



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2016

Banco de la República

Abril del 2016

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
Tatiana Venegas
Daniel Ricardo Vergara

Estudiantes en práctica profesional

Ana María Alvis

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	5
2.1	Mercado cambiario	6
2.2	Política Monetaria	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	17
6	Mercado Monetario y Renta Fija	20
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	20
6.2	Mercado Monetario Colombiano	21
6.3	Mercado de Deuda Pública	23
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	23
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia	26
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	29
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	31
7	Mercado de Deuda Privada	32
8	Mercado Accionario	33

Índice de Gráficos

1	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa	8
2	Credit Default Swaps 5 años de América Latina	10
3	Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos	10
4	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes	11
5	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes	11
6	Índices de Confianza	12
7	Expectativas de Crecimiento (EOF)	13
8	Expectativas de Inflación (EOF)	13
9	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)	14
10	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)	14
11	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)	14
12	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES	15
13	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días	15
14	VIX vs. Índices de Monedas	16
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	23
27	Crecimiento Anual de Cartera	23
28	Curva Cero Cupón EE.UU.	24
29	Curvas Cero Cupón Países de la Región	25
30	Proyección de Vencimientos TES	26
31	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	27
32	Curvas <i>Spot</i> Colombia	28
33	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	28
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	29
36	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES	29
37	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema	29
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	30
39	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	30
40	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	30
41	Spreads Deuda Soberana LATAM	31
42	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	31
43	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	31

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

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	12
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	16
4	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)	17
5	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones	17
6	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria	17
7	Tasas de Política Monetaria (TPM) LATAM	20
8	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2016	22
9	Crecimiento 4T15 y Expectativas para 2016	22
10	Emisiones Deuda Privada 2T15	32

1 Introducción

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

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

Durante el primer trimestre de 2016 (1T16) los mercados financieros continuaron siendo influenciados por la percepción al riesgo a nivel internacional, por las expectativas en torno a las decisiones de política monetaria en EE.UU, Europa y Japón, y por la evolución de la economía china y el comportamiento de los precios de los commodities. A comienzos del trimestre, las noticias en torno al deterioro de las cuentas externas de China y las preocupaciones sobre la solidez del sistema financiero europeo, incrementaron la volatilidad en los mercados de capitales, lo cual incentivó la preferencia de los agentes por activos seguros. En línea con lo anterior, el dólar estadounidense continuó fortaleciéndose a nivel mundial, los activos riesgosos se desvalorizaron, y se registraron salidas de capital de países emergentes. A mediados del mes de febrero cambió la tendencia del dólar y disminuyó el apetito por activos refugio ante la mejora en los indicadores de percepción de riesgo gracias a la recuperación de los precios de los commodities, los estímulos monetarios anunciados por los bancos centrales de la Zona Euro y Japón, y las señales de continuidad de la postura actual de la política monetaria de la Fed.

En el contexto de recuperación de los indicadores económicos globales, en la región, incluyendo a Colombia, las monedas se apreciaron y los activos se valorizaron ante las menores primas de riesgo.

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

2 Resumen Ejecutivo

El comportamiento de los mercados financieros a nivel global a lo largo del primer trimestre de 2016 (1T16) se puede dividir en dos periodos. El primero, comprendido entre principios de enero y mediados de febrero, en el cual los indicadores de percepción de riesgo a nivel mundial aumentaron, en un contexto de débiles expectativas

de crecimiento, principalmente de la economía china, caídas en los precios de los *commodities*, e incertidumbre con respecto a la estabilidad del sistema financiero europeo. El segundo periodo, comprendido entre mediados de febrero y finales de marzo, la percepción de riesgo disminuyó por las medidas de estímulo anunciadas por algunos bancos centrales, y por la recuperación de los precios de los *commodities*, principalmente el petróleo.

2.1 Mercado cambiario

En el 1T16 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, las monedas de América Latina y las de los demás países emergentes, cambiando la tendencia de apreciación que había venido registrando desde mediados del año 2014. Este comportamiento se dio en un contexto de menor percepción de riesgo a nivel mundial y de recuperación de los precios de los *commodities*, que en conjunto incentivaron la demanda por activos de mayor riesgo y rendimiento.

2.2 Política Monetaria

En el 1T16 la Reserva Federal mantuvo inalterado el rango de las tasas de los fondos federales. Por su parte, otros países continuaron con sus políticas expansivas. En particular, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés de referencia y aumentó el monto mensual de su programa de compra de activos. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterada su tasa de interés en niveles históricamente bajos, y el Banco Central de Japón introdujo un nuevo esquema de política monetaria caracterizado por la implementación de una tasa de interés negativa a los depósitos de las instituciones financieras. Finalmente, el Banco Central de China redujo el coeficiente de reservas obligatorias.

En contraste, los bancos centrales de varias economías emergentes, incluyendo Colombia, México y Perú, incrementaron sus tasas de política monetaria. Los Bancos Centrales de Chile y Brasil las mantuvieron inalteradas.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 1T16 los títulos de deuda pública interna de largo plazo de EE.UU. se valorizaron al igual que la mayoría de bonos de los países de Latinoamérica, con excepción de los bonos de los tramos cortos de México, Colombia y Perú, países que incrementaron sus tasas de política monetaria. En el caso de los bonos de mediano y largo plazo de la región, las valorizaciones obedecen a la disminución de las primas de riesgo, la recuperación de los precios de los *commodities* y las entradas de capitales extranjeros desde mediados de febrero.

En línea con los mercados de deuda interna, la deuda pública externa de Colombia y la de otros países de la región presentó valorizaciones a lo largo del trimestre, siendo los bonos de Brasil los más valorizados.

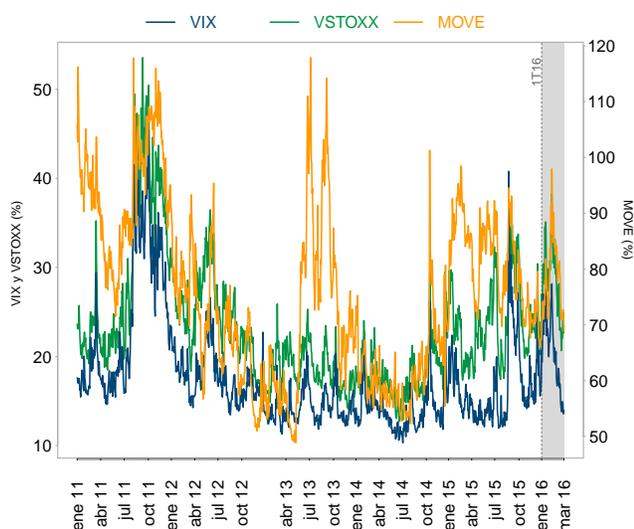
2.4 Mercado accionario

En línea con la evolución de la percepción de riesgo y del precio de los *commodities*, y ante las desvalorizaciones de las bolsas chinas a principio de 2016, se observaron desvalorizaciones en todos los índices accionarios a principio del trimestre y valorizaciones generalizadas entre el 11 de febrero y mediados de marzo. Cabe destacar que en América Latina las valorizaciones estuvieron asociadas al aumento de los precios de los *commodities* y a las mejoras en la percepción de riesgo.

3 Entorno internacional

En el primer trimestre de 2016 (1T16) los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional disminuyeron frente a los niveles observados al cierre del año 2015. Este comportamiento estuvo influenciado por las medidas de estímulo monetario anunciadas por distintos bancos centrales del mundo, en un contexto de débiles perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial y de bajos precios de los *commodities* (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

Entre el 1 de enero y el 11 de febrero de 2016, se observó un deterioro en los indicadores de percepción de riesgo, el cual estuvo influenciado principalmente por la publicación de débiles datos económicos en la Zona Euro, China y Estados Unidos. En particular, fueron publicados datos negativos de actividad industrial y confianza en la Zona Euro¹, de comercio exterior en

¹Se conoció que en noviembre y diciembre de 2015, la producción industrial se contrajo 0,7% (esp: -0,3%) y 1% (esp: +0,3%), respectivamente. Las ventas al por menor de noviembre de 2015 se contrajeron 0,3%, frente a un incremento esperado de 0,2%. El índice de confianza del consumidor Sentix de febrero, alcanzó el

China², y de confianza y de actividad manufacturera y de servicios en Estados Unidos³. En esta misma línea, el Banco de Inglaterra redujo sus proyecciones de crecimiento del PIB de 2,5% a 2,2% para 2016 y de 2,6% a 2,3% para 2017, frente a la estimación publicada en noviembre, y Janet Yellen afirmó ante la Cámara de Servicios Financieros del Congreso de EE.UU. que las condiciones financieras se habían vuelto menos favorables para el crecimiento económico del país y que existían riesgos relacionados con el débil dinamismo de China.

A lo anterior se sumaron las desvalorizaciones registradas el 4 y el 7 de enero en las bolsas chinas de Shanghai y Shenzhen, que trajeron consigo la suspensión de las negociaciones. Lo anterior estuvo influenciado por la publicación del PMI manufacturero de China para el mes de diciembre, el cual se contrajo por quinto mes consecutivo, y por el vencimiento de la medida impuesta por la Comisión Reguladora de Valores de China (CRVC) en julio de 2015, que prohibía la venta de acciones por seis meses a accionistas que tuvieran un porcentaje igual o superior al 5% de una empresa. A raíz de estos acontecimientos, la CRVC anunció una nueva medida según la cual los accionistas que tuvieran un porcentaje igual o superior a 5%, podrían vender como máximo el 1% del total de ac-

nivel de 6,0 puntos (esp:7,4 puntos), registrando su menor nivel en un año. Adicionalmente, se conoció que la producción industrial alemana disminuyó sorpresivamente en diciembre y que las exportaciones e importaciones también cayeron.

