²²Esta menor dispersión puede asociarse a que para los últimos meses se cuenta con una mayor información disponible.

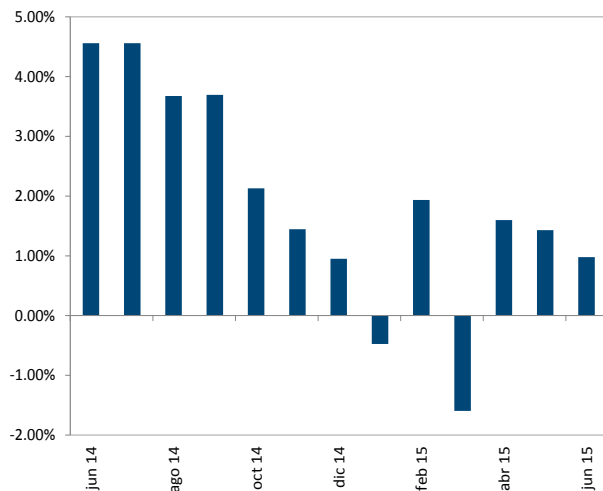
²³El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

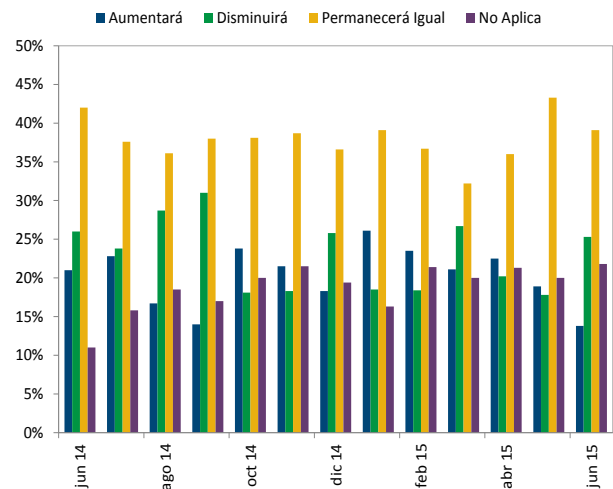
Gráfico 10: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

siguientes variaciones: menos de un año: -1 p.b., entre 1 y 3 años: +22 p.b., entre 3 y 5 años: -42 p.b. y a más de 5 años: -24 p.b. (Gráfico 12). Este comportamiento

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



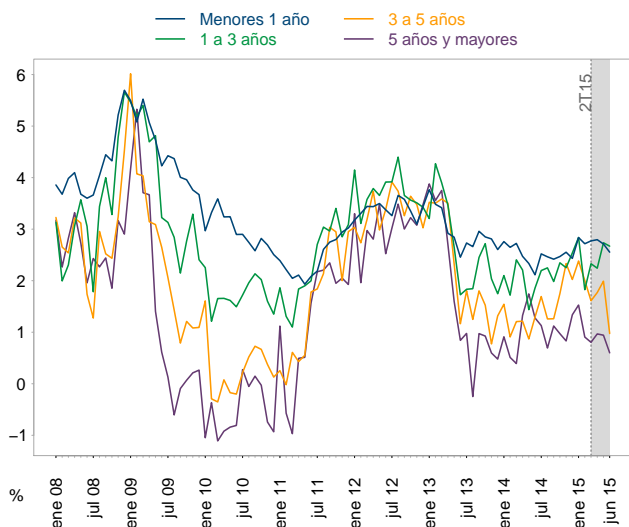
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

se asocia a la disminución de las tasas de cartera preferencial y al incremento de las tasas de los TES. No obstante, para el caso del *spread* entre 1 y 3 años, el comportamiento se asocia a la valorización de los TES de corto plazo. Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y las de los TES a 30 días aumentó (Gráfico 13).

5 Mercado Cambiario

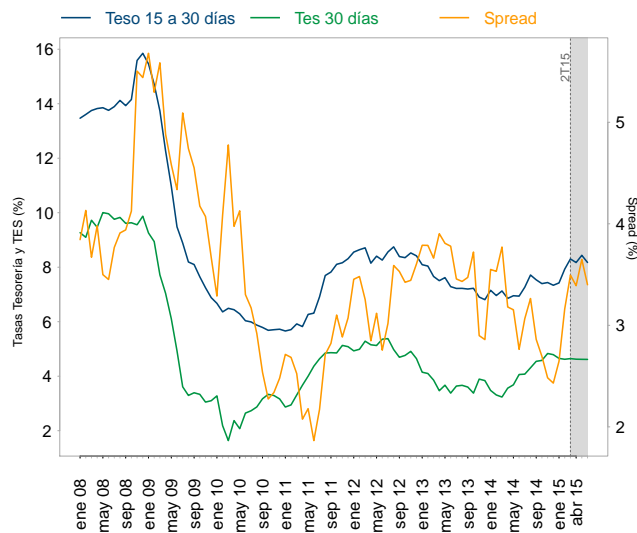
En contraste con lo observado en el 1T15, en el 2T15 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces (euro, libra y yen) en un contexto de mejor dinamismo en la actividad económica de Europa, Inglaterra y Japón. Por su parte, la mayoría de las monedas de economías emergentes se debilitaron frente al dólar por perspectivas de menor crecimiento de esos países, caídas en los precios de algunos *commodities* en mayo y junio, el débil desempeño económico en China y la evolución de las conversaciones entre el gobierno de Grecia y sus acreedores internacionales.

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.

En particular, durante el trimestre las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el dólar neozelandés (10,4%),

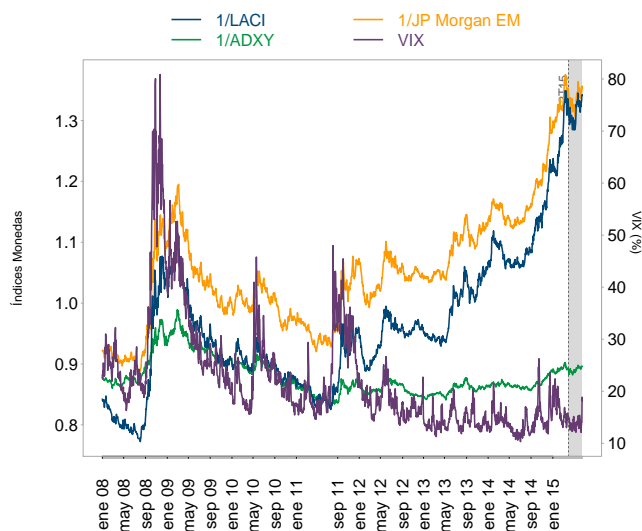
el franco suizo (4,0%) y el baht tailandés (12,7%), mientras que las que registraron la mayor apreciación fueron la libra esterlina (5,7%), el nuevo séquel israelí (5,2%) y el rublo ruso (4,9%) (Cuadro 2 y Gráfico 14).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2015	2T 2015	País	2015	2T 2015
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	9,1%	-3,7%	Korea del Sur	1,5%	0,5%
Gran Bretaña	-1,0%	-5,7%	India	0,4%	1,8%
Australia	6,2%	-1,3%	Hong Kong	-0,1%	-0,009%
Nueva Zelanda	15,7%	10,4%	China	-0,03%	0,02%
Canadá	7,6%	-1,5%	Malasia	7,9%	1,9%
Dinamarca	9,3%	-3,9%	Tailandia	2,9%	3,9%
Suiza	5,7%	4,0%	Indonesia	7,3%	2,0%
Japón	2,5%	2,0%	índice I/ADXY	0,9%	0,4%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	8,6%	0,019%	Islandia	4,1%	-3,7%
Brasil	16,8%	-2,9%	Rusia	-1,8%	-4,9%
México	6,8%	3,1%	Polonia	6,9%	-1,0%
Argentina	6,3%	3,0%	Turquía	15,2%	3,2%
Perú	6,2%	2,7%	Israel	-3,3%	-5,2%
Chile	5,5%	2,2%	Sur África	5,2%	0,3%
índice I/LACI	10,1%	0,9%	índice USTW	6,0%	-2,3%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas

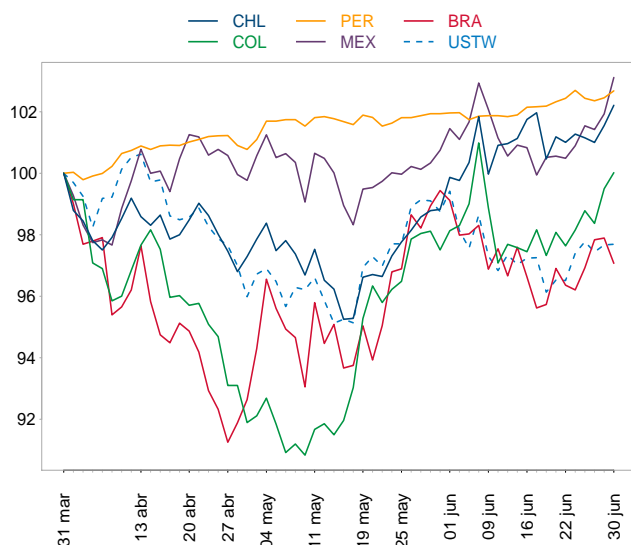


Fuente: Bloomberg.

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2015 en América Latina se depreciaron el peso mexicano (3,1%), el sol peruano (2,7%), el peso chileno (2,2%) y el peso colombiano (0,019%), mientras que el real brasilero se apreció (2,9%) (Gráfico 15). En el trimestre el comportamiento de las monedas de la región

también estuvo influenciado por factores locales y la evolución de los precios de los *commodities*.

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 10 de marzo de 2015.

En la región se destaca la apreciación del real brasileño, la cual pudo estar también influenciada por los siguientes factores locales: (i) la aprobación del plan de austeridad por parte del Senado, el cual buscaba limitar los beneficios laborales con el fin de restaurar la confianza de los inversionistas en la economía del país, (ii) el anuncio del Gobierno de Brasil de congelar BRL69.900 millones en gastos en programas de inversión, educación y salud este año, en un intento de afirmar su compromiso de cumplir con la meta fiscal en 2015, (iii) el incremento de la tasa de interés de referencia en 100 p.b. a 13,75% y el anuncio del Banco Central de que aún no había cerrado el ciclo de alzas de tasas de interés, y (iv) las mayores entradas de divisas al país²⁴.

Por su parte, la depreciación del peso chileno y del sol

²⁴Entre el 1 de abril y el 30 de junio el flujo cambiario de Brasil registró un superávit de USD6336 millones, dato superior a las entradas de USD2088 millones registradas entre abril y junio del año anterior.

peruano durante el periodo se debe al descenso que presentaron desde mediados de mayo los precios de algunos metales como el cobre, la plata y el aluminio. En el caso de Perú el comportamiento de la moneda pudo estar influenciado por un contexto de mayor déficit fiscal y de débiles perspectivas de los sectores de construcción e hidrocarburos, que llevaron al Gobierno y al Banco Central de este país a recortar su estimación de crecimiento económico²⁵.

En cuanto a intervención cambiaria, el Banco Central de Brasil continuó interviniendo a través de *swaps* cambiarios y el Banco Central de Perú mediante 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 extendió su programa de ventas de dólares por USD52 millones y el mecanismo de subastas diarias por USD200 millones²⁶ por lo menos hasta el 29 de septiembre de 2015.

En el Cuadro 3 se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los bancos centrales de los países de la región en el mercado de contado. Por su parte, en el Cuadro 4 se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de otros instrumentos de intervención cambiaria: en el caso del Banco Central de Perú corresponde a los Certificados de Depósitos Reajustables y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios, y en el de México a las operaciones con Pemex. Finalmente, en el Cuadro 5 se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria²⁷.

²⁵El Banco Central redujo su proyección de crecimiento de 4,8% a 3,9% para 2015, mientras que el Gobierno la redujo de 6% a un rango entre 3,5 y 4,5% para 2015 y de 6,2% a 5,5% para 2016.

²⁶El mecanismo de subasta se activa cuando la tasa de cambio presenta una depreciación de por lo menos 1,5% respecto a la jornada anterior.

²⁷Un 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 3: Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2014	4057,6	-4213	0	0	-200
1T15	0	-2790	0	0	-928
Abr.	0	-1189	0	0	-1040
May.	0	-693	0	0	-1040
Jun.	0	-643	0	0	-1144
2T15	0	-2525	0	0	-3224

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2014	0	-5082	0	-32719	14500
Abr.	0	-969	0	67	0
May.	0	121	0	2503	0
Jun.	0	253	0	3671	250
2T15	0	-595	0	6241	250

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2014	4.058	-9.295	0	-32.719	14.300
1T15	0	-3765	0	-2865	2072
2T15	0	-3120	0	6241	-2974

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

En cuanto a la evolución de los precios de las materias primas, cabe mencionar que entre abril y mediados de mayo estos presentaron incrementos, pero posteriormente registraron desvalorizaciones, en particular los precios de los metales (Cuadro 6).

De otra parte, la volatilidad promedio de las tasas de cambio entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2015 aumentó frente al promedio del primer trimestre de 2015 para Chile y Brasil y disminuyó para Colombia, México y Perú. El real brasilero presentó en promedio la mayor volatilidad condicional²⁸, seguido por el peso colombiano, el peso mexicano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 16).

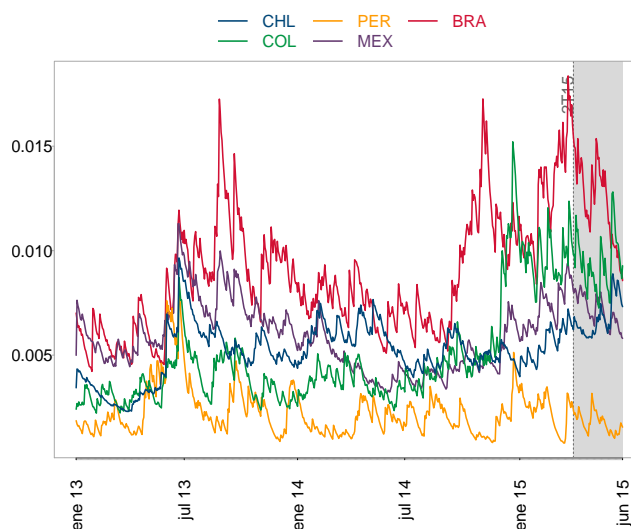
²⁸Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Cuadro 6: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Mar 2015	30 Jun 2015	Variación
Aluminio	1789	1646,5	-8%
Niquel	12460	11680	-6%
Plata	16,6615	15,7355	-6%
Cobre	6050,5	5721	-5%
Oro	1183,68	1172,42	-1%
Algodón	64,6	69,41	7%
Soya	9,6475	10,5125	9%
Maíz	3,6775	4,055	10%
Trigo	5,1175	6,0975	19%
Cacao	2764,77	3315,65	20%
Pétroleo WTI	47,6	59,47	25%
Pétroleo BRENT	53,34	61,36	15%
CRB INDEX	211,9	227,2	7,2%

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

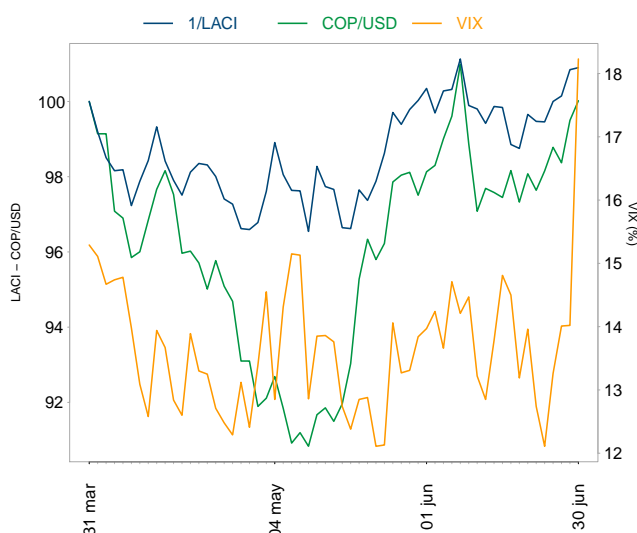
5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio la tasa de cambio se depreció 0,019%²⁹ (Gráfico 17). Entre el 31 de marzo y la mitad de mayo, el peso colombiano se apreció, en línea con el aumento en el precio del petróleo

²⁹La variación de la tasa de cambio en abril fue de -7,9%, en mayo de 5,9% y en junio de 2,6%.

y la reducción sobre la percepción de riesgo hacia Colombia (medida a través de los CDS). Posteriormente, el peso presentó una tendencia de depreciación en línea con las otras monedas de la región ante el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional. Adicionalmente, factores locales como el debilitamiento de la economía, la suspensión de la venta de ISAGEN (se estimaba que la fuera realizada el 19 de mayo por lo menos por USD2200 m) que fue anunciada el 14 de mayo, y la publicación del déficit de cuenta corriente ante la contracción de las exportaciones³⁰ también pudieron estar relacionados con la depreciación del peso en la segunda mitad del trimestre.