²En enero las exportaciones cayeron 11,2% (esp: -1,8%), y las importaciones, 18,8% (esp: -3,6%), contracciones superiores a las esperadas por el mercado.

³En diciembre y enero, los indicadores ISM manufacturero (dic/15. obs: 48,2 puntos – esp: 49 puntos, ene/16. obs: 48,2 puntos – esp: 48,4 puntos) y de servicios (dic/15. obs: 55,3 puntos – esp: 56 puntos, ene/16. obs: 53,5 puntos – esp: 55,1 puntos) se ubicaron por debajo de los datos esperados por el mercado. Los índices de confianza al consumidor de los meses de enero y febrero, elaborados por la Universidad de Michigan y la Conference Board, disminuyeron y se ubicaron por debajo de las expectativas, debido a perspectivas de menor crecimiento económico del país. Los nuevos pedidos de bienes a fábricas registraron en diciembre su mayor caída en un año (-2,9%). Finalmente, los inventarios de los mayoristas cayeron en diciembre por tercer mes consecutivo (obs: -0,1%, esp: -0,2%) y las ventas al por mayor disminuyeron 0,3% (esp: -0,4%).

ciones dentro de los siguientes tres meses y estarían obligados a anunciar al mercado sus planes de venta con al menos 15 días de antelación. Además, eliminó el mecanismo automático de suspensión de las bolsas en caso de movimientos bruscos en el mercado, asegurando que los efectos negativos de esta medida eran mayores que los positivos.

La percepción de riesgo también se pudo ver afectada por temores respecto al cumplimiento por parte del Gobierno de Grecia de las condiciones establecidas en el programa de rescate financiero y por incertidumbre con respecto a la estabilidad del sistema financiero europeo. Se destaca el caso del Deutsche Bank, que reportó pérdidas en el 2015 por primera vez desde el año 2008, las cuales ascendieron a los EUR6700 millones, y fueron las más pronunciadas en su historia. Lo anterior, generó temores con respecto a la capacidad de esta entidad de hacer frente al pago de sus obligaciones y llevó a que sus CDS aumentaran significativamente. Por su parte, la morosidad de la banca italiana generó preocupaciones en los mercados financieros que se vieron reflejadas en las desvalorizaciones significativas de los mercados bursátiles.

A partir del 12 de febrero, se comenzó a observar una mejora en los indicadores de percepción de riesgo a nivel mundial tras el anuncio de estímulos monetarios en China y Europa, en un contexto en el cual fueron publicados algunos datos negativos en estas economías⁴. En particular, se destaca que el Banco Central de China redujo en 50 p.b. el coeficiente de reservas obligatorias hasta ubicarlo en 17% y que el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés de referencia⁵, aumentó el monto mensual de su programa de compra de activos de EUR60.000 millones a EUR80.000 mi-

⁴**China:** Las exportaciones e importaciones de febrero presentaron una contracción de 25,4% y 13,8%, respectivamente. El PMI manufacturero (ant.: 48,4 puntos) y de servicios (ant.: 52,4 puntos) elaborado por Caixin disminuyeron a 48 puntos y 51,2 puntos respectivamente. **Europa:** La inflación de enero se ubicó en 0,3% anual (esp: +0,4% y la de febrero en -0,2% (esp: 0%).

⁵Anunció una reducción de 5 p.b. en la tasa de interés de referencia (0%) y en la tasa aplicable a la facilidad marginal de crédito (0,25%). Asimismo, redujo la tasa de depósitos en 10 p.b. ubicándola en -0,4%.

llones a partir del mes de abril, y anunció que los títulos de deuda corporativos también serían elegibles para dicho programa. En este periodo continuaron altas las expectativas de que la Reserva Federal (Fed) mantendría inalterada su tasa de interés, lo que en efecto se decidió en la reunión de política monetaria celebrada entre el 15 y el 16 de marzo.

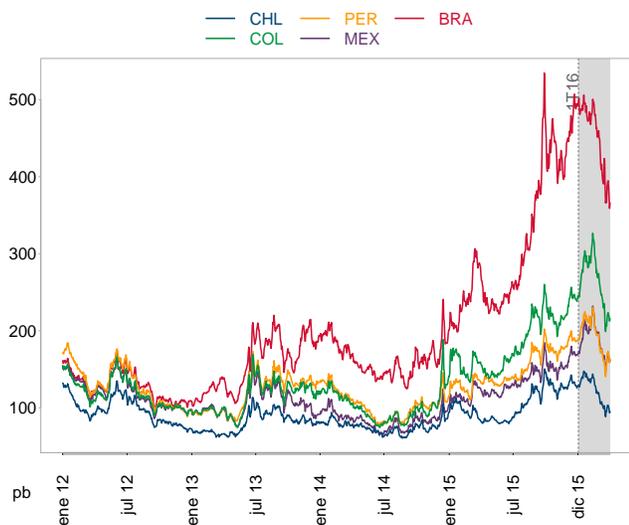
Por su parte, el Banco Central de Japón (BoJ) introdujo un nuevo esquema de política monetaria (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate*) caracterizado por la implementación de una tasa de interés negativa (-0,1%) a los depósitos de las instituciones financieras en el BoJ. Lo anterior, con el fin de reactivar la economía en un contexto de volatilidad y desaceleración del crecimiento global. Finalmente, el anuncio del Deutsche Bank de recomprar su propia deuda, también contribuyó a disipar dudas sobre la solidez de la institución y a reducir los indicadores de riesgo.

Cabe señalar que al final del trimestre, los indicadores de percepción de riesgo internacional se incrementaron luego de la publicación del comunicado de la Fed en el que algunos analistas percibieron un tono más pesimista respecto a la recuperación de la economía estadounidense, lo que fue reforzado con declaraciones de Yellen respecto a que la normalización de la política monetaria debería hacerse con cautela.

En cuanto a los indicadores de riesgo de países emergentes, estos en general disminuyeron frente al cierre del trimestre anterior, aunque su comportamiento a lo largo del trimestre estuvo influenciado por la evolución de los precios de las materias primas y por las dinámicas de los indicadores de percepción de riesgo internacional (*Gráfico 2 y Gráfico 3*).

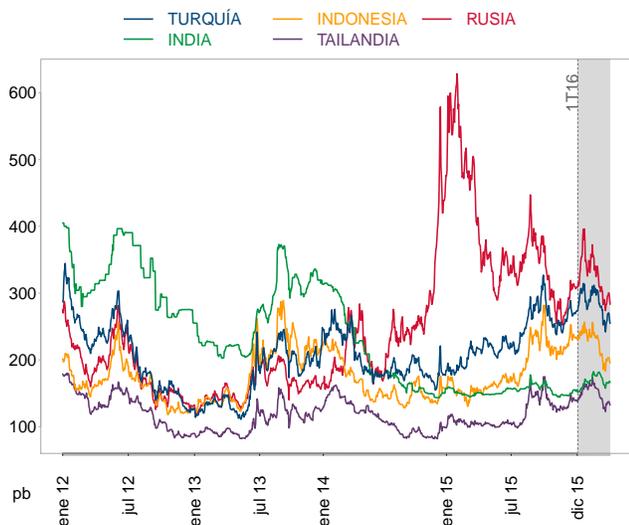
Con respecto a la evolución del precio del petróleo, se destaca que entre el 1 de enero y el 11 de febrero, este disminuyó y llegó a alcanzar valores inferiores a los US\$30 por barril. Las reducciones se dieron en un contexto de expectativas tanto de menor demanda por el débil dinamismo de la economía de China, como de altos niveles de oferta por el anuncio de Irán de reducir

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

los precios e incrementar sus exportaciones de crudo una vez fueran removidas las sanciones que le habían sido impuestas⁶, por el incremento de los inventarios

⁶El 18 de diciembre de 2015 el Senado de los EE.UU. aprobó que se levantara la prohibición que impedía la exportación de petróleo

de petróleo en EE.UU, y por publicaciones de la Agencia Internacional de Energía en las que señaló que el clima inusualmente cálido y el aumento de la oferta mantendrían al mercado del petróleo sobreabastecido por lo menos hasta finales de 2016, y que los declives en la producción de EE.UU. tomarían mucho tiempo en ocurrir. Las expectativas de mayor oferta se vieron también afectadas por las declaraciones del presidente de la petrolera estatal de Arabia Saudita, que aseguró que ese país estaba mejor preparado para enfrentar los bajos precios del petróleo. Finalmente, el cierre de relaciones diplomáticas entre Irán y Arabia Saudita aumentó la incertidumbre respecto a la posibilidad de que la OPEP llegara a un acuerdo sobre un recorte en la producción de petróleo.