Gráfico 17: COP/USD - LACI - VIX



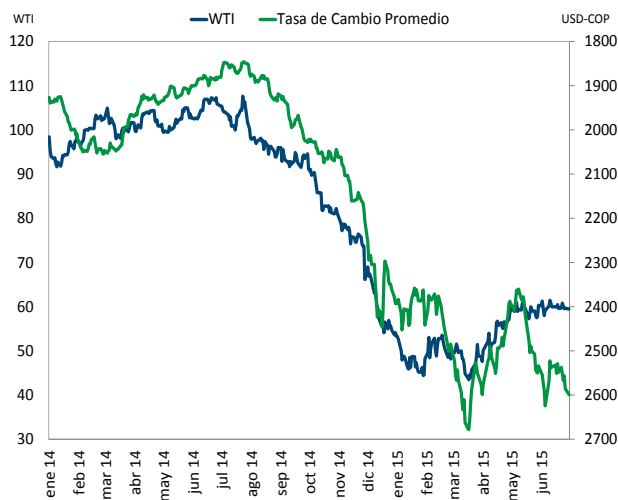
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de septiembre 2013

En el trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)³¹

³⁰En febrero la balanza comercial registró un déficit de USD1245,6 millones, en marzo de USD1014,8 millones y en abril de USD1038,9 millones. En los dos últimos meses, este se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (USD958,8 millones y USD1000 millones, respectivamente)

³¹La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en moneda legal.

Gráfico 18: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

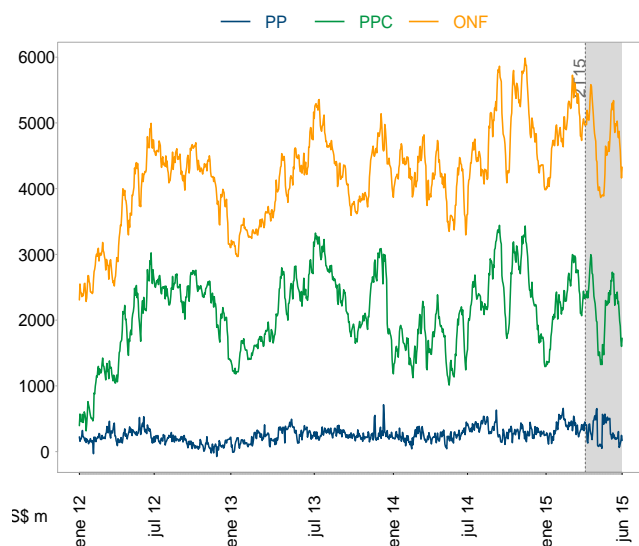
de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) disminuyó en USD662 millones y al cierre del mismo se ubicó en USD1724 millones (Gráfico 19). El promedio diario de la PPC fue de USD2184 millones, menor al observado en el trimestre anterior (USD2274 millones).

En el 2T15 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD89.558 millones³², de los cuales USD11.645 millones correspondieron a operaciones entre IMC y USD77.912 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente; en el mercado de contado se negociaron USD81.193 millones³³. Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD8.634 millones en el 1T15 a USD10.396 millones en el 2T15 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de junio ascendía a USD2.718 millones.

³²USD29.386 millones en abril, USD28.096 millones en mayo y USD32.075 millones en junio. Fuente: Banco de la República.

³³USD29.566 millones en abril, USD25.920 millones en mayo y USD25.706 millones en junio. 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.

Durante el 2T15 se negociaron un total de 109.009 futuros de TRM³⁴, volumen superior al negociado durante el 1T15 (98.821 contratos), por un monto total de USD5450 millones. Al 30 de junio de 2015 la posición abierta ascendía a 4815 contratos, la mayoría con vencimiento en julio de 2015. Respecto a los mini futuros de TRM³⁵, se negociaron un total de 21.044 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (29.194 contratos) por un total de USD105,22 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 30 de junio ascendía a 1651 contratos, la mayoría con vencimiento en julio de 2015.

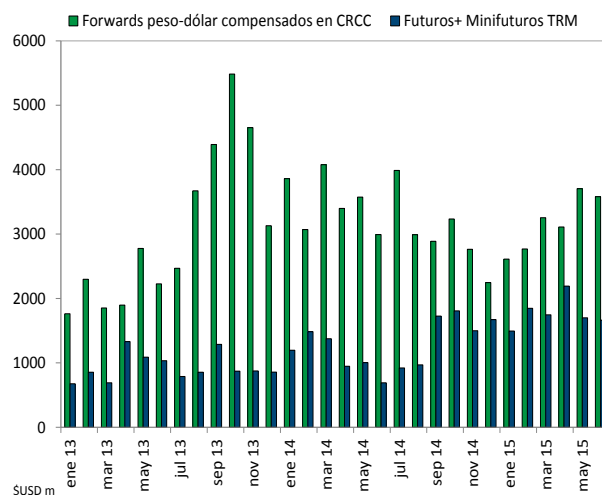
De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁶, en el 2T15 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD1.199 millones, lo que se explica por salidas netas de USD699 millones en la balanza comercial y de USD500 millones en la balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron

³⁴Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁵Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

³⁶La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD1261 millones y salidas netas de capital privado por USD1834 millones y reintegros netos de capital oficial por USD1903 millones; el rubro de otras operaciones especiales del BR y la Tesorería presentó entradas netas de divisas por USD1192 millones.

Las principales entradas de divisas en la cuenta de capital privado se dieron en inversión extranjera directa neta (USD3272 millones) y en préstamos netos (USD508 millones)³⁷. Por su parte, el rubro de operaciones especiales presentó la principal salida de divisas³⁸ (USD5177 millones). Vale la pena resaltar la disminución frente al 1T15 y al 2T14 de la inversión extranjera de portafolio (USD434 millones vs. USD1025 millones y USD3614 millones, respectivamente) y de la inversión extranjera directa (USD3272 millones vs.

³⁷Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

³⁸Registra 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 .

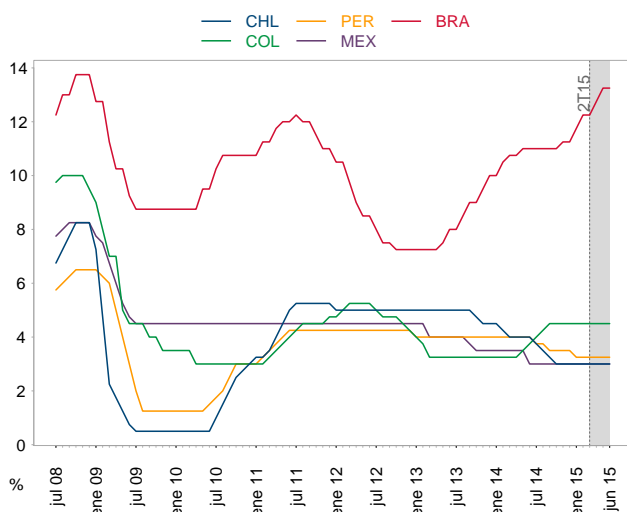
USD 3423 millones y USD4375 millones, respectivamente).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

En el 2T15 los bancos centrales de México, Chile, Colombia y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia, aunque el de Perú continuó su política de reducción de tasas de encaje con el fin de sostener el dinamismo del crédito en soles³⁹. Por su parte, el de Brasil continuó el ciclo de política contractiva que había iniciado en abril de 2013 con el objetivo de controlar la inflación, y aumentó su tasa de referencia en 100 p.b, de tal manera que esta pasó de 12,75 % a 13,75 % (Gráfico 21 y Cuadro 7).

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

El Banco Central de México mencionó en sus comuni-

³⁹En cada una de las reuniones de abril, mayo y junio redujo la tasa de encaje en moneda nacional, de tal manera que esta pasó de 8,0% a 6,5%.

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

País	Variación 2T15*	T.R Jun-15
COL	0	4,5 %
CHL	0	3,0 %
PER	0	3,25 %
BRA	+100	13,75 %
MEX	0	3,0 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

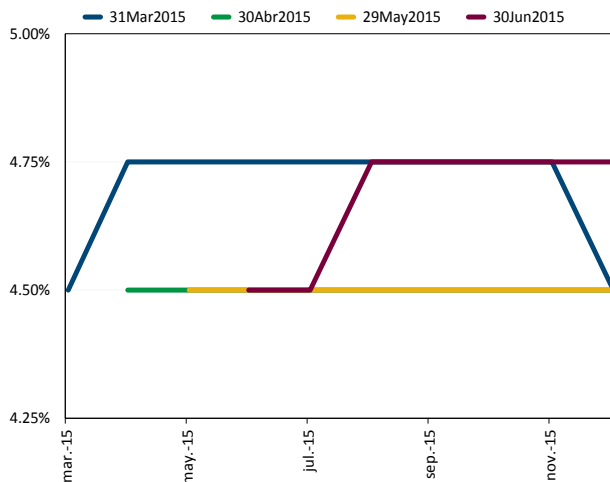
cados un menor dinamismo de la producción industrial y debilitamiento de las exportaciones manufactureras que pudo estar asociado a los factores temporales que afectaron la actividad económica en EE.UU. Por su parte, el Banco Central de Chile señaló que el crecimiento del empleo permanecía bajo, y el Banco Central de Perú indicó que la actividad económica continuaba por debajo de su potencial.

Por otro lado, el BR mantuvo su tasa de política inalterada en 4,5 % y señaló que se esperaba que la desaceleración observada en el año 2014 (partiendo de un nivel cercano a la plena utilización de la capacidad productiva) continuara en el año 2015. Con respecto a la inflación, indicó que el aumento observado obedecía a factores transitorios.

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 marzo de 2015 los agentes consideraban probable un incremento de 25 p.b. en la tasa de política pero en abril fue descartado, y en junio volvió a considerarse posible un incremento hacia agosto de este año (Gráfico 22).

En cuanto a la inflación, al comparar los datos anuales de junio de 2015 con respecto a los registrados en marzo, se encuentra que en los casos de Colombia y México presentaron disminuciones, mientras que los de Chile, Perú y Brasil aumentaron. Cabe mencionar que para todos estos países, con excepción de Méxi-

Gráfico 22: Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

co, la inflación cerró el trimestre por encima del nivel superior del rango meta (Gráfico 23 y Cuadro 8).

En cuanto a los datos de crecimiento del 1T15, publicados durante el 2T15, en Colombia, Chile, México y Brasil estos fueron superiores a los esperados por los analistas, al tiempo que el de Perú fue igual al pronosticado. Cabe aclarar que aunque el crecimiento de Brasil fue negativo, el dato superó el esperado por los agentes (Cuadro 9).

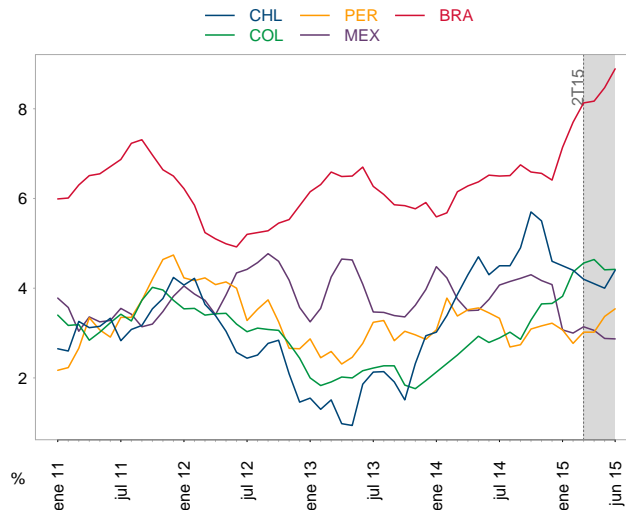
Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2015

País	Anual Mar 2015	Anual Jun 2015	Rango meta 2015
COL	4,56%	4,42%	2,0% - 4,0%
BRA	8,13%	8,89%	2,5% - 6,5%
CHL	4,2%	4,4%	2,0% - 4,0%
MEX	3,14%	2,87%	2,0% - 4,0%
PER	3,02%	3,54%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano no colateralizado (IBR *overnight* y TIB), durante el 2T15 estas permanecieron en niveles similares al de la tasa de referencia, aunque la TIB en una jornada llegó a superar la tasa de política en 12 p.b.

Gráfico 23: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 9: Crecimiento 1T15 y Expectativas para 2015

País	Esp 1T15	Obs 1T15	Esp 15 (Mar 15)	Esp 15 (Jun 15)
COL	2,6%	2,8%	3,54%	3,24%
BRA	-1,8%	-1,6%	-1,0%	-1,45%
CHL	2,2%	2,4%	2,8%	2,6%
MEX	2,4%	2,5%	3,08%	2,66%
PER	1,7%	1,7%	4,8%	3,50%

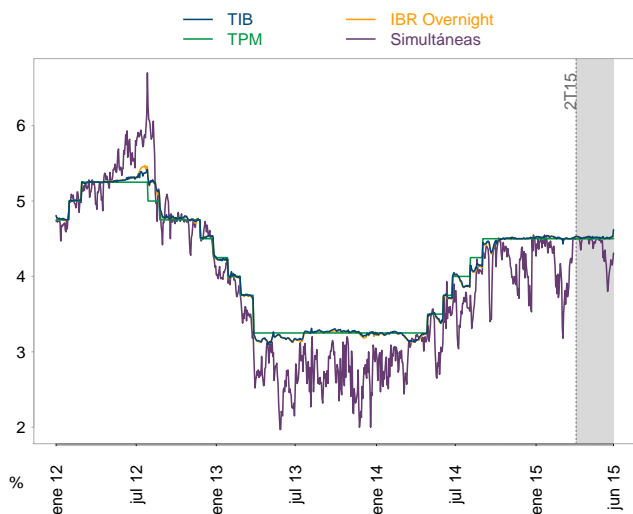
Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

(Gráfico 24). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas abrió y cerró el trimestre en niveles cercanos al de la tasa de referencia, aunque durante el período llegó a desviarse 70 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 todos los días fue igual a la tasa de referencia.