A partir del 11 de febrero, los precios internacionales del petróleo se incrementaron debido principalmente a factores de oferta, tras la caída en el número de plataformas activas de extracción en EE.UU, los problemas en el suministro de crudo por parte de Irak y Nigeria, y la disposición de los principales exportadores de petróleo⁷ de llegar a un acuerdo para congelar su producción en los niveles registrados en enero, con el fin de estabilizar los precios. El incremento del precio del petróleo también fue soportado por el aumento de las tensiones en el medio oriente, después de que los Cuerpos de la Guardia Revolucionaria Islámica de Irán probaran dos misiles balísticos, dado que esto podría generar nuevas sanciones por parte del gobierno estadounidense.

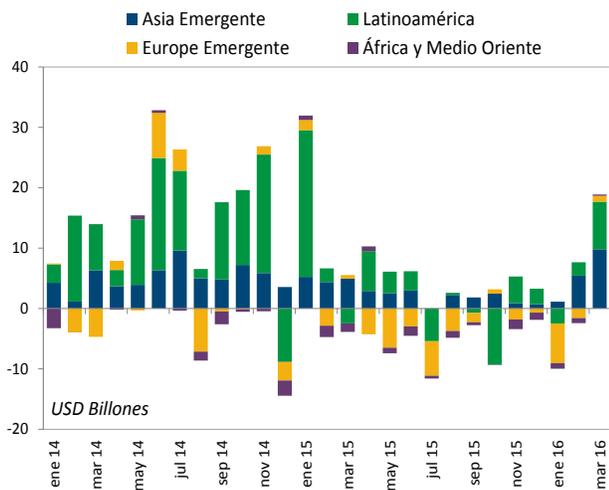
De otro lado, cabe señalar que, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Institute of International Finance (IIF), en el 1T16 los flujos de capitales hacia economías emergentes por concepto de inversión de portafolio se recuperaron de manera significativa, principalmente en el mes de marzo, con respecto a los niveles observados en el cuarto trimestre de 2015. Específicamente, se presentaron entradas por USD25,85 billones (4T15: -20,38 billones), de las cuales USD15,25 billones (4T15: -USD2,89 billones)

a Irán.

⁷Entre los cuales se encontraban Rusia, Arabia Saudita, Catar y Venezuela.

fueron hacia mercados de renta fija y USD10,61 billones (4T15: -USD17,49 billones) hacia renta variable (Gráfico 4 y Gráfico 5). Los flujos de capitales estuvieron explicados principalmente por entradas en el mercado accionario y de deuda de economías emergentes asiáticas y latinoamericanas. Para el caso de América Latina se registraron entradas en el mercado de renta variable por USD4,48 billones (4T15: -USD4,62 billones), y en el de deuda por USD7,61 billones (4T15: -USD2,31 billones).

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



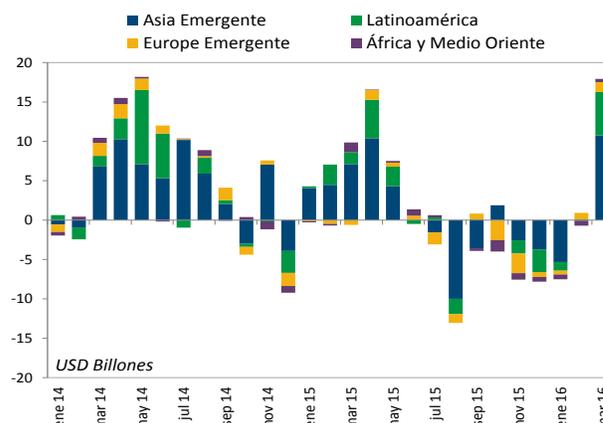
Fuente: Institute of International Finance. Cifras en billones de dólares.

En cuanto al crecimiento económico de los países de la región, se registraron resultados mixtos. En el 4T15 el PIB de Perú (4,7 % anual) y Colombia (3,3 % anual) presentaron un crecimiento superior al esperado por el mercado⁸, mientras que el de México (2,5 % anual) estuvo en línea con las expectativas. Por su parte, el crecimiento del PIB de Chile (1,3 % anual) se ubicó por debajo del esperado (+1,6 % anual) y el de Brasil se contrajo 4,9 % anual, dato más favorable al esperado de -5,0 %.

Se destaca que en el 1T16 Standard and Poor's redujo

⁸El mercado esperaba un crecimiento de 4,6 % para Perú y de 3,1 % para Colombia.

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



Fuente: IIF. Cifras en billones de dólares.

a BB la calificación de deuda de Brasil de largo plazo en moneda local y extranjera⁹, y revisó la perspectiva (*Outlook*) de Colombia a negativa, por el deterioro de las condiciones externas y la posibilidad de un aumento del déficit fiscal en 2016.

Finalmente, con respecto a las decisiones de política monetaria, se destaca que la mayoría de los bancos centrales de economías emergentes aumentaron sus tasas de interés de referencia (*Cuadro 1*).

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 1T16 los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel local se deterioraron mientras otros mostraron señales de recuperación. Por una parte, se deterioraron indicadores como la confianza del consumidor, las expectativas de inflación, de crecimiento y de rendimiento de los TES que vencen en 2024, además de los márgenes entre los TES y la cartera. En contraste, mejoraron otros indicadores como

⁹Antes del ajuste, la calificación de la deuda en moneda extranjera se encontraba en BB+ y la de moneda local en BBB-.

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

	Dic 2015	Mar 2016	Δ 1T16 (p.b)
Croacia	7,00 %	3,00 %	-400
Indonesia	7,50 %	6,75 %	-75
Nueva Zelanda	2,50 %	2,25 %	-25
Noruega	0,75 %	0,50 %	-25
Serbia	4,50 %	4,25 %	-25
Suecia	-0,35 %	-0,50 %	-15
Hungría	1,35 %	1,20 %	-15
Japón	0,0 %	-0,10 %	-10
Zona Euro	0,05 %	0,00 %	-5
Estados Unidos	0,25 % - 0,5 %	0,25 % - 0,5 %	0
Chile	3,50 %	3,50 %	0
Brasil	14,25 %	14,25 %	0
México	3,25 %	3,75 %	50
Perú	3,75 %	4,25 %	50
Colombia	5,75 %	6,50 %	75
Sudáfrica	6,25 %	7,00 %	75
Egipto	9,25 %	10,75 %	150

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

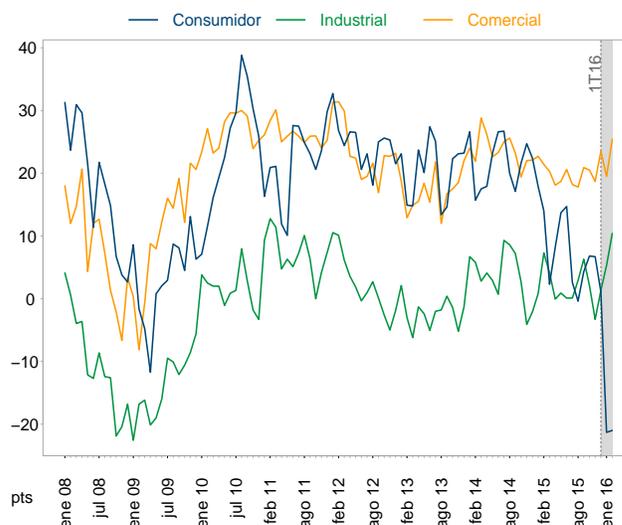
la confianza de industriales y comerciantes, y las expectativas de los rendimientos de las acciones. Adicionalmente, durante el trimestre se publicó el dato del crecimiento del PIB para el año 2015 (3,1%), el cual fue cercano a lo esperado por el mercado (3%) según Bloomberg y la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) que publican 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 Fedesarrollo¹⁰.

En primer lugar, el índice de confianza industrial aumentó durante el 1T16 (7,82 puntos) respecto al promedio del trimestre anterior (0 puntos) y el 1T15 (+3,78 puntos). El incremento del índice respecto al trimestre anterior se explica principalmente por la mejora de sus componentes de nivel de existencias y expectativas de producción para el próximo trimestre. El

¹⁰Los 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.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

componente que mide el volumen actual de pedidos desmejoró.

En segundo lugar, frente al promedio del 4T15 el índice de confianza de comerciantes aumentó 1,55 puntos y 0,98 puntos respecto al promedio del 1T1, lo que se explica por la mejora en sus componentes de expectativas y nivel de existencias.

Finalmente, el promedio del índice de confianza de los consumidores del 1T16 disminuyó 26 puntos respecto al registrado en el 4T15 y alcanzó niveles que no se observaban desde 2002. Frente al dato del mismo período del 2015 el indicador se ubicó 32 puntos por debajo. Este movimiento estuvo influenciado por el deterioro de sus dos componentes: expectativas y condiciones actuales.

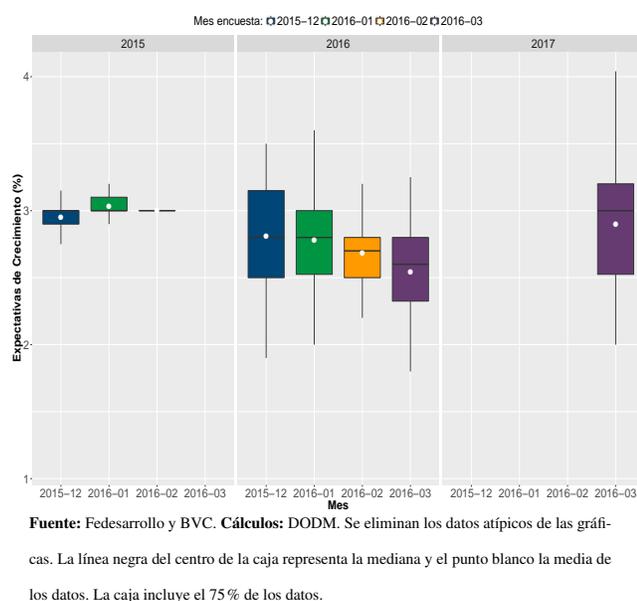
La mejora en los indicadores de comerciantes e industriales se encuentra en línea con los resultados de los indicadores de producción industrial, ventas al por menor y seguimiento a la economía que publicó el Dane¹¹ y que se ubicaron por encima de lo esperado

¹¹Los indicadores de producción industrial y el de ventas al por

por el mercado. Las ventas al por menor para enero y febrero presentaron una variación anual de 2,2% y 4,6%, respectivamente (esperado: -0,2% y +2,7%, respectivamente), al tiempo que la producción industrial aumentó 8,2% y 8,2%, respectivamente (esperado: 3,5% y 7,9%, respectivamente). Adicionalmente, respecto al Indicador de Seguimiento de la Economía, su variación anual desestacionalizada aumentó, de tal forma que pasó de 2,6% en septiembre a 3,3% en octubre¹².

Por otra parte, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de la Andi, entre enero y febrero del 2016 tanto la producción industrial como las ventas totales aumentaron frente al mismo período del año anterior 4,2% y 5,1%, respectivamente.

Gráfico 7: Expectativas de Crecimiento (EOF)

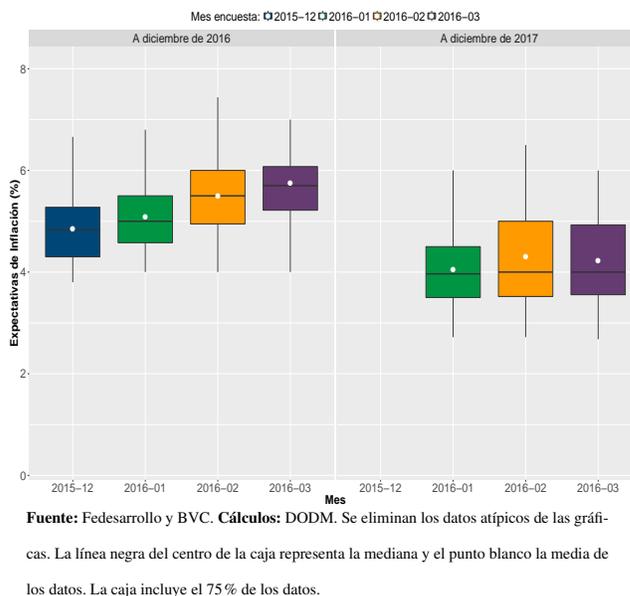


En la EOF se observó que durante el trimestre el promedio de las expectativas de crecimiento (Gráfico 7)

menor se publican con un mes de rezago, mientras que el indicador de seguimiento a la economía con dos.

¹²Frente al observado en el mismo mes de 2014 (3,4%) el indicador desmejoró.

Gráfico 8: Expectativas de Inflación (EOF)



desmejoró para 2016¹³ y se esperaba que fuera menor al dato observado en 2015 (3,1%). Sin embargo, el crecimiento esperado para 2017 (2,9%) fue superior al esperado para 2016 (2,54%). En cuanto a la inflación esperada para 2016, esta aumentó a lo largo del trimestre y para marzo se ubicó en 5,74%. Respecto a las expectativas para 2017, estas aumentaron a lo largo del trimestre, principalmente en febrero, y se esperaba que fueran menores a las esperadas para 2016. La mayoría de los agentes esperaban que en el 2016 y el 2017 la inflación se ubicaría por encima del límite superior del rango meta de inflación (Gráfico 8).

En lo referente al rendimiento trimestral¹⁴ del TES que vence en 2024 a lo largo del trimestre los agentes consideraron desvalorizaciones adicionales (Gráfico 9). En cuanto al rendimiento del Colcap (trimes-

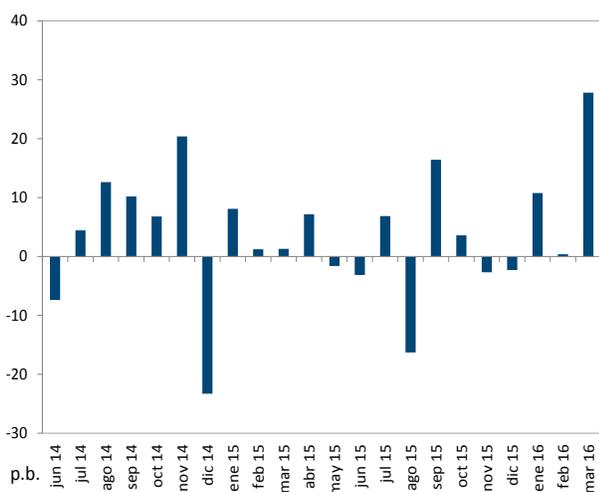
¹³Pasaron de 2,80 en diciembre del 2015 a 2,54 en marzo del 2016.

¹⁴El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa promedio del mes en el cual se realiza la encuesta.

tral), los agentes llegaron a considerar valorizaciones importantes en febrero y marzo, luego que en enero consideraran desvalorizaciones en el índice (Gráfico 10).

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que en general durante el trimestre la mayoría esperaba que esta se incrementara o permaneciera igual (Gráfico 11).

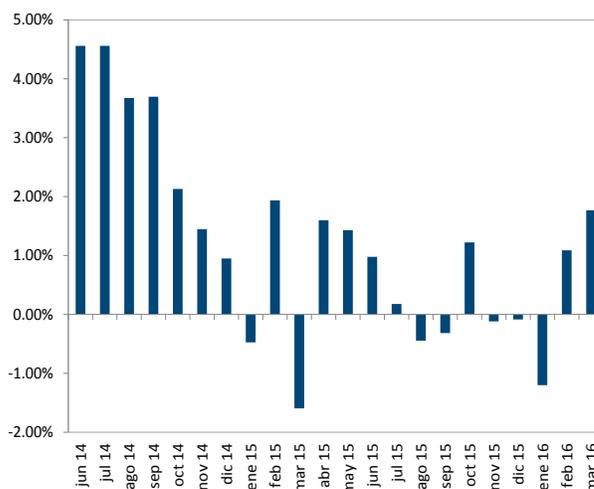
Gráfico 9: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

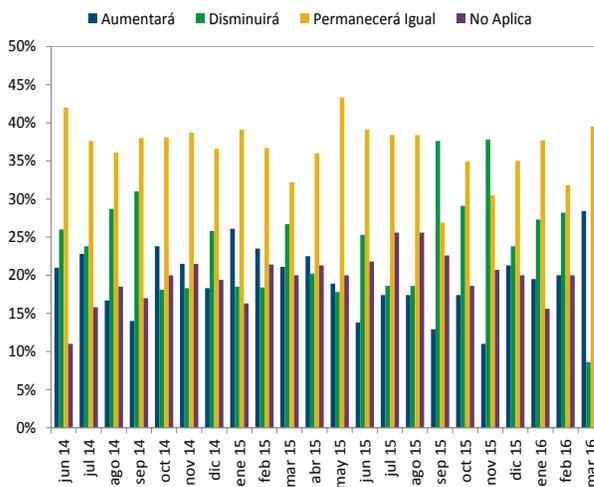
Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES del 1T16, respecto al promedio de 4T15, presentó las siguientes variaciones: menos de un año: +34 p.b, entre 1 y 3 años: +24 p.b, entre 3 y 5 años: +58 p.b. y a más de 5 años: +66 p.b. (Gráfico 12). Este comportamiento obedece tanto al aumento de las tasas activas como a las valorizaciones de los TES. Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y las de los TES a 30 días aumentó 73 p.b. (Gráfico 13), lo que se explica por el incremento de las tasas de tesorería.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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

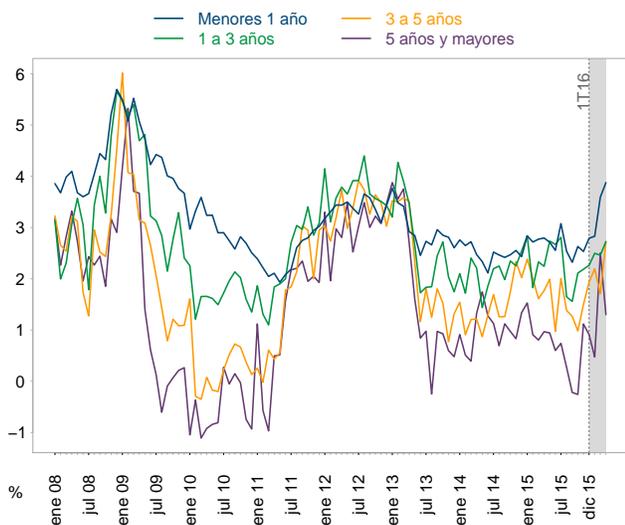


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

5 Mercado Cambiario

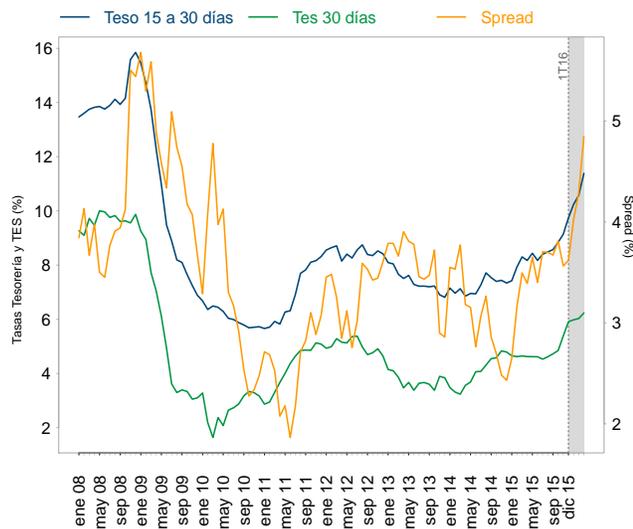
En el 1T16, el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, las monedas de América

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.