El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería de la Nación pasó de \$11.932 miles de millones en el 1T15 a \$13.740 miles de millones en el 2T15. Cabe mencionar que comenzó el trimestre en \$10.984 miles

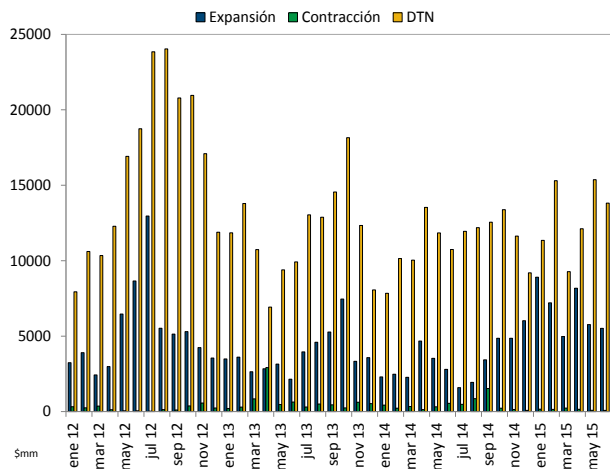
de millones (el 1 de abril) y después de encontrar un máximo en el período de \$16.713 miles de millones el 29 de abril, cerró junio en \$14.946 miles de millones (Gráfico 25).

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 25: Promedio Mensual de Saldos Diarios

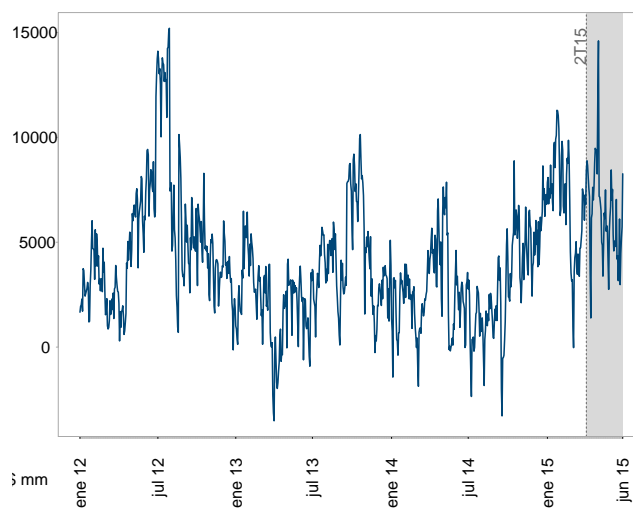


Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante todo el trimestre, aun-

que presentó variaciones importantes, especialmente en abril, mes en el que llegó a ubicarse en el nivel mínimo (\$1388 miles de millones) y el nivel máximo (\$14.598 miles de millones) de todo el período. Esta posición pasó de \$6796 miles de millones el 31 de marzo a \$8262 miles de millones el 30 de junio de 2015 (Gráfico 26).

Gráfico 26: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Al comparar los promedios de las tasas del mercado de crédito entre el 1T15 y el 2T15, se encuentra que el promedio de la tasa activa⁴⁰ disminuyó 16 p.b, y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero cayó 15 p.b. De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una leve disminución al pasar de 7,12% a 7,09%⁴¹.

Con respecto al crédito, la cartera continuó creciendo,

⁴⁰Se 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.

⁴¹Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 1T15 se calcularon con datos semanales entre el 2 de enero y el 27 de marzo, y los promedios del 2T15 se calcularon con datos semanales entre el 3 de abril y el 26 de junio.

aunque en los casos de las modalidades de microcrédito, hipotecaria y comercial a un ritmo menor al del trimestre anterior. Al comparar las variaciones anuales de junio con las de marzo, se encuentra que las Carteras de microcrédito, comercial, hipotecaria⁴² y consumo aumentaron 17,4% (ant: 19%), 14,4% (ant: 15%), 14,9% (ant: 15,9%) y 13,4% (ant: 12,8%), respectivamente⁴³ (Gráfico 27).

En la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR⁴⁴, los intermediarios financieros señalaron que en el 2T15 habían percibido una menor demanda de crédito para todas las modalidades menos para la comercial (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, aunque lo consideran una de las actividades más riesgosas.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de países de la región, al comparar sus tasas de finales de junio con las del cierre de marzo, se encuentra que los de largo plazo se desvalorizaron, con excepción de los de Brasil. No obstante, cabe mencionar que en abril algunos bonos registraron valorizaciones, en un contexto de depreciación del dólar a nivel global y recuperación de los precios de algunos productos básicos.

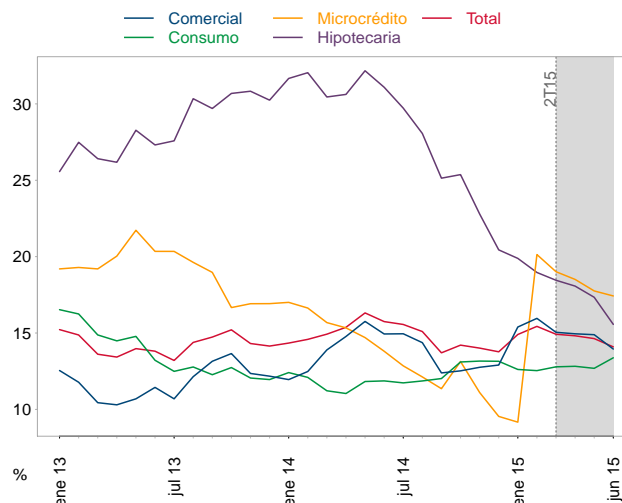
Las desvalorizaciones posteriores coincidieron con el incremento de las tasas de largo plazo de los tesoros de

⁴²Tradicional ajustada.

⁴³Estas variaciones se calcularon comparando el dato del 19 de junio del 2015 respecto al dato del 20 de junio del 2014, y el dato del 27 de marzo del 2015 respecto al de el 28 de marzo del 2014.

⁴⁴Realizada en junio de 2015.

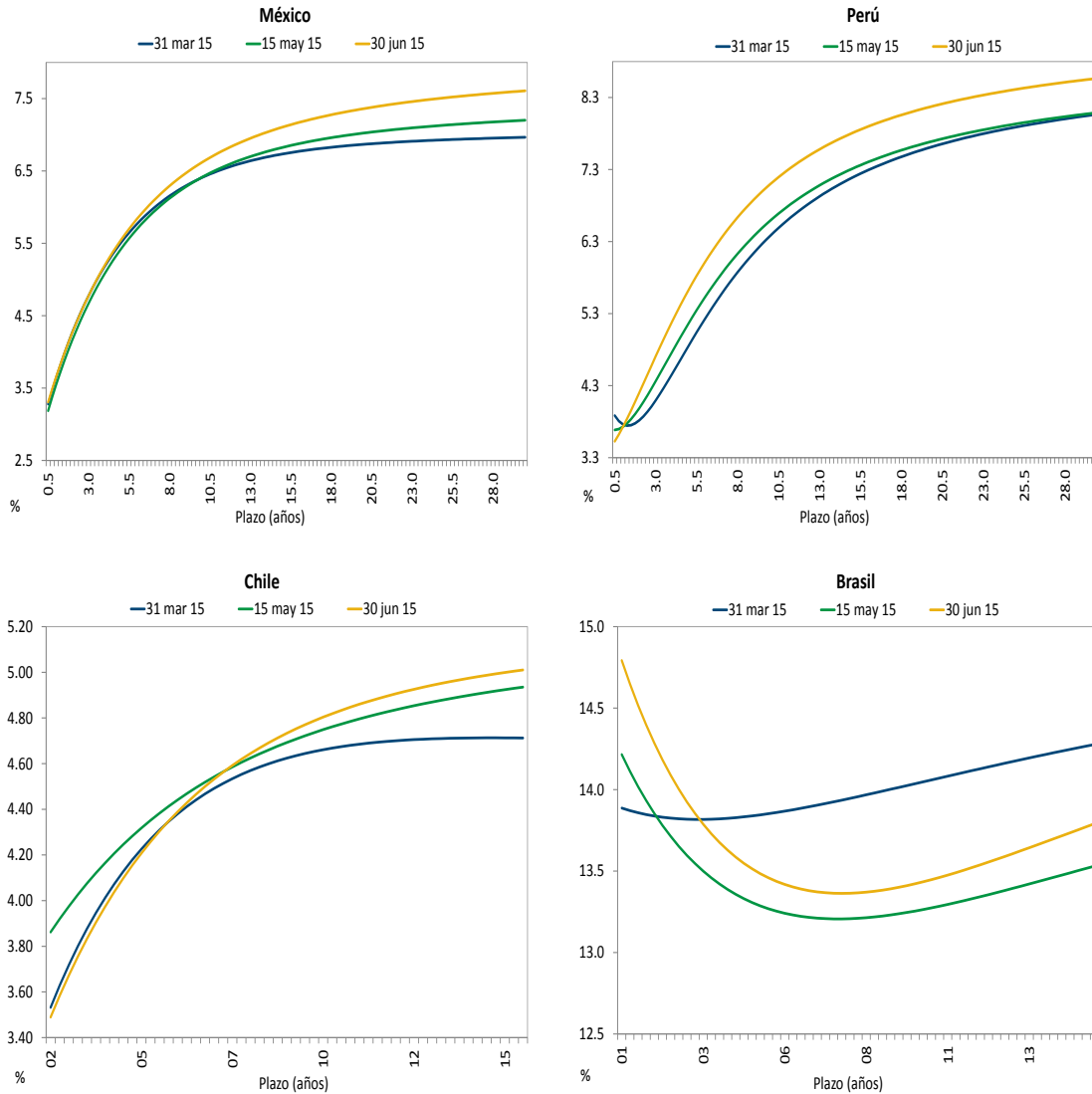
Gráfico 27: Crecimiento Anual de Cartera



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.

EE.UU. durante el trimestre, ante la cercanía del inicio del ciclo de incrementos de política monetaria, el cual se espera inicie en el segundo semestre de 2015. Las tasas de los bonos también reflejan la incertidumbre con respecto al ritmo de incrementos de la tasa de política de la Fed dado que durante el trimestre se publicaron indicadores mixtos de la economía estadounidense. Lo anterior, sumado a las menores perspectivas de crecimiento de las economías de la región, incrementó las primas de riesgo. Adicionalmente, salvo en el caso de México, las desvalorizaciones también están relacionadas con expectativas de mayor inflación. (Gráfico 28).

Gráfico 28: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

En cuanto a los flujos de capitales extranjeros de inversión de portafolio, como se mostró en la sección de Entorno Internacional (Gráfico 4), de acuerdo con el IIF durante abril, mayo y junio hubo entradas de capitales extranjeros hacia los mercados de deuda de Latinoamérica, lo que parece estar explicado principalmente por los flujos hacia Brasil⁴⁵. Sin embargo, es importante resaltar que durante el 2T15 los flujos hacia los mercados de deuda de Latinoamérica fueron menores a los observados en el trimestre anterior (USD19 billones vs USD24 billones)⁴⁶.

⁴⁵En abril y mayo los flujos hacia el mercado de deuda de Brasil fueron USD3,9 billones (en el momento de elaboración de este informe no se disponía de los datos de junio para este país).

⁴⁶IIF - EM Portfolio Flows Tracker.

Contrario a lo observado en los otros países de la región, los bonos de largo plazo de Brasil presentaron valorizaciones explicadas por la demanda de agentes extranjeros dados los mayores rendimientos que sus bonos ofrecen en comparación con otros de la región y por una mejora en la prima de riesgo reflejada en la disminución de los CDS, pese a que las de sus pares aumentaron. La menor percepción de riesgo está relacionada con la reafirmación de la calificación de sus bonos por parte de Fitch Ratings, lo que disipó los temores en torno a un recorte, y los esfuerzos de las autoridades por implementar medidas fiscales para reducir el gasto público. Cabe mencionar que las tasas de corto plazo aumentaron ante los incrementos de 100 p.b. de la tasa de referencia.

En cuanto a los bonos de deuda de EE.UU, los de corto plazo no presentaron movimientos significativos, mientras que los de los tramos mediano y largo de la curva se desvalorizaron. Su comportamiento estuvo influenciado por una mayor certeza respecto a que la Fed comenzaría a subir la tasa de referencia este año, una mayor inflación esperada ante el repunte de los precios del petróleo, las declaraciones de Janet Yellen con respecto a una posible sobrevaloración de los títulos de deuda pública, y la menor demanda de activos refugio ante señales de recuperación de las economías estadounidense y europea (Gráfico 29).

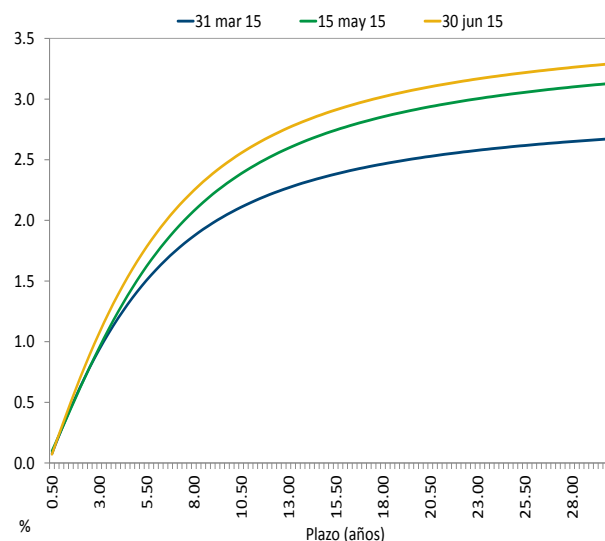
6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2015, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$197.547 miles de millones a \$207.273 miles de millones. El cupo para la emisión de TES de largo plazo de 2015 es de \$34.477 miles de millones y hasta junio se habían emitido \$18.974 miles de millones⁴⁷, de los cuales \$8867 miles de millones fueron emitidos el segundo trimestre

⁴⁷Valores nominales. \$13.656 miles de millones de TES en pesos y \$5318 miles de millones de TES UVR.

Gráfico 29: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

tre del año⁴⁸.

Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado para 2015 es de \$10.000 miles de millones pero no se ha realizado ninguna subasta. Tampoco se han realizado colocaciones de TES para regular la liquidez de la economía⁴⁹.

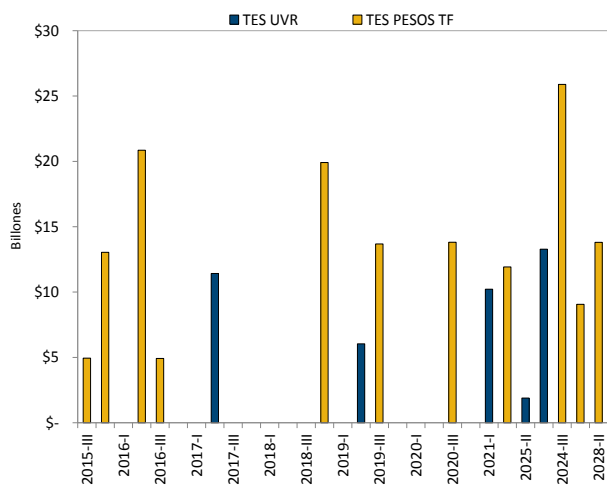
Por otro lado, en el Gráfico 30 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con datos al 30 de junio, entre el tercero y el cuarto trimestre de 2015 habrá vencimientos por \$17.989 miles de millones correspondientes al 8,7% del saldo en circulación, los cuales se concentran en el cuarto trimestre del año (\$13.042 miles de millones). Cabe destacar el vencimiento de un TES en pesos el 28 de octubre por cerca de \$10.000 miles de millones (teniendo en cuenta

⁴⁸Valores nominales. \$6582 miles de millones de TES en pesos y \$2285 miles de millones de TES UVR.