Latina y las de los demás países emergentes, con lo cual cambió la tendencia de apreciación que había venido registrando desde mediados del año 2014. Este

comportamiento se dio en un contexto de menor percepción de riesgo a nivel mundial y de recuperación de los precios de los *commodities*, que en conjunto incentivarón la demanda por activos de mayor riesgo y rendimiento, en particular, desde mediados de febrero.

En particular, durante el trimestre las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el real de Brasil (9,2%), el ringgit de Malasia (9,1%) y el rublo de Rusia (8,6%), mientras que las que registraron la mayor depreciación fueron el peso argentino (13,3%), la libra esterlina (3,2%) y el franco suizo (2,8%) (Cuadro 2 y Gráfico 14).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

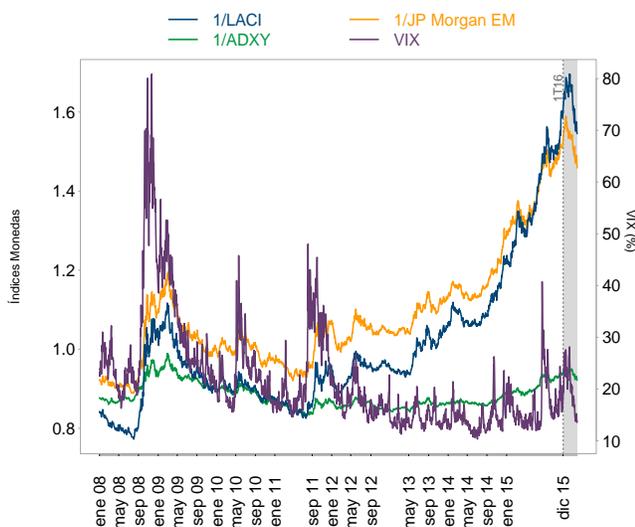
País	2015	1T 2016	País	2015	1T 2016
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	11,2%	-3,9%	Korea del Sur	6,70%	-2,50%
Gran Bretaña	5,0%	3,2%	India	4,75%	-0,21%
Australia	12,3%	-4,8%	Hong Kong	-0,08%	0,08%
Nueva Zelanda	14,5%	-1,0%	China	4,63%	-0,56%
Canadá	19,5%	-6,3%	Malasia	22,69%	-9,13%
Dinamarca	11,4%	-4,1%	Tailandia	9,74%	-2,59%
Suiza	0,0%	2,8%	Indonesia	10,89%	-3,98%
Japón	0,9%	-6,6%	índice I/ADXY	5,81%	-1,90%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	31,50%	-4,63%	Islandia	1,88%	-4,54%
Brasil	48,92%	-9,24%	Rusia	29,88%	-8,64%
México	17,95%	-0,59%	Polonia	10,70%	-4,27%
Argentina	51,77%	13,30%	Turquía	25,37%	-3,48%
Perú	13,92%	-2,85%	Israel	-0,07%	-3,76%
Chile	16,85%	-5,72%	Sur África	34,53%	-5,09%
índice I/LACI	31,47%	-3,57%	USTW	11,18%	-4,73%

Fuente: Bloomberg.

Entre el 30 de diciembre de 2015 y el 31 de marzo de 2016 en América Latina se apreciaron el peso chileno (5,7%), el peso colombiano (4,6%), el sol peruano (2,8%), el peso mexicano (0,6%) y, como se mencionó, el real brasileño (9,2%) (Gráfico 15).

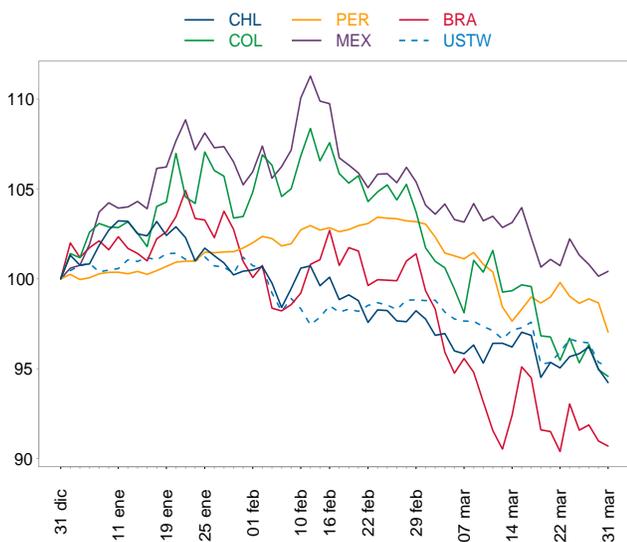
El comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado principalmente por la evolución de los precios de los *commodities* (como el petróleo, el cobre, la plata y el oro) y por factores internacionales. Específicamente, entre el 30 de diciembre y el 31 de marzo aumentaron los precios del oro (16,1%), la plata (11,1%), el petróleo BRENT (10,47%), el petróleo WTI (4,8%) y el cobre (3%) (Cuadro 3).

Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



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

En la región se destaca la apreciación del real brasileño, la cual, además de los factores internacionales mencionados, estuvo influenciada por factores políticos locales. Lo anterior teniendo en cuenta que la de-

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Dic 2015	31 Mar 2016	Variación
Oro	1061,49	1232,71	16,1 %
Plata	13,8935	15,4375	11,1 %
Pétroleo BRENT	35,05	38,72	10,5 %
Café Arabigo	137	146,5	6,9 %
Pétroleo WTI	36,6	38,34	4,8 %
Soya	8,75	9,0725	3,7 %
Café	1,2365	1,2745	3,1 %
Cobre	4715	4855,5	3,0 %
Aluminio	1507	1491,5	-1,0 %
Cacao	3273,51	3023,34	-7,6 %
Algodón	66,72	61,19	-8,3 %
Arroz	11,815	9,69	-18,0 %
CRB INDEX	174,9	170,5	-2,5 %

Fuente: Bloomberg.

tención del ex presidente brasileño Lula da Silva generó expectativas de un cambio temprano del gobierno de Dilma Rousseff, quien podría ser reemplazada por un presidente más cercano al mercado que implementara medidas adecuadas para la recuperación económica.

En cuanto a intervención cambiaria en la región, se destaca que aunque el Banco Central de Brasil continuó renovando *swaps* cambiarios tradicionales, también comenzó a subastar *swaps* cambiarios reversos¹⁵ a finales del mes de marzo, después de no haberlos subastado en los últimos tres años, lo cual fue interpretado como un indicio de que los hacedores de política de este país se encontraban incómodos con la apreciación que había presentado el real a lo largo del trimestre. Por su parte, el Banco Central de México intervino discrecionalmente y mediante subastas de venta de dólares en el mercado de contado, y el Banco Central de Perú, por medio de subastas de Certificados de Depósitos Reajustables (indexados al dólar), ventas de dólares en el mercado de contado y *swaps* cambiarios. Cabe señalar que el Banco Central de México decidió suspender las subastas diarias con precio mínimo y las subastas de dólares suplementarias. Sin embargo, afirmó que podría intervenir discrecionalmente en

¹⁵Los *swaps* reversos son instrumentos a través de los cuales el Banco Central puede depreciar el real brasileño y son equivalentes a una compra de dólares a futuro.

el mercado cambiario en caso de que se presentaran condiciones excepcionales en el mismo.

En el *Cuadro 4* se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los bancos centrales de los países de la región en el mercado de contado. En el *Cuadro 5* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de otras operaciones: en el caso del Banco Central de Perú corresponde a los Certificados de Depósitos Reajustables y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios, y en el de México a las operaciones con Pemex y con el Gobierno Federal. Finalmente, en el *Cuadro 6* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales¹⁶.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Ene.	0	-295	0	0	-2.000
Feb.	0	-808	0	0	-2.400
Mar.	0	-143	0	0	0
1T16	0	-1246	0	0	-4.400

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Ene.	0	-1604,8	0,0	304,4	225
Feb.	0	-293,5	0,0	357,8	2213*
Mar.	0	861,1	0,0	6088,9	804*
1T16	0	-1037	0	6751	3242

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. *Compras netas efectuadas entre el 1 y el 26 de febrero y entre el 29 de febrero y el 1 de abril, respectivamente.

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

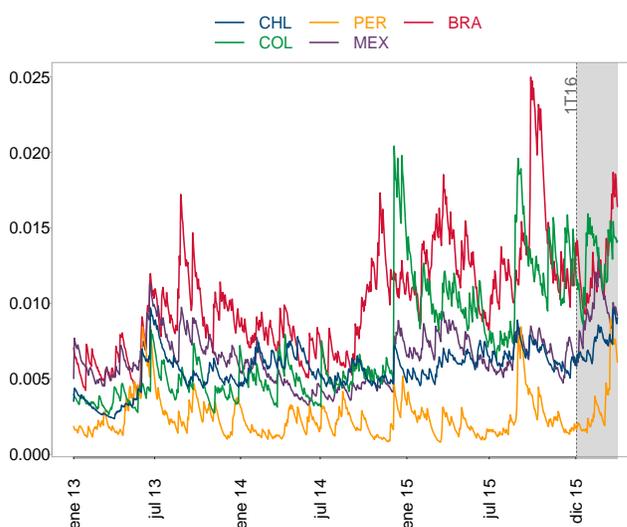
	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2015	0	-11003	0	2107	-14410
1T16	0	-2283	0	6751	-1158

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

¹⁶Un 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.

De otra parte, la volatilidad promedio de las tasas de cambio entre el 30 de diciembre de 2015 y el 31 de marzo de 2016 aumentó frente al promedio del cuarto trimestre de 2015 para Colombia, México, Chile y Perú, y disminuyó para Brasil. El peso colombiano presentó en promedio la mayor volatilidad condicional¹⁷, seguido por el real brasileño, el peso mexicano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (*Gráfico 16*).

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de diciembre de 2015 y el 31 de marzo de 2016 el peso se apreció 4,6%¹⁸ (*Gráfico 17*). En general su comportamiento en el 1T16 estuvo influenciado por la evolución del precio del petróleo¹⁹ y de

¹⁷Medida a través de modelos GARCH(1,1).

¹⁸La variación en enero fue de 4,5%, en febrero de 1,0% y en marzo de -9,6%. Cálculos realizados con la tasa promedio de *Set-FX*.

¹⁹En el 1T16 el precio del WTI aumentó 4,8% y el del BRENT 10,5%. Hasta el 11 de febrero el precio del petróleo WTI disminuyó USD10.4 y el del BRENT USD4, entre el 11 de febrero y el 17 de marzo el WTI aumentó USD14 y el BRENT USD9.5, y

la percepción de riesgo internacional, por lo que el peso se depreció hasta la segunda semana de febrero y se apreció hasta mediados de marzo. En febrero la revisión por parte de *Standard and Poor's* de la perspectiva (*Outlook*) de Colombia a negativo y la publicación de datos negativos de confianza del consumidor de enero contribuyeron a la depreciación de la moneda; mientras que pudieron contribuir al fortalecimiento del peso la publicación de datos positivos de confianza económica, las declaraciones de la directora de Crédito Público relativas a que el Gobierno estaba considerando incluir en la reforma tributaria la propuesta de reducción del impuesto que pagan los extranjeros sobre las ganancias en inversión de portafolio, y la decisión de la JDBR de reducir de 5% a 3% el porcentaje de activación de las subastas de opciones *call* de desacumulación de reservas²⁰.

La Posición Propia de Contado (PPC)²¹ de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se ubicó al cierre del 1T16 en -USD367 millones y su promedio diario en USD290 millones²². En el trimestre la PPC se redujo en USD761 millones y las obligaciones netas a futuro en USD835 millones (*Gráfico 19*).

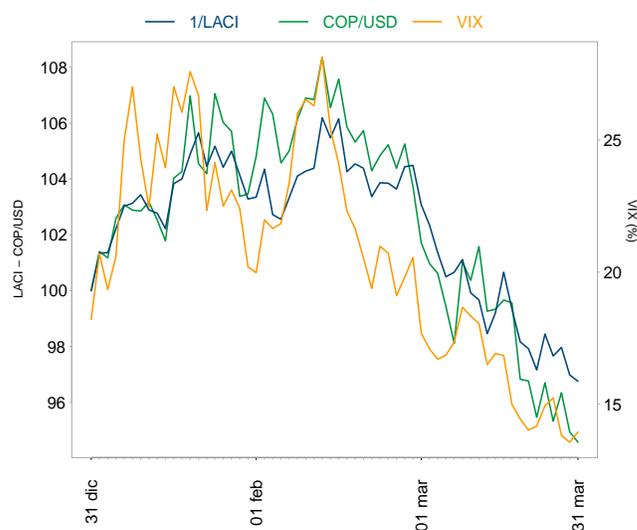
En el trimestre se observó una recuperación en los entre el 17 y el 31 de marzo disminuyeron el WTI USD1.9 y el BRENT USD1.8.

²⁰El 30 de octubre la Junta Directiva del Banco de la República anunció un sistema de subastas de opciones *call*, con el fin de moderar aumentos injustificados de la tasa de cambio que podrían contribuir a desanclar las expectativas de inflación, y de suministrar liquidez al mercado cambiario en caso de faltantes significativos. La condición para convocar las subastas y para su ejercicio se estableció en 7% sobre el promedio móvil de orden 20%. Posteriormente, el 23 de diciembre la condición se modificó y se estableció en 5% y el 19 de febrero se estableció en 3%

²¹La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en moneda legal.

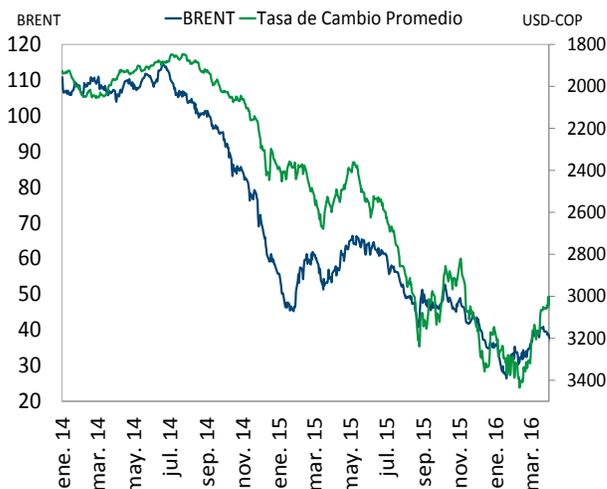
²²A partir del 16 de octubre de 2015, el promedio aritmético de tres (3) días hábiles de la PPC en moneda extranjera puede ser negativo, sin que exceda el equivalente en moneda extranjera al veinte por ciento (20%) del patrimonio técnico. Hasta esa fecha no podía ser negativo.

Gráfico 17: COP/USD - LACI - VIX



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

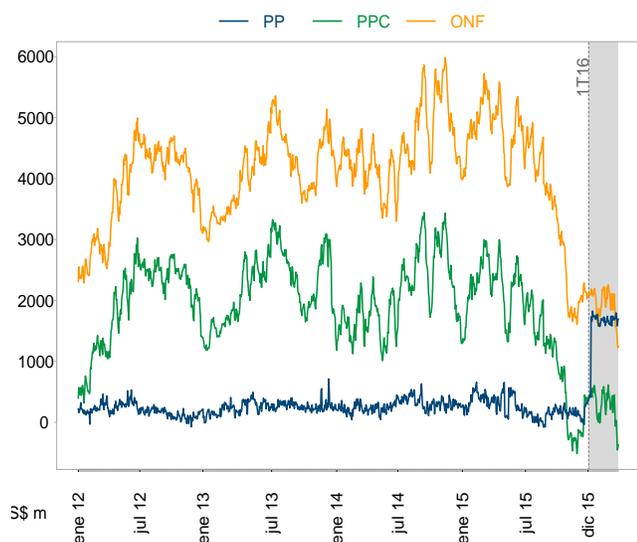
Gráfico 18: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

montos negociados en el mercado cambiario de contado frente a lo observado en el 2015, mientras que en el mercado *forward* peso-dólar, pese a que aumentaron frente al 4T15, continuaron ubicándose por deba-

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



Fuente: Banco de la República.

jo de los promedios presentados en 2015. En particular, en el mercado de contado el monto negociado ascendió en el 1T16 a USD81.370 millones²³, mientras que en los trimestres anteriores había sido USD68.810 (4T15), USD81.930 millones (3T15), USD81.299 millones (2T15) y USD84.931 millones (1T15). Por otra parte, los IMC negociaron en el 1T16 operaciones *forward* peso-dólar²⁴ por USD82.414 millones²⁵. En el 4T15 el monto total negociado fue de USD77.019 millones y en el 3T15 de USD99.208 millones.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD9.861 millones en el 4T15 a USD11.100 millones en el 1T16 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 31 de marzo era de USD3483 millones.

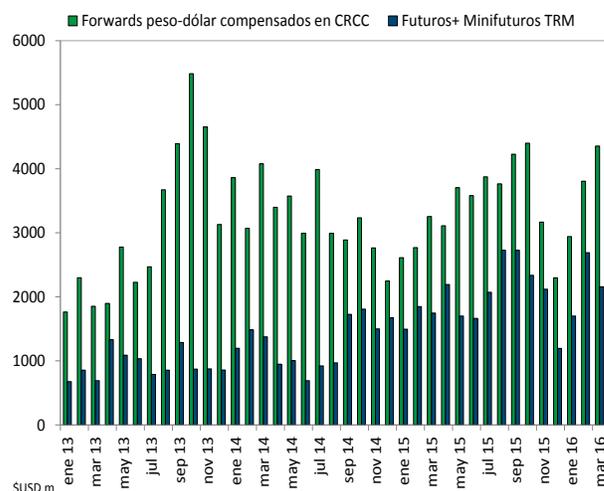
²³USD21.630 millones en enero, USD29.470 millones en febrero y USD30.270 millones en marzo. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

²⁴Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

²⁵USD23.292 millones en enero, USD28.716 millones en febrero y USD 30406 millones en marzo. Fuente: Banco de la República.