⁴⁹Los 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.

ta principal y cupón).

Gráfico 30: Proyección de Vencimientos TES



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

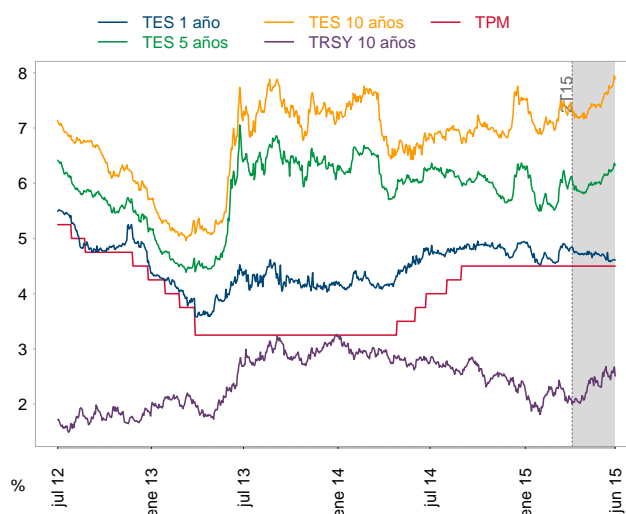
B. Mercado Secundario

Los TES de corto plazo registraron valorizaciones durante el trimestre, observadas principalmente en abril, las cuales parecen estar relacionadas con un cambio en las expectativas con respecto a la política monetaria, pues en marzo el mercado contemplaba la probabilidad de que en abril se diera un incremento de la tasa de referencia, pero las expectativas se ajustaron y el mercado descartó esa posibilidad. Posteriormente las valorizaciones del tramo corto estuvieron reforzadas por la intención del Gobierno de realizar un canje de deuda (con el portafolio administrado por el Tesoro Nacional), en el cual se intercambiarían TES con vencimiento en 2015 y 2016 por títulos que vencen entre 2017 y 2030, que se reflejó en las compras netas realizadas por entidades públicas.

En cuanto a los TES de mediano y largo plazo, en línea con lo ocurrido con los bonos de EE.UU. y los de otros países de la región, estos estuvieron influenciados por las expectativas en torno al inicio y ritmo de la normalización de la política monetaria en EE.UU. y se desvalorizaron (Gráfico 33).

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 2T15 con las de finales del 1T15, se observan disminuciones en promedio de 22 p.b. entre 0 y 2 años, e incrementos de 8 p.b. entre 2 y 5 años y 39 p.b. entre 5 y 15 años⁵⁰ (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.

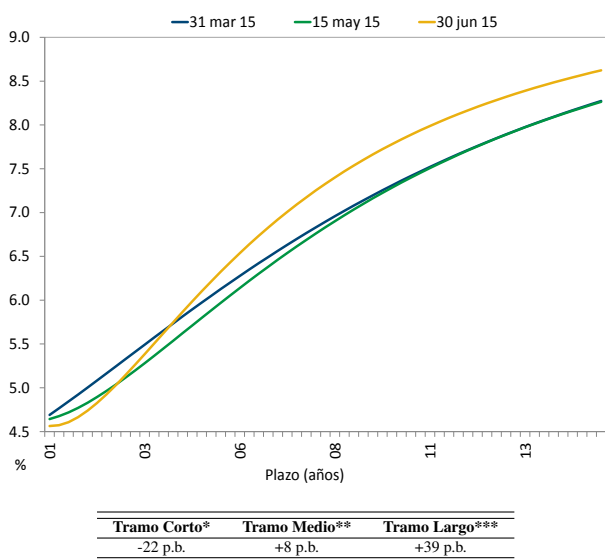
En abril los TES de mediano y largo plazo se valorizaron, lo que se asocia a la recuperación del precio del petróleo y la disminución de la percepción de riesgo hacia Colombia, que se reflejó en las compras netas de TES por parte de extranjeros por \$1877 miles de millones⁵¹.

En mayo la tendencia cambió y a partir de ese mes los bonos de largo plazo de Colombia se desvalorizaron al igual que otros bonos de la región, lo que coincidió con el incremento de las tasas de largo plazo de los tesoros de EE.UU. En las desvalorizaciones de los TES también influyeron factores locales como las ma-

⁵⁰ 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).

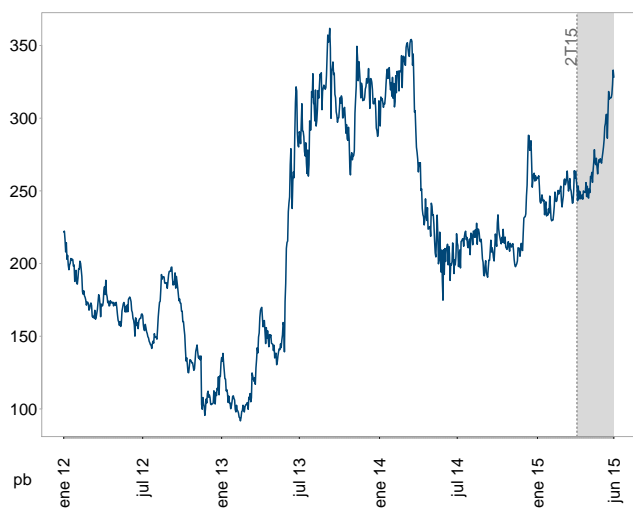
⁵¹ \$1201 miles de millones en el mercado *spot* y \$676 miles de millones en el mercado de *forwards* (NDF).

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.

yores expectativas de inflación, algunas preocupaciones en torno al panorama fiscal ante la disminución de los precios del petróleo y la suspensión en mayo de la venta de Isagen. Adicionalmente, el anuncio en junio

por parte del Gobierno de su intención de realizar la operación de manejo de deuda generó expectativas de mayor oferta en el largo plazo. Finalmente, y contrario a lo observado en abril, en mayo y junio los inversionistas extranjeros fueron oferentes de títulos de deuda soberana y vendieron en neto cerca de \$3191 miles de millones⁵².

De esta manera, en el trimestre hubo ventas netas de TES denominados en pesos por parte de extranjeros por \$1314 miles de millones⁵³, lo que contrasta con las compras netas que se habían observado tanto en el 2T14 como en el 1T15⁵⁴. Teniendo en cuenta tanto el mercado *spot* como el de *forwards*, la participación de estos agentes como proporción del saldo total en circulación pasó de 20,1 % el 31 de marzo a 19,6 % el 30 de junio⁵⁵ (Gráficos 34 y 35).

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$5051 miles de millones⁵⁶, inferior al observado en el mismo período del año 2014 (aproximadamente \$7036 miles de millones) (Gráficos 36 y 37). En el Gráfico 36 puede observarse que, como es usual, el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en junio de 2016, cuya participación pasó de 24 % a 30 % entre el 1T15 y el 2T15, y los que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 25 % a 23 %.

En línea con el mercado de TES, los futuros presentaron desvalorizaciones. El número de contratos negociados de futuros de TES⁵⁷ disminuyó al pasar de

⁵²Fueron vendedores netos tanto en el mercado *spot* como en el de *forwards* por cerca de \$606 miles de millones y \$2585 miles de millones, respectivamente.

⁵³Compras netas en el mercado *spot* por \$595 miles de millones y ventas netas en el mercado de *forwards* por \$1909 miles de millones.

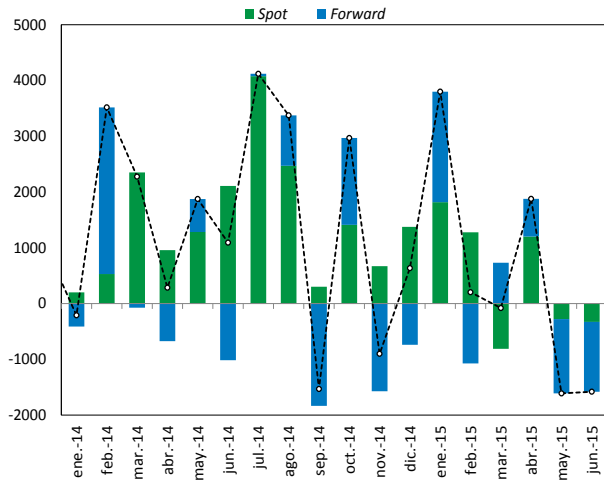
⁵⁴En el 2T14 hubo compras netas por \$3252 miles de millones y en el 1T15 por \$3924 miles de millones.

⁵⁵La participación de estos agentes pasó de 9,7 % a 13,3 % en el 1T14, de 13,3 % a 17,2 % en el 2T14, de 17,2 % a 19,7 % en el 3T14 y de 19,7 % a 21,6 % en el 4T14.

⁵⁶Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

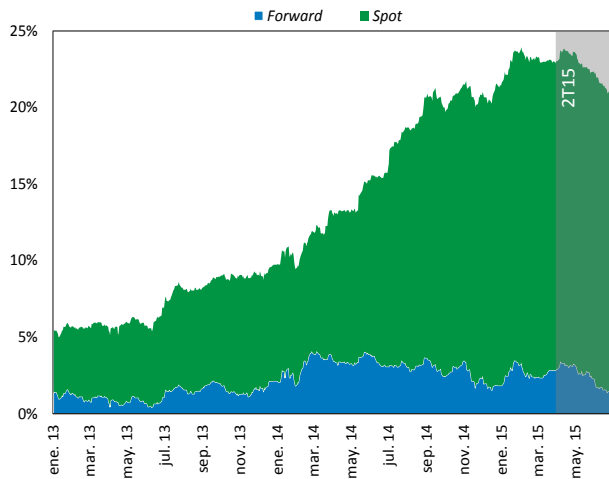
⁵⁷Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo

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.

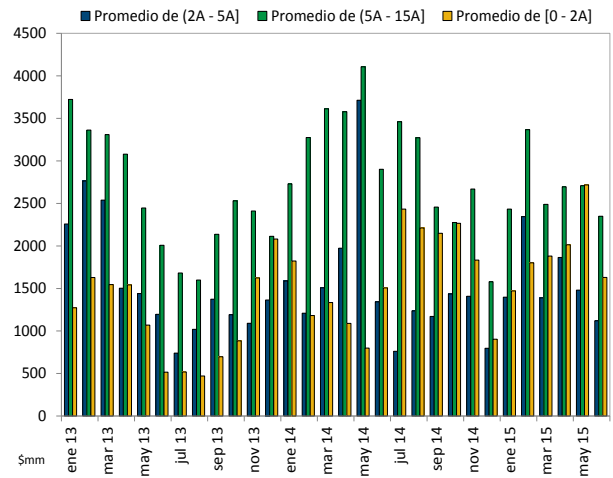
Gráfico 35: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

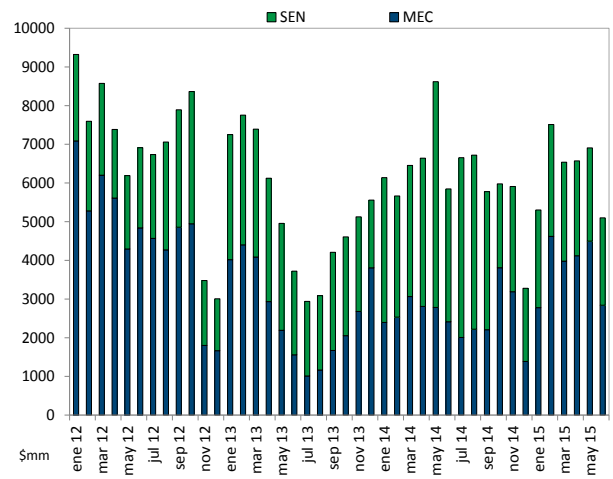
73.213 contratos en el 1T14 a 43.430 en el 2T15 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$10.857 miles
plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

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.

de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 4.945 contratos el 30 de junio, la mayoría con vencimiento en el 2016.

6.3 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

Durante el 2T15, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se desvalorizaron, particularmente durante el mes de junio. Este comportamiento estuvo en línea con el comportamiento de los títulos de deuda interna. En Perú y México los tramos corto se mantuvieron relativamente estables entre abril y mediados de mayo, mientras que se observaron algunas desvalorizaciones en sus tramos largos. Luego, en junio la deuda externa de ambos países se desvalorizó para todos los tramos. En el caso de Brasil, la curva había registrado algunas valorizaciones durante la primera mitad del trimestre, comportamiento que estuvo relacionado con una recuperación temporal de la percepción de riesgo hacia este país⁵⁸. Adicionalmente, al igual que los bonos externos de los otros países de la región, los de Brasil se desvalorizaron para todos los tramos durante el mes de junio (Gráficos 38,39 y 40).

Además, durante el periodo los bonos externos denominados en moneda local de largo plazo se mantuvieron relativamente estables para Chile y se desvalorizaron en el caso de Brasil.

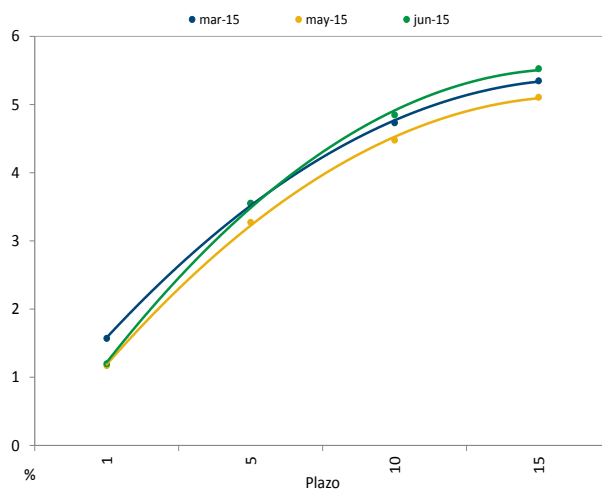
Por su parte, las primas de riesgo de los países de la región tuvieron un comportamiento mixto. En primer lugar, los EMBI país, para una muestra de países de la región, disminuyeron en promedio 2,6 p.b. (0,6%)⁵⁹, y el EMBI+ disminuyó 8,3 p.b. (-2,1%) (Gráfico 41). Asimismo, los CDS de bonos a 5 años de los países de la región se incrementaron en promedio 0,3 p.b. (2,2%)⁶⁰ (Gráfico 2).

⁵⁸Entre el 31 de marzo y el 15 de mayo, los CDS a 5 años de Brasil disminuyeron aproximadamente 18,5%.

⁵⁹Variaciones EMBI+ países: Colombia: 7 p.b. (3,2%), Brasil: -21 p.b. (-6,5%), México: 1 p.b. (0,5%), Perú 0 p.b. y el EMBI Global Chile: 0 p.b.

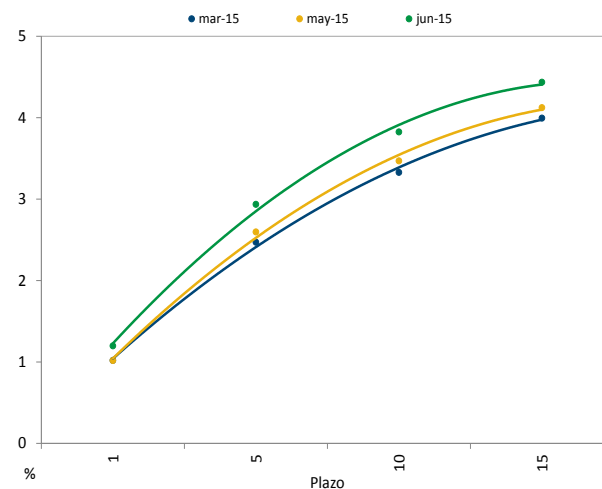
⁶⁰Variaciones: Colombia: 9,8 p.b. (6,2%), Brasil: -22,9 p.b. (-8,1%), México: 5,5 p.b. (4,4%), Chile: 3,4 p.b. (4,1%) y Perú: 5,8 p.b. (4,3%).

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



Fuente: Bloomberg.

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

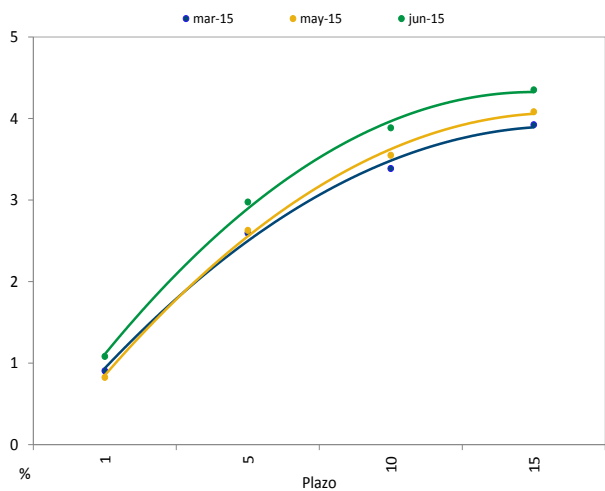


Fuente: Bloomberg.

6.4 Deuda Pública Externa de Colombia

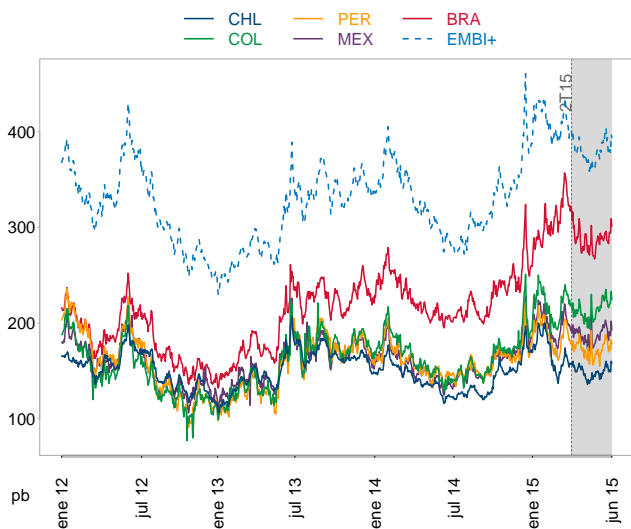
Durante el 2T15 la deuda externa de Colombia, denominada tanto en moneda local como extranjera, pre-

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Spreads Deuda Soberana LATAM

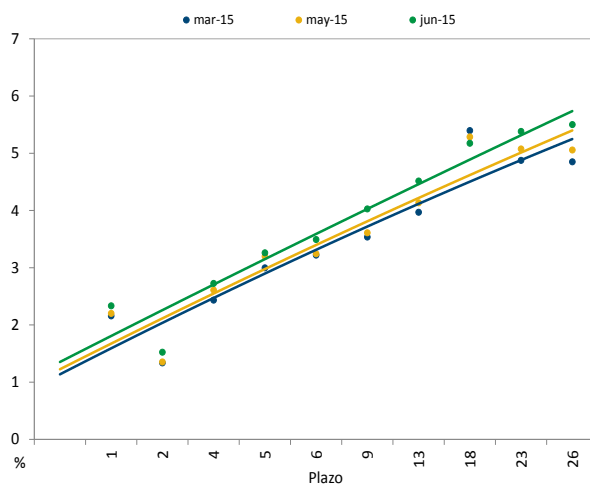


Fuente: Bloomberg.

sentó desvalorizaciones las cuales tuvieron lugar principalmente en junio (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

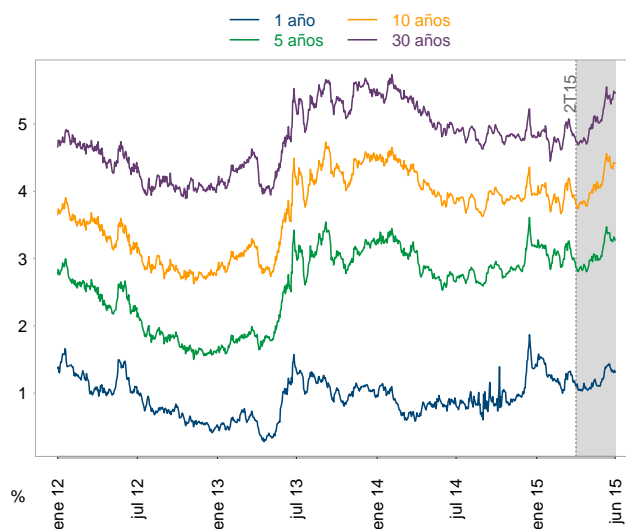
países de la región.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 44 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en

Gráfico 44: Globales USD vs TES locales



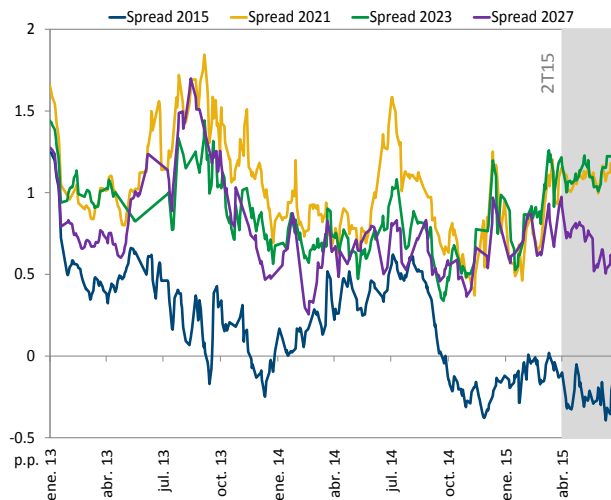
Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

el mercado local frente a los bonos Globales denominados en dólares colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre este *spread* disminuyó en general por desvalorizaciones más pronunciadas de los bonos Globales frente a las de los bonos locales⁶¹. De manera similar, 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* también disminuyó ante las mayores desvalorizaciones de los bonos externos⁶².

⁶¹Esto explica el comportamiento del *spread* para los vencimientos a 5 y 10 años, mientras que la caída en el *spread* a 1 año se dio por valorizaciones de los bonos locales y desvalorizaciones de los bonos externos.

⁶²En el caso de los bonos con vencimiento en 2015, el *spread* disminuyó por valorizaciones de los bonos locales frente a desvalorizaciones de los TES Globales, mientras que para los vencimientos en 2023 y 2027 el *spread* disminuyó por mayores desvalorizaciones de los bonos externos frente a las de los bonos internos. No obstante, el *spread* aumentó para los bonos con vencimiento en 2021 ante desvalorizaciones de los títulos locales superiores a las desvalorizaciones de los TES Globales.

Gráfico 45: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 2T15 las colocaciones en el mercado primario de deuda privada presentaron una disminución de 61 % frente a lo observado el trimestre anterior al alcanzar \$1166 miles de millones⁶³ (ant: \$2980 miles de millones) (Gráfico 46).

En el periodo analizado el sector financiero tuvo una participación de 57 % con colocaciones por \$666 miles de millones⁶⁴. Por otra parte, el sector no financiero tuvo una participación de 43 % en los montos colocados por un valor de \$500 miles de millones⁶⁵ (Gráfico 47).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 2T15

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Interconexión Eléctrica	500	10 a 20	IPC
Banco Davivienda	400	10	IPC
Titularizadora Colombiana	266	10	TF

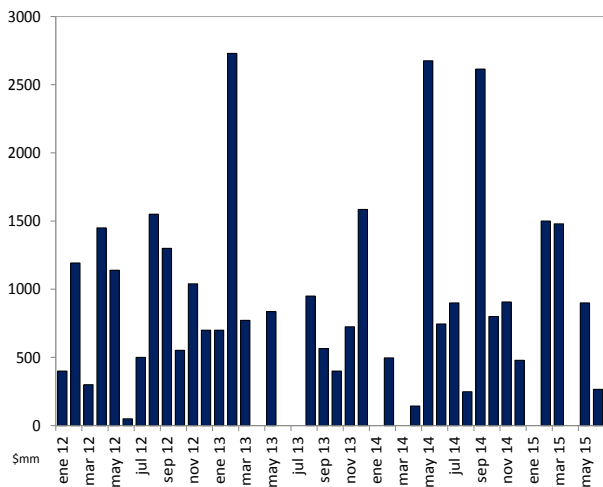
Fuente: BVC.* miles de millones de pesos. ** años.

⁶³Equivale a 0,43 veces su promedio histórico.

⁶⁴Equivale a 0,46 veces su promedio histórico.

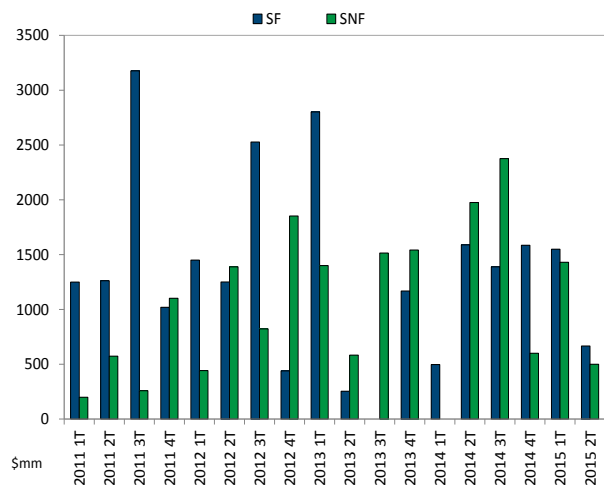
⁶⁵Equivale a 0,47 veces su promedio histórico.

Gráfico 46: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

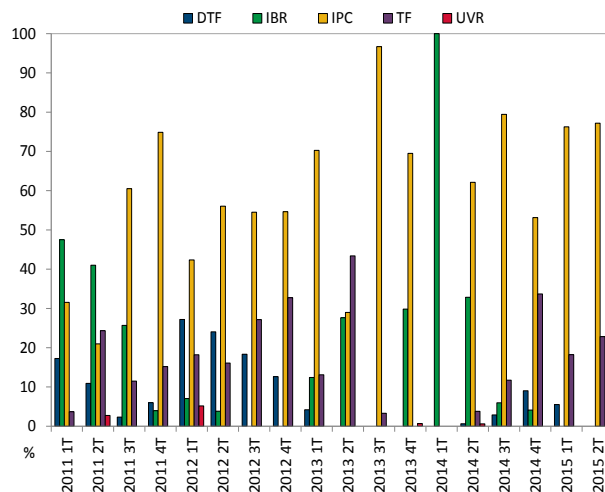
Gráfico 47: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

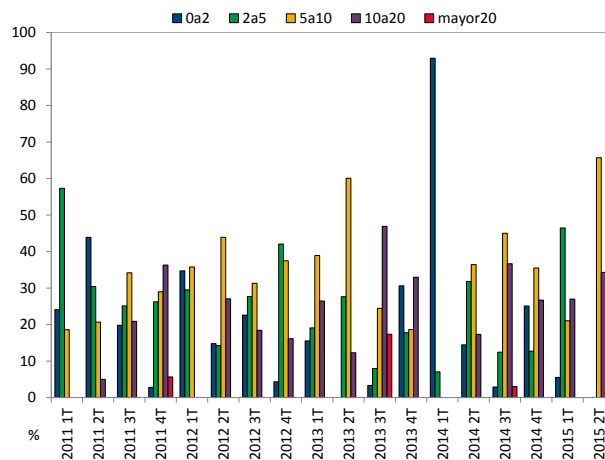
Durante el trimestre tres entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (77%) y a tasa fija (23%) (Gráfico 48). El 66% de las emisiones se realizó a 10 años, el 24% a 20 años y el 10% a 15 años (Gráfico 49).

Gráfico 48: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

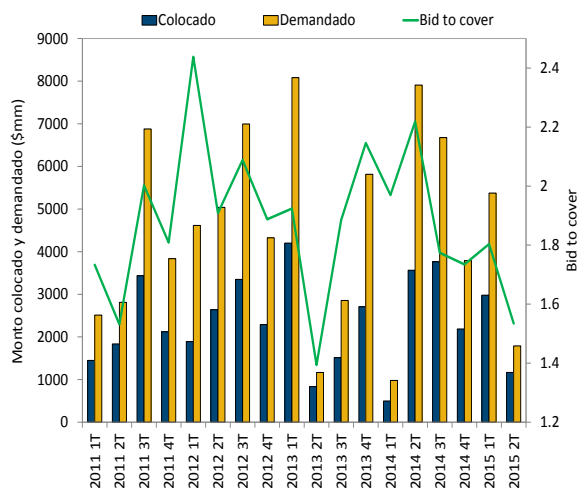
Gráfico 49: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas disminuyó 0,27 a 1,53 veces respecto al trimestre anterior. La demanda por colocaciones fue de \$1789 miles de millones, inferior a la presentada el trimestre anterior

Gráfico 50: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

(\$5374 miles de millones) (Gráfico 50).

8 Mercado Accionario

Durante el trimestre, al comparar los datos de cierre del trimestre anterior con los del cierre del 2T15, el mercado accionario europeo se desvalorizó, mientras que los de Japón y China presentaron valorizaciones. De otra parte, en EE.UU. el comportamiento de los índices bursátiles fue mixto y en Latinoamérica las bolsas se valorizaron con excepción de Chile, que se desvalorizó.

La desvalorización del *Eurostoxx* (7,4%) en el trimestre contrastó con la valorización que presentó este indicador el trimestre anterior (17,5%), y estuvo relacionada con el aumento en la percepción de riesgo por las preocupaciones sobre la situación económica de Grecia y la crisis de deuda en ese país. Por su parte, el comportamiento de los índices accionarios de EE.UU.⁶⁶ estuvo relacionado con una mayor incerti-

⁶⁶El *S&P500* se desvalorizó 0,2% y el *Dow Jones* 0,9%, mientras que el *Nasdaq* se valorizó 1,8%.

dumbre sobre la evolución de la economía de ese país y el rumbo de su política monetaria, ante la publicación de datos económicos mixtos en el trimestre.

En el caso de Asia, los índices accionarios de China y Japón⁶⁷ continuaron valorizándose y avanzaron en el trimestre 14,1% y 5,4%, respectivamente. Las valorizaciones en Japón pueden estar asociadas a la política monetaria expansiva del Banco Central; mientras que en China, a pesar algunas señales de debilitamiento económico, la posibilidad de un mayor estímulo monetario y los efectos de la fusión entre las bolsas de Shanghái y Hong Kong impulsaron el mercado de renta variable al alza en abril y mayo. No obstante, desde mediados del mes de junio el mercado accionario de este país experimentó un fuerte descenso, el cual fue atribuido a una posible burbuja en los precios de las acciones en medio de un escenario de debilidad económica y empresarial. Lo anterior trajo consigo la suspensión de la cotización de aproximadamente 1.400 empresas del mercado, en un intento por frenar la caída del precio de las acciones. En respuesta a esta situación, el Gobierno chino ha implementado una serie de medidas con el fin de limitar las desvalorizaciones en este mercado, entre las que se destacan la prohibición de la venta de acciones por seis meses a los accionistas que posean un porcentaje igual o superior al 5% de una empresa, la suspensión de colocaciones y el otorgamiento de líneas de crédito a través de una agencia gubernamental por USD480 billones, dirigidas a fondear la compra de títulos valores (Gráfico 51).