Durante el 1T16 se negociaron un total de 128.145 futuros de TRM²⁶, volumen superior al negociado durante el 4T15 (111.107 contratos), por un monto total de USD6407 millones. Al 31 de marzo del 2016 la posición abierta era de 2214 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2016. Respecto a los mini futuros de TRM²⁷, se negociaron un total de 25.571 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (18.716 contratos) por un total de USD138 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre era de 1244 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2016.

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria²⁸, en el 1T16 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD208 millones, lo que se explica por salidas netas de USD565 millones en la balanza comercial y de reintegros por USD357 millones en la

²⁶Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

²⁷Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

²⁸La balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD697 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD2865 millones, reintegros netos de capital oficial por USD2036 millones y reintegros por concepto de otras operaciones especiales por USD1526 millones.

Las entradas de divisas en la cuenta de capital privado se dieron en inversión extranjera directa neta (USD2127 millones), préstamos netos (USD330 millones) e inversión extranjera de portafolio neta (USD595 millones)²⁹, mientras que el rubro de operaciones especiales presentó salida de divisas³⁰ por USD5917 millones. Vale la pena resaltar que en marzo se registraron entradas de divisas importantes por concepto de inversión de portafolio extranjera en Colombia (USD1339 millones) y que dichos niveles no se observaban desde agosto de 2015 cuando los reintegros ascendieron a USD1575 millones.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

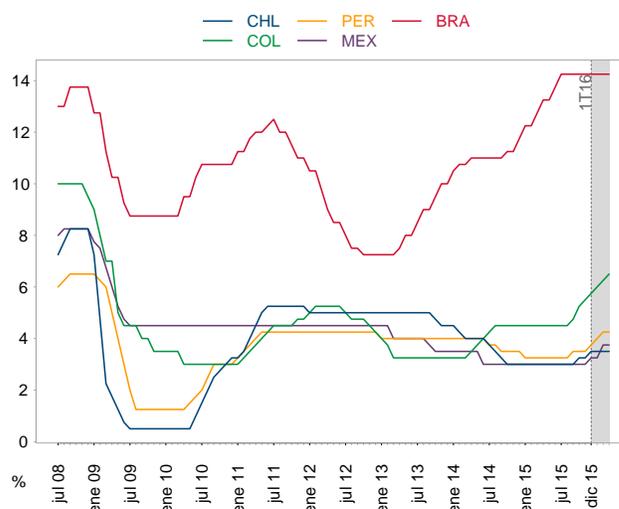
En el 1T16 los bancos centrales de Colombia, México y Perú aumentaron sus tasas de referencia en 75 p.b, 50 p.b. y 50 p.b, respectivamente, mientras que los de Chile y Brasil las mantuvieron inalteradas (*Gráfico 21* y *Cuadro 7*).

En los casos de Colombia y Perú estas decisiones de política monetaria se dieron en un contexto de niveles de inflación por encima de los límites superiores de los respectivos rangos meta. En contraste, pese a que en México la inflación se encontraba cerca del límite

²⁹Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

³⁰Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 7: Tasas de Política Monetaria (TPM) LATAM

País	Variación 1T16*	TPM Mar-16
COL	+75	6,50 %
CHL	0	3,50 %
PER	+50	4,25 %
MEX	+50	3,75 %
BRA	0	14,25 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

inferior del rango meta, el Banco Central decidió aumentar la tasa de política ante las mayores expectativas de inflación debido al debilitamiento del peso mexicano, relacionado a su vez con la volatilidad de los mercados financieros internacionales y el deterioro del entorno externo.

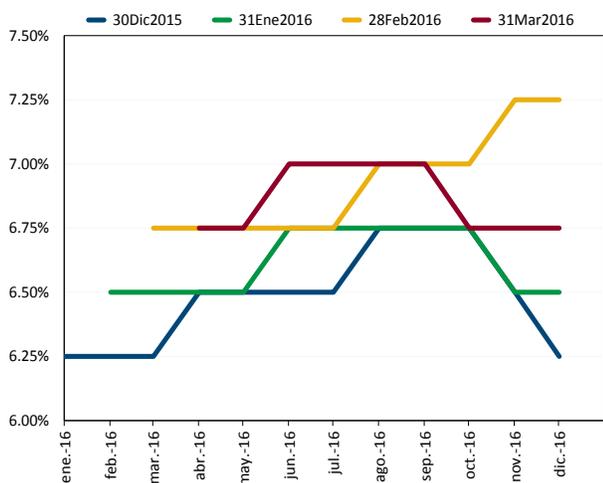
El Banco Central de Perú señaló que las expectativas de inflación se encontraban por encima del rango meta y que la inflación había sido afectada por factores temporales de oferta y por la depreciación de su moneda.

Por su parte, el BR explicó en sus comunicados que la convergencia de la inflación a la meta sería lenta ante la depreciación del peso colombiano (relacionada con la caída del precio del petróleo) y el fuerte fenómeno

del Niño, que no sólo impactaban directamente los precios y las expectativas de inflación, sino que posiblemente activaban mecanismos de indexación.

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 overnight*, se puede inferir que las expectativas cambiaron a lo largo del trimestre. Este modelo indica que en enero los agentes consideraban probable que la tasa de política cerrara el año 2016 en 6,50%, en febrero se esperaba que finalizara en 7,25% y en marzo se esperaba que cerrara el año en 6,75%. En enero y febrero se esperaba para junio del 2016 una tasa de 6,75% y en marzo se esperaba una de 7,0% (Gráfico 22).

Gráfico 22: Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS



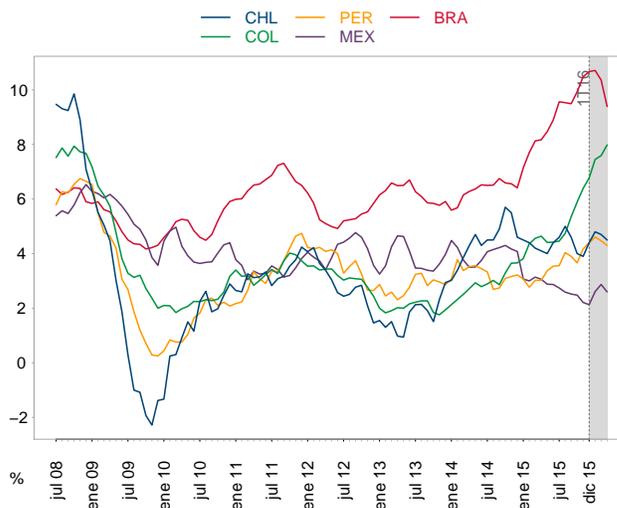
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto a los índices de precios, al comparar las variaciones anuales del IPC en marzo del 2016 con respecto a las registradas en diciembre del 2015, se encuentra que en los casos de Colombia, Brasil, Chile y Perú la inflación cerró el trimestre por encima del nivel superior de los rangos meta, mientras que en el caso de México aumentó, pero permaneció en niveles cercanos al límite inferior del rango (Gráfico 23 y

Cuadro 8).

Con respecto al crecimiento, los datos del 4T15 publicados durante el 1T16 fueron superiores a los esperados por los analistas en los casos de Colombia, Perú y Brasil, mientras que el de Chile fue inferior al pronosticado, y el de México fue igual³¹. Entre diciembre del 2015 y marzo del 2016 disminuyó el crecimiento esperado para finales del año 2016 para todos los países, salvo para Perú, en cuyo caso permaneció igual (Cuadro 9). Cabe mencionar que en su comunicado de enero el Banco de la República proyectó que en el 2016 la economía colombiana crecería en un rango entre 1,5% y 3,2%, con 2,7% como resultado más probable.