En cuanto a las bolsas de la región, presentaron valorizaciones en el trimestre los índices accionarios de Colombia (2,0%), Brasil (3,8%), Perú (5,2%) y México (3,0%), mientras que se desvalorizó el índice de Chile (-0,5%). En particular, al inicio del trimestre en el mercado accionario se observó un mayor apetito por emergentes ante el aumento de los precios del petróleo y del cobre⁶⁸, lo que contribuyó a explicar las valoriza-

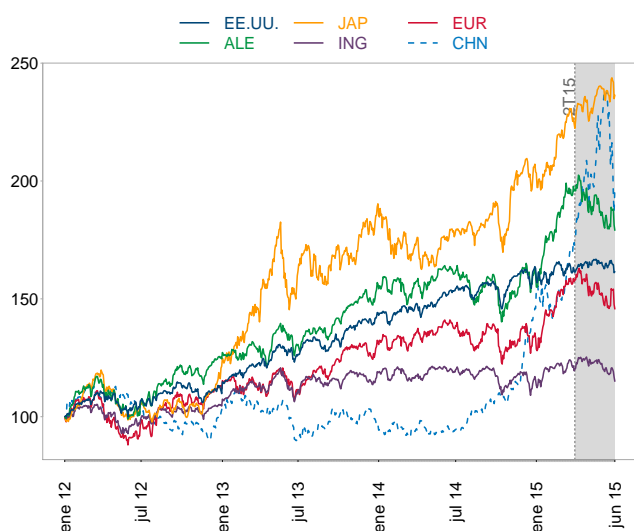
⁶⁷El *Shanghai Stock Exchange Composite Index* y el *Nikkei Index*, respectivamente.

⁶⁸Entre el 31 de marzo y el 6 de mayo, el precio del petróleo WTI aumentó 28%, el del petróleo BRENT 24% y el del cobre 5,8%.

ciones. Por su parte, las desvalorizaciones posteriores estuvieron influenciadas por el aumento en la percepción de riesgo internacional, la estabilización del precio del petróleo y la caída del precio del cobre y la plata (Gráfico 52).

Es importante mencionar que la valorización de la bolsa de Brasil también estuvo influenciada por una mejora en el entorno político y mayores entradas de capital extranjero al mercado de renta variable⁶⁹.

Gráfico 51: Índices Accionarios Países Desarrollados



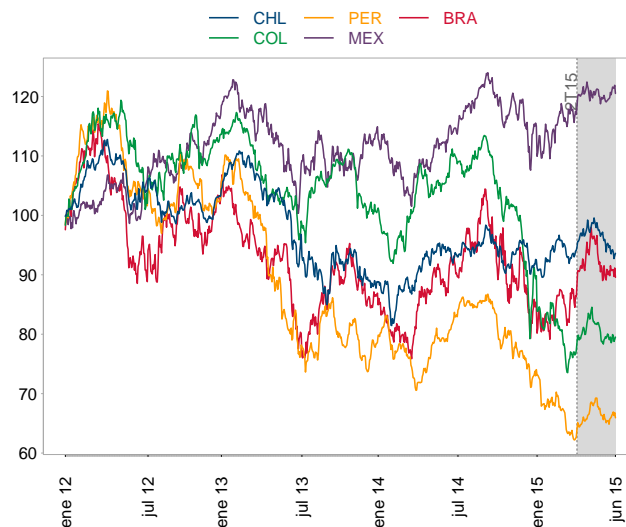
Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

En Colombia, la valorización del *COLCAP* observada hasta principios de mayo estuvo relacionada principalmente con el aumento del precio del petróleo, y la posterior desvalorización con los débiles resultados financieros de algunas empresas para el primer trimestre del año⁷⁰, la incertidumbre respecto a la venta de Isagen, el anuncio sobre la cancelación de la venta de Pacific Rubiales y la consecuente incertidumbre sobre

⁶⁹Según el IIF, en abril y mayo de 2015 las entradas de capital extranjero en el mercado de renta variable de Brasil ascendieron a USD5.819 millones, superiores a las entradas netas registradas en el 1T15 de USD4202 millones y en el 4T14 de USD242 millones.

⁷⁰Celsia, Grupo Argos y Grupo Sura registraron en el 1T15 una disminución de su utilidad neta del 92%, 68,8% y 55,6%, respectivamente.

Gráfico 52: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

el futuro de la petrolera, el aumento en la percepción de riesgo internacional y, según algunos analistas, al fortalecimiento generalizado del dólar.

Por otra parte, la volatilidad de los mercados accionarios de la región disminuyó frente a la del trimestre anterior. Los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región en el 2T15 disminuyeron para todos los países analizados, con excepción de Brasil, presentando las mayores reducciones Colombia y México⁷¹ (Gráfico 53). En materia de volatilidad condicional⁷², durante el periodo se presentó una reducción para todos los países de la región y el promedio de la región disminuyó 0,32% respecto al del trimestre anterior. Vale la pena destacar que la mayor volatilidad promedio en el trimestre la presentó la bolsa de Brasil, seguida por la de Perú y la de Colombia⁷³

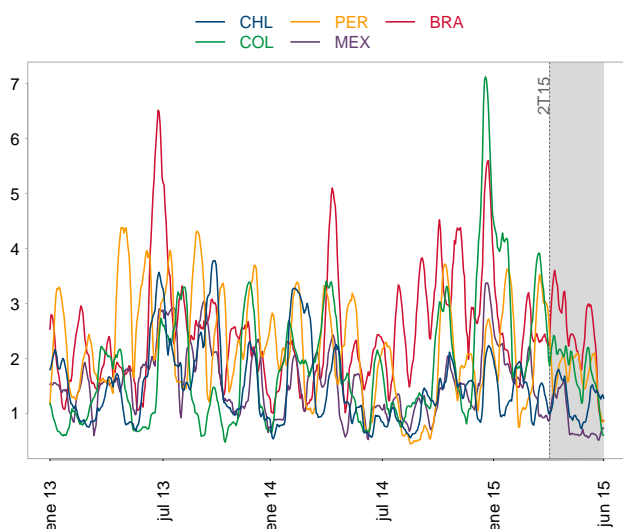
⁷¹El *IBOV* de Brasil fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (2,44, anterior: 2,35), seguido por el *COLCAP* de Colombia (1,77, anterior: 2,99), el *IGBVL* de Perú (1,73, anterior: 2,31), el *IPSA* de Chile (1,23, anterior: 1,37) y el *MEXBOL* de México (0,87, anterior: 1,66).

⁷²Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁷³En particular, la volatilidad condicional promedio en el trimestre del *IBOV* de Brasil fue 0,0148 (anterior: 0,0180), la del *IGBVL*

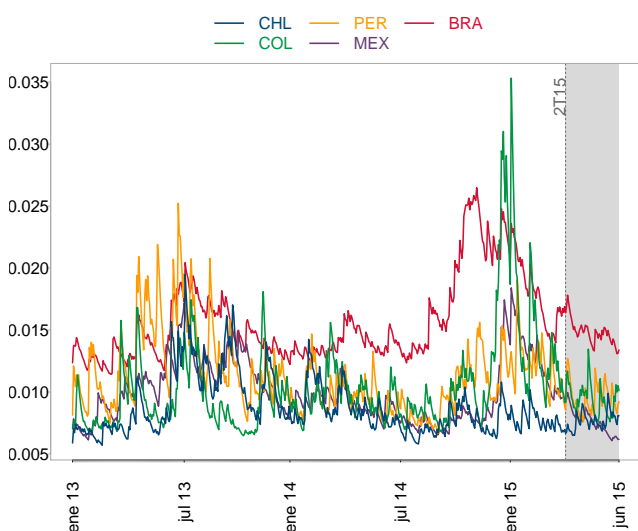
(Gráfico 54).

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



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

Gráfico 54: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

de Perú 0,0095 (anterior: 0,0121), la del COLCAP de Colombia 0,0094 (anterior: 0,0145), la del IPSA de Chile 0,0077 (anterior: 0,0077) y la del MEXBOL de México 0,0076 (anterior: 0,0126).

Con datos estimados del PIB para 2014⁷⁴ y datos de capitalización bursátil ajustada por capital flotante a junio de 2015⁷⁵, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB. En el Gráfico 55 se puede observar que la bolsa de Chile presentó una capitalización bursátil ajustada como porcentaje del PIB de 34,1 %, siendo la más alta de la región, seguida por la de las bolsas de México (21,0 %), Brasil (16,8 %), Perú (13,9 %) y Colombia (10,1 %)⁷⁶. Por otra parte, según el indicador de velocidad de rotación calculado a junio de 2015⁷⁷, en la región la bolsa México alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 24,63 %, seguida por las bolsas de Colombia (12,59 %), Chile (10,98 %) y Perú (1,57 %)⁷⁸. (Gráfico 56).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 2T15 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones en este mercado por \$3082 millones (ventas de \$7293 millones y compras de \$4211 millones), mientras que en el 1T15 habían comprado en neto acciones por \$3478 millones⁷⁹. Cabe anotar que en el periodo, el 99,9 % de las ventas realizadas por la BVC correspondieron a activos colombianos, mientras que el 82 % de las compras realizadas fueron de activos colombianos que estaban en poder de extranjeros. El índice S&P Mila 40⁸⁰ pre-

⁷⁴Fuente: FMI.

⁷⁵Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges. Cálculos: Banco de la República.

⁷⁶A junio de 2015 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia como porcentaje del PIB es de 31,91 %, mientras que la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 7,15 %.

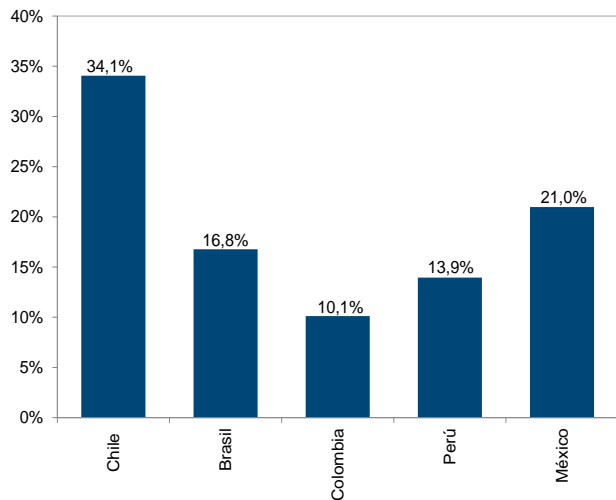
⁷⁷Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil. Fuente: World Federation of Exchanges.

⁷⁸Desde noviembre de 2014 no hay cifras para la bolsa de Brasil. El último disponible para Brasil fue para octubre de 2014 e igual a 123 %

⁷⁹En el 1T14, 2T14 y 3T14 los inversionistas colombianos realizaron ventas netas por \$8196 millones, \$1455 millones y \$3135 millones, respectivamente, y en el 4T14 compras netas de \$1385 millones

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

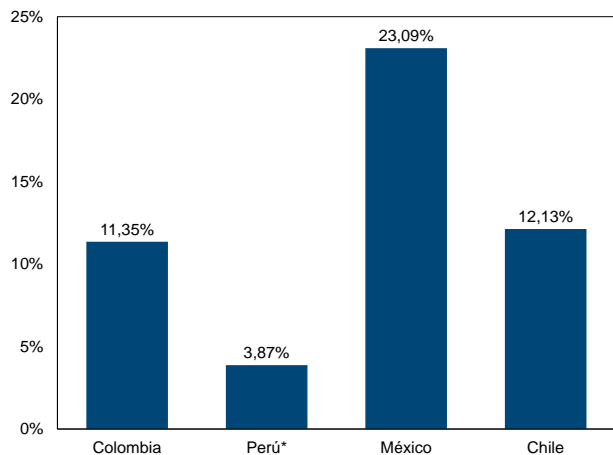
Gráfico 55: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



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

Cálculos: Banco de la República.

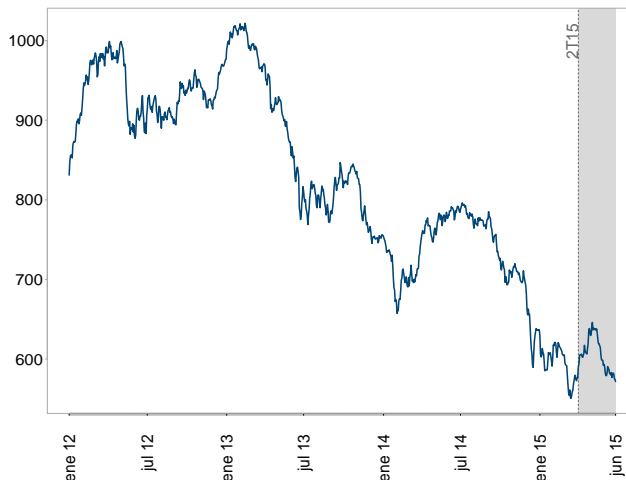
Gráfico 56: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable



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

sentó una desvalorización de 1,0% durante el 2T15 (Gráfico 57).

Gráfico 57: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

En Colombia, el promedio diario negociado durante el 2T15 en el mercado accionario fue de \$168,9 miles de millones, superior al observado en el 1T15 y en 2014⁸¹. El COL20 presentó una valorización durante el trimestre de 7,0%.

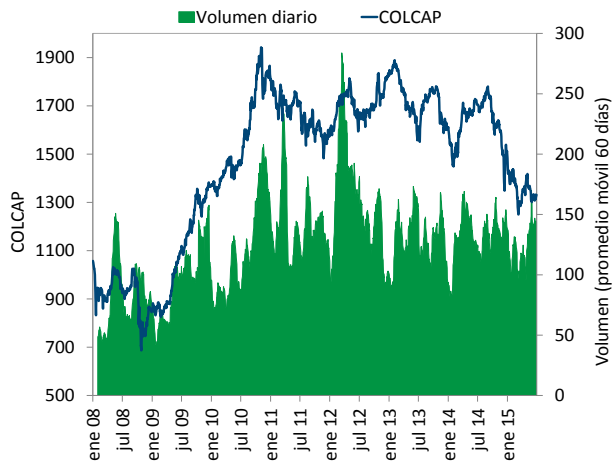
Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el trimestre fueron los fondos de pensiones y cesantías, las personas naturales, las compañías de seguros, el sector real y las cartera colectivas, que ofrecieron en neto \$427,9 miles de millones, \$156,4 miles de millones, \$147,4 miles de millones, \$134,5 miles de millones y \$111,6 miles de millones, respectivamente. Por su parte, los principales demandantes netos fueron los programas ADR⁸², los agentes extranjeros y las sociedades comisionistas de bolsa, que compraron en neto \$619,1 miles de millones, \$264,5 miles de millones y \$94,3 miles de millones, respectivamente.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP,

⁸¹El promedio diario negociado en el 1T15 fue 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 de millones (4T14).

⁸²Por sus siglas en inglés, *American Depositary Receipt*.

Gráfico 58: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

durante el trimestre se negociaron 121 contratos frente a 251 contratos negociados en el 1T15⁸³ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

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

9 Recuadro 1: Mercado interbancario no colateralizado y mercado de simultáneas

Introducción

El presente documento tiene como propósito caracterizar el mercado de fondos interbancarios, en cuanto a la evolución de los montos negociados, la relación existente entre la Tasa Interbancaria (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia a plazo de un día hábil (IBR *overnight*) y el comportamiento de los agentes participantes. El documento busca caracterizar además el mercado de simultáneas, presentando el comportamiento de los agentes participantes, los títulos y plazos más negociados.

Caracterización del mercado interbancario

Generalidades del mercado interbancario

La presente sección tratará las operaciones de fondos interbancarios realizadas por los establecimientos de crédito⁸⁴ y entidades oficiales especiales⁸⁵. Estas operaciones corresponden a aquellos fondos que coloca (recibe) una entidad financiera en (de) otra entidad financiera sin que exista un colateral como respaldo a la operación, y por lo general se concentran en el plazo *overnight*. En este mercado se destacan dos indicadores:

- **Tasa Interbancaria (TIB):** Corresponde a la tasa promedio ponderado por monto de las operaciones pasivas a plazo *overnight*. Las entidades deben reportar diariamente estas operaciones a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).
- **Indicador Bancario de Referencia (IBR) *overnight*:** El IBR *overnight* corresponde a una tasa de interés de corto plazo para el peso colombiano que refleja el precio al que los agentes participantes del esquema están dispuestos a ofrecer o captar recursos en el mercado monetario al plazo de un día hábil. Actualmente los participantes del esquema del IBR⁸⁶ deben ser entidades bancarias, las cuales son sometidas a un proceso de selección que se fundamenta en la calificación de riesgo de corto plazo y parámetros que reflejan la solidez financiera, entre otros indicadores.

En los días hábiles bancarios, cada participante cotiza una tasa nominal que refleja su postura de liquidez para el plazo *overnight*. Posteriormente el Banco de la República (BR) calcula la mediana de las cotizaciones recibidas, la cual corresponderá a la tasa IBR *overnight*. Por su parte, los cuatro participantes cuya tasa de cotización es inferior al resultado del IBR *overnight* serán oferentes de recursos y están obligados a otorgar un préstamo interbancario de \$10.000 millones a cada uno de los cuatro restantes (demandantes) (Asobancaria, 2014).

⁸⁴Incluye bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento y cooperativas financieras.

⁸⁵Incluye Bancoldex, Caja Promotora de Vivienda Militar, Finagro, Financiera de Desarrollo Nacional, Findeter, Fogacoop, Fogafín, Fonade, Fondo Nacional de Ahorro, Icetex y Fondo Nacional de Garantías.

⁸⁶Los participantes actuales del esquema son: Banco BBVA, Bancolombia, Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Davivienda, Banco Agrario, Banco GNB Sudameris y Banco Corpbanca Colombia. Adicional al plazo *overnight*, el esquema del IBR también opera para un mes y tres meses. En estos el resultado sigue siendo la mediana de las cotizaciones de los ocho participantes.

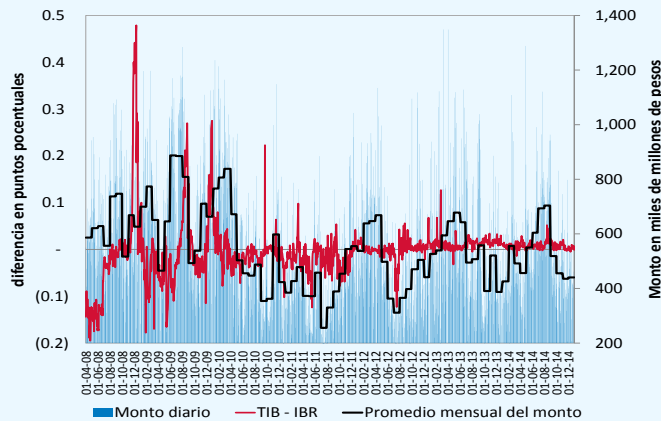
Relación entre la TIB y el IBR *overnight*

En el Gráfico 59 se muestra la evolución de los montos negociados en el mercado interbancario, la TIB y el IBR *overnight*, entre abril del 2008 y diciembre del 2014. En esta figura se observa que los montos diarios negociados han oscilado entre \$152,1 miles de millones (mm) y \$1.348,6 mm, y en términos generales el promedio mensual de tales montos ha disminuido en los últimos cuatro años.

Intuitivamente se espera que el IBR *overnight* se ubique por debajo de la TIB, debido a que las operaciones pactadas en este esquema se hacen entre entidades de alta calificación crediticia, mientras que la TIB incluye las operaciones realizadas entre un rango mayor de entidades, que pueden presentar calificaciones crediticias inferiores. No obstante, el IBR *overnight* es en promedio superior a la TIB en 0,79 pb.

En la Gráfico 59 se muestra que las diferencia entre la TIB y el IBR *overnight* al inicio del período eran mayores y presentaban mayor volatilidad. Para el período de análisis, la diferencia máxima y mínima fue de 48 pb y -20 pb; sin embargo, la mayor parte de los días se concentran en diferencias -1 pb (9,7%), 0 pb (22,1%) y 1 pb (20,8%). Además de presentar diferencias pequeñas, estos indicadores muestran un comportamiento similar con un coeficiente de correlación de 99,9%.

Gráfico 59: Evolución del mercado interbancario no colateralizado entre abril de 2008 y diciembre de 2014.



Fuente: Formato 441 de la Superintendencia Financiera, cálculos Banco de la República.

Experiencia Internacional

Se analizan algunos países que manejan indicadores a plazo de un día, similares a la TIB y el IBR *overnight* de Colombia, dentro de ellos se encuentran: la Zona Euro, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Suecia. En la siguiente tabla se muestra un resumen de cada uno de ellos:

Cuadro 11: Indicadores del mercado interbancario

País	Tasa promedio ponderado por monto del mercado interbancario	Indicador de Referencia	Estado del Indicador de Referencia	Coefficiente de Correlación entre los dos indicadores.	Promedio Período Completo (Tasa Interbancario – Indicador de Referencia)	Promedio por sub-períodos (Tasa Interbancario – Indicador de Referencia)	
						Enero 2007 - Marzo 2009	Marzo 2009 - Octubre 2014
Zona Euro	Euro Overnight Index Average	EURIBOR	Vigente	99,97%	+4,09 p.b.	-0,18 p.b.	+5,77 p.b.
EE.UU.	USD Effective Federal Funds Rate	US LIBOR	Vigente	98,93%	-9,25 p.b.	-23,7 p.b.	-3,59 p.b.
Reino Unido	Sterling Overnight Index Average	LIBOR	Vigente	99,85%	-8,01 p.b.	-14,36 p.b.	-5,53 p.b.
Japón	JPY Uncollateralized Overnight Call Rate	TIBOR	Vigente	96,14%	-4,51 p.b.	-12,2 p.b.	-1,5 p.b.
Suecia	Stockholm Interbank Offered Rate	SEK LIBOR	Descontinuada, disponible como informativa hasta 28-03-2013	99,94%	-0,34 p.b.	-0,06 p.b.	-0,49 p.b.
Colombia	Tasa Interbancaria	IBR overnight	Vigente	99,96%	-0,79 p.b.	-4,06 p.b.	-0,079 p.b.

Fuente: Bloomberg, Banco de la República y Banco de Japón.*El período de análisis para Colombia comienza en enero de 2008, mes en el que inicia el esquema del IBR.

El comportamiento de los indicadores mostrados en el Cuadro 11 se analizó desde el 2007 hasta diciembre de 2014, en el caso en los que aún se siguen cotizando y hasta el 2013 para Suecia porque la cotización del indicador de referencia fue descontinuada⁸⁷. En esta tabla, se observa que para los países analizados, los dos indicadores tienen un alto porcentaje de correlación positivo (mayor al 96,14 %) y la diferencia entre ellos evidencia que, en promedio, la cotización del indicador de referencia es mayor a las tasas realmente pagadas en el interbancario, excepto en la Zona Euro que muestra una diferencia promedio positiva. Además, cuando se analiza el promedio en valor absoluto por sub-períodos se identifica que todos presentan una reducción en el período más reciente, excepto para la Zona Euro.

Por otra parte, Akram et al (2011) estudiaron el mercado interbancario no colateralizado noruego construyendo un indicador llamado NONIA (*Norwegian Overnight Index Average*), que mide el promedio ponderado por monto de las operaciones a plazo *overnight* en el mercado interbancario noruego, para el periodo entre octubre de 2006 y noviembre 2010⁸⁸. En el documento comparan las NONIA y NIBOR con la tasa de referencia del banco central, y encontraron que en promedio NONIA se encontraba 11 pb por encima de la tasa de referencia del banco central, y en la crisis financiera esta se ubicaba en promedio 42 pb por encima de la tasa de política monetaria. Por su parte, la NIBOR se ubicaba en promedio 38 pb por encima de la tasa de referencia del banco central y durante el inicio de la crisis se ubicó 128 pb por encima de esta. Lo anterior indica que la liquidez en el mercado interbancario noruego

⁸⁷En el 2012 se designó a Martin Wheatley, Director Ejecutivo de la *Financial Conduct Authority*, para revisar el esquema de las cotizaciones de la LIBOR. En sus conclusiones indica que los lineamientos de gobernabilidad y seguimiento eran inadecuados para salvaguardar la integridad de la LIBOR; así que una de sus recomendaciones principales era que este esquema debía ser administrado por una entidad independiente. Desde 2013, la LIBOR pasa de ser administrada por BBA LIBOR a ICE LIBOR. En este proceso de fortalecimiento y restauración de la credibilidad e integridad del indicador, se descontinuaron las cotizaciones sobre la LIBOR en dólares australianos, coronas danesas, coronas suecas, coronas noruegas, dólar canadiense y dólar neozelandés.

⁸⁸En el trabajo de Akram et al. los autores construyen un algoritmo para identificar las operaciones del mercado interbancario no colateralizado en su sistema de pagos. Posteriormente calculan el indicador como el promedio ponderado para los plazos que analizan en el documento.

estaba menos restringida que lo sugerido por la NIBOR⁸⁹.

De los casos analizados anteriormente se puede concluir que los indicadores de los mercados interbancarios basados en las cotizaciones, tipo IBOR o IBR *overnight*, presentan niveles superiores a las tasas realmente pagadas en tales mercados, medidas como el promedio ponderado de los préstamos a plazo de un día hábil, excepto en el caso de la Zona Euro.

Comportamiento de las entidades en el mercado interbancario colombiano

En la presente sección se analiza el comportamiento de las entidades participantes en el mercado no colateralizado colombiano. Al revisar por tipo de entidad⁹⁰ durante el período comprendido entre enero de 2011 y diciembre del 2014 (Cuadro 12), se encuentra que los bancos son las entidades que más operaciones pasivas realizan concentrando el 77,6% del monto total transado, seguidos por las corporaciones financieras quienes cuentan con el 17,8% del total transado⁹¹.

Del Cuadro 12 se infiere que las entidades que más participan en el mercado interbancario no colateralizado tanto en posición activa como pasiva son los bancos. De acuerdo con León et al. (2014), el mercado interbancario colombiano es una estructura jerárquica y no homogénea donde pocas instituciones tienen el rol de «redistribuidores» (*super-spreaders*)⁹² dentro del mercado. En este trabajo, se resalta que todos los «redistribuidores» son instituciones financieras grandes y por lo general corresponden a instituciones de crédito.

Cuadro 12: Operaciones del mercado interbancario por tipo de entidad. (Enero 2011 – diciembre 2014).

		POSICIÓN ACTIVA				
		BANCOS	COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO	CORPORACIONES FINANCIERAS	INSTITUCIONES OFICIALES ESPECIALES	Total general
POSICIÓN PASIVA	BANCOS	305'235	9'150	4'166	32'578	351'129
	COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO	2'321	2'399	21	369	5'109
	CORPORACIONES FINANCIERAS	45'069	7'981	470	26'819	80'340
	INSTITUCIONES OFICIALES ESPECIALES	14'331	363	358	941	15'993
	Total general	366'956	19'893	5'015	60'706	452'570

Fuente: Formato 396 de la Superintendencia Financiera, cálculos Banco de la República. Cifras en mm. A diciembre de 2014 en el mercado interbancario participaban 19 bancos, 4 corporaciones financieras, 3 entidades oficiales especiales y 18 compañías de financiamiento.

⁸⁹El alto valor de la NIBOR durante la crisis podría obedecer a que los puntos *swaps* de divisas usados por los bancos para determinar sus cotizaciones y también usados en las cotizaciones de la NIBOR, estaban relativamente altos durante este período, debido a que habían menos *swaps* disponibles para la negociación en la plataforma de negociación de *Reuters*. La NIBOR se ha cotizado tradicionalmente como la tasa de un *currency swap*, a partir de la tasa en dólares. La fórmula de la cotización es la siguiente: $NIBOR = \text{the USD rate} + \text{forward Premium}$, donde: $\text{Forward premium} = \text{forward exchange rate} - \text{spot rate}$ y $\text{USD rate} = \text{costo de prestar en el Mercado interbancario no colateralizados en USD}$.

⁹⁰Bancos comerciales, compañías de financiamiento, corporaciones financieras y entidades oficiales especiales.

⁹¹Las instituciones oficiales especiales y las compañías de financiamiento concentran el 3,5% y 1,1% del monto total negociado, respectivamente.

⁹²Corresponden a aquellas instituciones que contribuyen a la distribución de la liquidez del banco central en el mercado interbancario.

En el cuadro se observa que los bancos tienen una posición neutra (las operaciones en posición activa y pasiva presentan una diferencia pequeña), las compañías de financiamiento y las instituciones oficiales especiales, una posición activa, y las corporaciones financieras una posición pasiva.

Comportamiento de las entidades cotizantes del IBR

En esta sección se analiza el comportamiento de las entidades cotizantes del IBR, para el período comprendido entre el año 2008 y diciembre de 2014, respecto a la posición de sus interbancarios adicionales a los exigidos por este esquema y la tasa promedio a la cual los realizaron.

Se destaca que la mayoría de los interbancarios adicionales negociados se realizaron en la misma posición de cotización en el IBR *overnight* con una participación de 67,7% y 80,7% en posición activa y pasiva, respectivamente; además gran parte de ellos se pactan a tasas iguales al resultado del indicador (Cuadro 13).

Cuadro 13: Análisis de interbancarios adicionales al IBR *overnight*

Nº	Posición en IBR overnight	Posición en Interbancarios adicionales al IBR overnight	Caso 1: Tasa Interbancarios < IBR overnight	Caso 2: Tasa Interbancarios > IBR overnight	Caso 3: Tasa Interbancarios = IBR overnight	Promedio de monto
1	Activa	Activa (67,7%)	· 31,91% de las operaciones.	· 24,82% de las operaciones.	· 43,26% de las operaciones.	\$54,81 mm
			· Monto promedio: \$55,44 mm.	· Monto promedio: \$43,12 mm.	· Monto promedio: \$65,88 mm.	
2	Pasiva	Pasiva (32,3%)	· Diferencia promedio: -8,27 pb.	· Diferencia promedio: +9,94 pb.		\$42,02 mm
			· 53,82% de las operaciones.	· 9,05% de las operaciones.	· 37,13% de las operaciones.	
3	Activa	Activa (19,3%)	· Monto promedio: \$36,68 mm	· Monto promedio: \$44,22 mm.	· Monto promedio: \$45,17 mm.	\$34,08 mm
			· Diferencia promedio: -9,33 pb.	· Diferencia promedio: +7 pb.		
4	Pasiva	Pasiva (80,7%)	· 24,67% de las operaciones.	· 39,08% de las operaciones.	· 36,25% de las operaciones.	\$54,82 mm
			· Monto promedio: \$31,14 mm	· Monto promedio: \$36,96 mm.	· Monto promedio: \$34,15 mm.	
			· Diferencia promedio: -5,77 pb.	· Diferencia promedio: +15,57 pb.		
			· 48,50% de las operaciones.	· 13,43% de las operaciones.	· 38,08% de las operaciones.	
			· Monto promedio: \$47,55 mm	· Monto promedio: \$53,83 mm.	· Monto promedio: \$63,08 mm.	
			· Diferencia promedio: -8,75 pb.	· Diferencia promedio: +5,93 pb.		

Fuente: Formato 441 de la Superintendencia Financiera, cálculos Banco de la República. **Los montos mencionados en la tabla anterior son promedios diarios.

Las entidades han afirmado que cuando son deficitarias prefieren realizar interbancarios pasivos (adicionales a los del esquema del IBR) a tasas iguales o por debajo del resultado del IBR *overnight*. Los resultados presentados en las filas dos y cuatro del Cuadro 13 son coherentes con tal afirmación y concentran el 90,95% y 86,57% de las veces, cuando su posición en el IBR es activa y pasiva respectivamente. Por último, estarían menos dispuestas a pactar interbancarios a tasas superiores al resultado del indicador (IBR pasivo: 13,43% e IBR activo: 9,05%). Estos datos sugieren que las entidades participantes en el esquema del IBR obtienen tasas menores a la TIB cuando tienen una posición pasiva, probablemente por ser las entidades bancarias con mejor perfil de riesgo de crédito.

Por otra parte, las entidades en posición superavitaria prefieren realizar interbancarios adicionales al esquema a tasas iguales o superiores al resultado del IBR *overnight*, esto lo confirman los resultados de las filas uno y tres,

que concentran 68,09 % y 75,33 % de las veces, cuando su posición es activa y pasiva en la cotización del IBR. El caso en que los préstamos se otorgan a tasas inferiores al resultado del indicador tiene una participación de 31,91 % y 24,67 %, cuando su posición en el IBR es pasiva y activa, respectivamente⁹³.

Por último, las entidades no siempre realizan interbancarios adicionales a los exigidos por el esquema del IBR. La porción de días en las que las entidades realizan préstamos adicionales oscila entre el 12,57 % y 85,71 %, con un promedio de 36,85 %.

Caracterización del mercado de simultáneas

Generalidades del mercado de simultáneas

Las simultáneas son operaciones del mercado monetario en las que una parte (el “Enajenante”) transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”) y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero (“Monto Final”) en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.

Las simultáneas son operaciones bilaterales que pueden ser pactadas en el mercado *Over-the-counter* (OTC) o en sistemas de negociación, dentro de estos últimos se encuentran: el Sistema Electrónico de Negociación del Banco de la República (SEN) y el Mercado Electrónico Colombiano de la Bolsa de Valores de Colombia (MEC).

En el Cuadro 14 se presentan las características principales de los sistemas de negociación y las ruedas en las cuales se negocian las simultáneas.

Comportamiento de las entidades en el mercado de simultáneas

En el primer escalón del SEN, las simultáneas a plazo *overnight* activas y pasivas son negociadas en mayor medida por los bancos (69,9 % y 47,7 %), seguidos por las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) (22,3 % y 31,5 %) y corporaciones financieras (7,8 % y 20,8 %). En contraste, los agentes que presentan mayor actividad en las simultáneas a plazo *overnight* tanto activas como pasivas en el MEC son las SCB (73,1 % y 75,2 %) y bancos (17,8 % y 5,8 %). Este comportamiento obedece a las restricciones que tienen los agentes para realizar operaciones en cada sistema, tal como se presentó en la sección anterior.

⁹³A pesar de que en este escenario los agentes obtienen tasas inferiores al IBR *overnight* y en algunos casos inferiores a la TIB, estas tasas aún son mejores oportunidades de colocación que las operaciones de simultáneas en el SEN durante periodos de mayor liquidez. Lo anterior se debe a que las tasas en esta rueda de negociación bajan en mayor proporción que las del interbancario cuando el mercado presenta excedentes de liquidez. Hincapie et al. (2015).

Cuadro 14: Principales características de los sistemas de negociación

Sistema de Negociación	Rueda N° 1: SIML Simultáneas	Rueda N°2: RYSE Simultáneas
SEN	Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercado	Todas las entidades
	Mercado Ciego (No hay cupos de contraparte)	Mercado Semiciego (Hay cupos de contraparte)
	Posición propia	Posición propia
	Títulos de deuda pública (pesos y UVR)	Títulos de deuda pública (pesos y UVR)
	Módulo de registro: Un agente lanza la orden de registro y su contraparte confirma la operación. Para ello es preciso haber definido cupos de contraparte. Este módulo no es utilizado debido a la preferencia por utilizar el MEC para este propósito.	
MEC	Rueda N° 1: RYS Repos y Simultáneas	Rueda N° 2: RYSE Repos y Simultáneas
	Todos los afiliados (Establecimientos de crédito, sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores, fondos de pensiones y cesantías, compañías de seguros, DGCPTN, Fogafin, Finagro, BR, entre otros).	Todos los afiliados (Establecimientos de crédito, sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa, comisionistas independientes de valores, fondos de pensiones y cesantías, compañías de seguros, DGCPTN, Fogafin, Finagro, BR, entre otros).
	Mercado Semiciego	Mercado Semiciego
	Posición propia y a nombre de terceros	Posición propia y a nombre de terceros
	Títulos de deuda pública	Deuda corporativa y acciones
Módulo de registro: Un agente lanza la orden de registro y su contraparte confirma la operación. Para ello es preciso haber definido cupos de contraparte.		

Fuente: Elaboración de autores.

Plazos y títulos más transados en las simultáneas del SEN y MEC⁹⁴

Para el período analizado (2010 – 2014), el plazo más transado en simultáneas corresponde al *overnight* con una participación que oscila entre el 58,3 % y 81,2 % en el SEN y entre 52,4 % y 64,5 % en el MEC. Esta concentración al plazo *overnight* se debe a la naturaleza de corto plazo de las operaciones en el mercado monetario colombiano, debido a la incertidumbre sobre las necesidades o excedentes que presentan las entidades en su operación diaria, lo que les dificulta comprometerse en operaciones de liquidez a plazos superiores tanto en posición activa como pasiva.

Por otra parte, se destaca que los títulos que más se utilizan en la sesión del SEN han cambiado a lo largo del período. Durante los años 2010, 2011 y 2012, la referencia que concentró la mayoría de simultáneas fue el TES en pesos con vencimiento en mayo del 2014 y a medida que este se acercaba a su vencimiento, la mayor porción se concentró alrededor del título con vencimiento en junio del 2016 (Gráfico 60)⁹⁵. Este comportamiento podría obedecer a que algunas entidades prefieren realizar estas operaciones con títulos líquidos de corto plazo, que por lo general son aquellos clasificados como de cotización obligatoria en el Programa de Creadores y Aspirantes a Creadores de Mercado del Ministerio de Hacienda y los que más tienen las entidades en sus portafolios para operaciones de liquidez. Otras referencias que se utilizan frecuentemente por la liquidez que tienen en el mercado *spot* de deuda pública son los TES en pesos con vencimiento en 2018 y 2024.

En la Gráfico 60 y la Gráfico 61, se realizó una distinción entre las operaciones pactadas por necesidades de liquidez

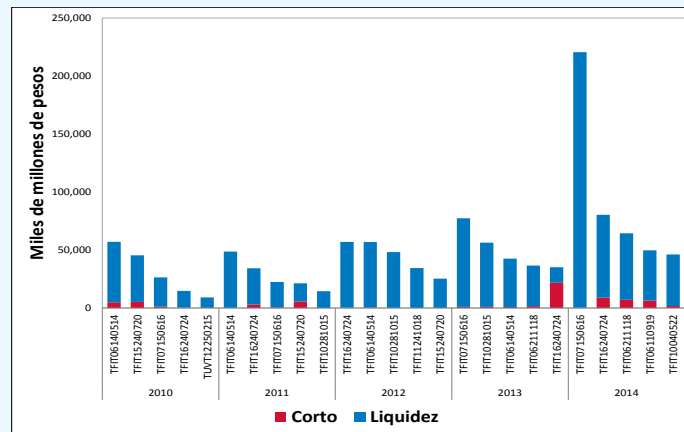
⁹⁴Los títulos de deuda pública de la Gráfico 60 y la Gráfico 61 se identifican por su mnemotécnico, este se lee de la siguiente manera: TFIT: Títulos tasa fija en pesos o TUVT: Títulos tasa fija en UVR's, seguidos por dos dígitos correspondientes al plazo, y seis dígitos correspondientes a la fecha de vencimiento (TFIT o TUVT -pp-dd/mm/aa). Por ejemplo: TFIT07150616, corresponde a un título tasa fija en pesos, con plazo de siete años de plazo, y fecha de vencimiento 15 de junio de 2016.

⁹⁵Para el 2014 este título concentró alrededor del 33,8 % de las simultáneas pactadas en el SEN.

(liquidez) y aquellas que podían obedecer al cubrimiento de estrategias en corto en otros mercados (corto); en esta última clasificación se agruparon todas las simultáneas pactadas por debajo de la tasa de la ventanilla de contracción del BR. A pesar de que las operaciones en corto corresponden a una pequeña porción del total negociado, este tipo de operaciones son más representativas en los dos últimos años del período de estudio.

Por otra parte, se identifica que el título TES en pesos con vencimiento en julio del 2024 es el único que durante el 2013 presenta una alta concentración (61,9%) en operaciones a tasas inferiores a la ventanilla de contracción del BR. Otros títulos que probablemente se usaron en estrategias en corto durante el 2014 fueron los TES en pesos con vencimiento en noviembre del 2018 (10,9%) y en septiembre del 2019 (12,9%), aunque en menor proporción respecto al total de simultáneas pactadas sobre los mismos.

Gráfico 60: Principales títulos de las simultáneas en el SEN. Enero de 2010 a diciembre de 2014

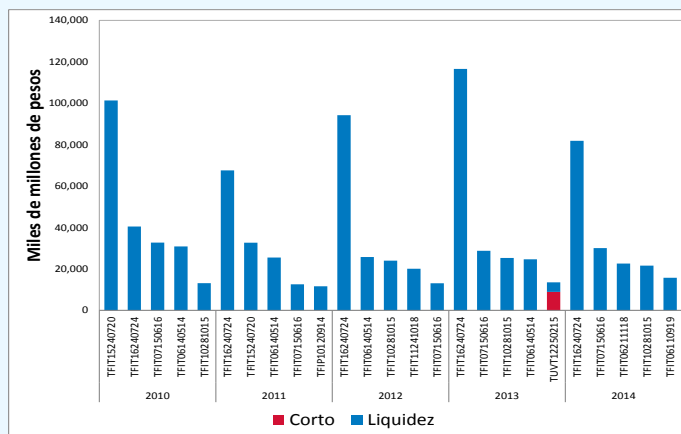


Fuente: DFV. Cálculos Banco de la República.

En la Gráfico 61 se observa que en las simultáneas pactadas en el MEC existe una alta concentración de operaciones utilizando el título TES en pesos con vencimiento en julio del 2024. Por otro lado, el título que presenta una concentración representativa (65.8%) a tasas inferiores a la ventanilla de contracción del BR es el TES UVR con vencimiento en febrero del 2015, y esto solo se observó durante el 2013.

De acuerdo con la información presentada anteriormente, es posible inferir que la preferencia de los títulos que usan los agentes en las operaciones de simultáneas del SEN o MEC está determinada por los siguientes factores: el apetito por conseguir títulos «específicos» cuando algunos agentes desarrollan estrategias en corto, la alta liquidez de ciertas referencias, la disponibilidad de las referencias en los portafolios de liquidez de las entidades y la clasificación de TES como de cotización obligatoria, entre otros.

Gráfico 61: Principales títulos de las simultáneas en el MEC. Enero de 2010 a diciembre de 2014



Fuente: DFV. Cálculos Banco de la República.

9.1 Conclusiones

- En los países analizados (Estados Unidos, Zona Euro, Reino Unido, Japón, Suecia y Colombia), la relación entre la tasa ponderada por monto en el mercado interbancario y las cotizaciones del Indicador de Referencia es muy estrecha, con coeficientes de correlación que oscilan 96,14% y 99,99%. Además, se destaca que el nivel del Indicador de Referencia es mayor en promedio a las tasas efectivamente pagadas en el mercado interbancario, excepto para la Zona Euro en el período más reciente.
- Las entidades que más préstamos realizan en el mercado interbancario tanto en posición activa como posición pasiva son los bancos, seguidos por las corporaciones financieras, entidades oficiales especiales y las compañías de financiamiento comercial. Resultados coherentes con los hallazgos de León et al. (2014), quienes encuentran que los *super spreaders* del mercado colombiano son las entidades de crédito con el mayor tamaño de activos.
- Al estudiar los interbancarios que realizan las entidades cotizantes del IBR *overnight*, se identifica que la mayoría de los interbancarios adicionales negociados se realizaron en la misma posición de cotización en el IBR *overnight* con una participación de 67,7% y 80,7% en posición activa y pasiva, respectivamente; además gran parte de ellos se pactan a tasas iguales al resultado del indicador.
- El nivel de participación de los agentes en los sistemas de negociación SEN y MEC depende de las restricciones que cada uno estipula en sus reglamentos. Por ello se encuentra que la mayoría de las simultáneas del SEN fueron realizadas por los bancos seguidas por las SCB, mientras que la mayor porción de las pactadas en el MEC fueron realizadas por SCB seguidas por los bancos. Adicionalmente, las simultáneas tanto en el SEN como en el MEC se concentran al plazo *overnight* con una participación promedio de 56,5% y 43,5% del total realizado, respectivamente. Lo cual obedece a la naturaleza de corto plazo del mercado monetario y la incertidumbre sobre las necesidades o excedentes de las entidades, lo que reduce las operaciones de liquidez

a plazos mayores.

- La preferencia de los títulos que usan los agentes en las operaciones de simultáneas del SEN o MEC está determinada por los siguientes factores: el apetito por conseguir títulos «específicos» cuando algunos agentes desarrollan estrategias en corto, la alta liquidez de ciertas referencias, la disponibilidad de las referencias en los portafolios de liquidez de las entidades y la clasificación de TES como de cotización obligatoria, entre otros.

9.2 Referencias

Akram, Q. F. Christophersen, C. (2011). Norwegian *overnight* Interbank Interest Rates. *Computational Economics*, v. 41.

Asobancaria. (2014). Reglamento del Indicador Bancario de Referencia – IBR.

Guggenheim, B. Kraenzlin, S. Schumacher, S. (2010). Exploring an uncharted market: Evidence on the unsecured Swiss franc money market. *Swiss National Bank Working Papers*, 2011-5.

Hincapié, A. Rojas, D. Rojas, K. (2015). Manejo Liquidez en los Bancos Comerciales. Banco de la República. Reporte de Mercados Financieros Primer Trimestre 2015, pág. 42 – 51.

León, C. Machado, C. Sarmiento, N. (2014). Identifying central Bank Liquidity Super-Spreaders in Interbank Funds Networks. Banco de la República. Working Paper, Num1 816