Gráfico 23: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 1T16 las tasas del mercado monetario colombiano no colateralizado (*IBR overnight* y *TIB*) permanecieron en niveles similares al de la tasa de referencia del BR (Gráfico 24). Por su parte, la tasa de

³¹De acuerdo con los datos esperados extraídos de Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2016

País	Anual Dic 2015	Anual Mar 2016	Rango meta 2016
COL	6,77%	7,98%	2,0% - 4,0%
BRA	10,67%	9,39%	2,5% - 6,5%
CHL	4,4%	4,5%	2,0% - 4,0%
MEX	2,13%	2,60%	2,0% - 4,0%
PER	4,4%	4,3%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 9: Crecimiento 4T15 y Expectativas para 2016

País	Esp 4T15	Obs 4T15	Esp 16 (Dic 15)	Esp 16 (Mar 16)
COL	3,1%	3,3%	2,71%	2,54%
BRA	-6,0%	-5,9%	-2,95%	-3,66%
CHL	1,6%	1,3%	2,2%	1,7%
MEX	2,5%	2,5%	2,74%	2,45%
PER	4,6%	4,7%	3,2%	3,2%

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

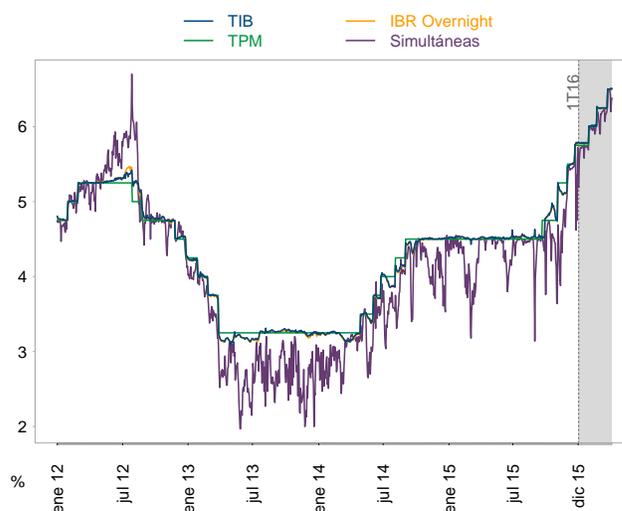
las operaciones simultáneas osciló casi todo el trimestre en niveles inferiores al de la tasa de referencia, pero no llegó a desviarse significativamente (su desviación máxima fue 35 p.b.). Por último, cabe mencionar que los días 22 de enero, 29 de enero y 5 de febrero, en la subasta de repos realizada por el BR la demanda fue superior al cupo y las tasas de corte fueron 6,25%, 6,60% y 6,10%, respectivamente, superando la tasa de referencia.

El saldo de la Tesorería de la Nación pasó de \$3903 miles de millones el 30 de diciembre a \$20.336 miles de millones el 31 de marzo, y su promedio diario pasó de \$10.010 miles de millones en el 4T15 a \$12.509 miles de millones en el 1T16 (Gráfico 25).

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre con excepción de dos días³² y llegó a ubicarse en un nivel mínimo de -\$511 miles de millones y un nivel máximo de \$9753 miles de millones. Su valor pasó de \$6555 miles de millones el 30 de diciembre del 2015 a \$6219 miles

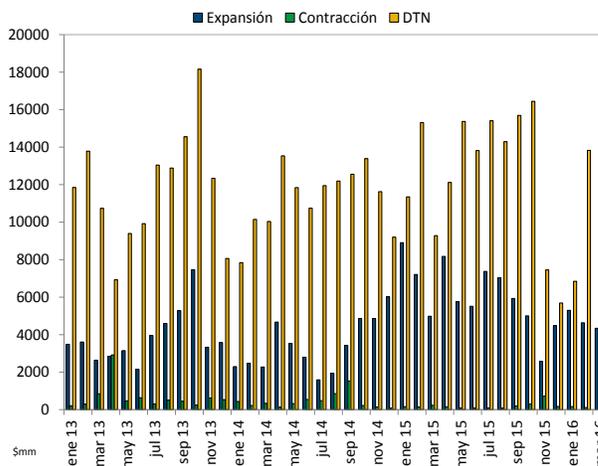
³²Los días 23 y 29 de marzo la posición fue deudora en \$55 miles de millones y \$511 miles de millones, respectivamente.

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 25: Promedio Mensual de Saldos Diarios



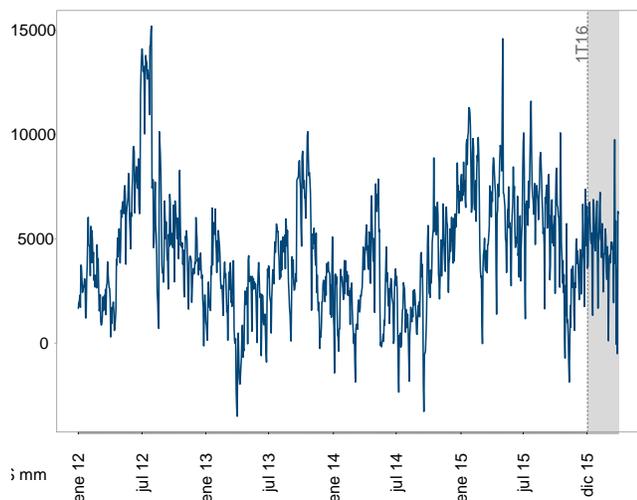
Fuente: Banco de la República.

de millones el 31 de marzo del 2016 (Gráfico 26).

Al comparar los promedios de las tasas del mercado de crédito entre el 4T15 y el 1T16, se encuentra que el promedio de la tasa activa³³ aumentó 141 p.b. y el

³³Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto

Gráfico 26: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero subió 119 p.b. De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,26% a 7,39%³⁴.

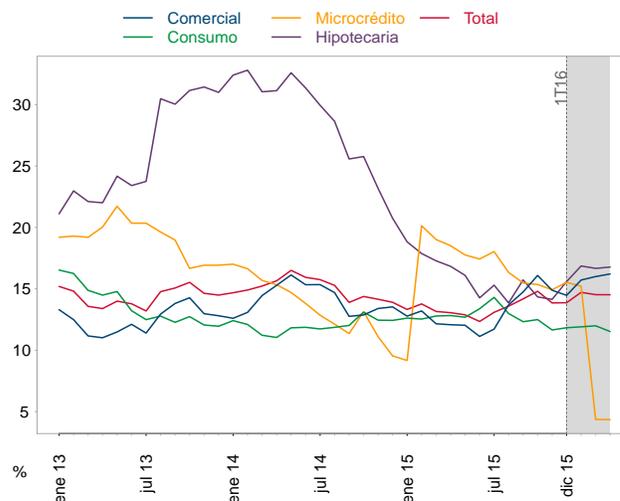
Respecto al crédito, al comparar las variaciones anuales de marzo con las de diciembre, se encuentra que las carteras comercial, hipotecaria³⁵, de consumo y de microcrédito crecieron 16,2% (ant: 14,5%), 15,0% (ant: 14,6%), 11,5% (ant: 11,8%) y 4,4% (ant: 15,5%), respectivamente³⁶ (Gráfico 27).

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.
³⁴Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 4T15 se calcularon con datos semanales entre el 2 de octubre y el 25 de diciembre, y los promedios del 1T16 se calcularon con datos semanales entre el 1 de enero y el 25 de marzo.

³⁵Tradicional ajustada.

³⁶Estas variaciones se calcularon comparando el dato del 25 de marzo del 2016 respecto al dato del 27 de marzo del 2015, y el dato del 25 de diciembre del 2015 respecto al dato del 26 de diciembre del 2014.

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.

6.3 Mercado de Deuda Pública

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

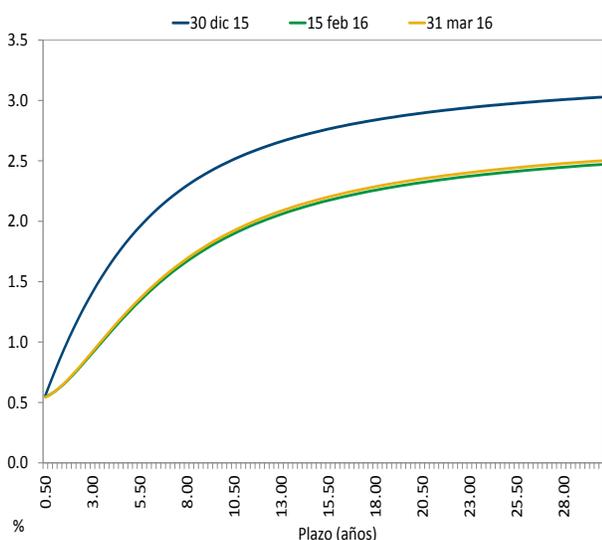
Los bonos de deuda de EE.UU. se valorizaron, en mayor magnitud los de mediano y largo plazo (Gráfico 28). En enero y la primera mitad de febrero hubo valorizaciones debido a la mayor demanda de activos refugio ante una mayor percepción de riesgo³⁷. Adicionalmente, los bajos precios del petróleo generaron expectativas de menor inflación en EE.UU., lo que llevó a los mercados a considerar que la senda de la tasa de política monetaria de la Fed sería menos pronunciada. Entre mediados de febrero y mediados de marzo, mejoró la percepción de riesgo³⁸ y surgieron expectativas de mayor inflación en EE.UU. ante la re-

³⁷ocasionada por preocupaciones respecto a la debilidad de la economía de China y sus posibles repercusiones en el crecimiento a nivel mundial, a las que se sumaron las dificultades del sistema financiero en Europa.

³⁸ante los estímulos anunciados por Bancos Centrales.

cuperación del precio del petróleo, de tal forma que hubo un ajuste en las expectativas respecto a la normalización de la política monetaria por parte de la Fed. Durante las dos últimas semanas de marzo nuevamente los bonos del Tesoro se valorizaron, luego de la publicación del comunicado de la Fed en el que algunos analistas percibieron un tono más pesimista respecto a la recuperación de la economía estadounidense, lo que fue reforzado con declaraciones de Yellen respecto a que la normalización de la política monetaria debería hacerse con cautela. Debido a lo anterior, el mercado comenzó a descontar un menor ritmo de incrementos de la tasa de política.

Gráfico 28: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de marzo del 2016 con las del cierre del año 2015, se encuentra que en general los bonos se valorizaron, con excepción de los de los tramos cortos de México, Colombia y Perú, países en los que las tasas de política monetaria tuvieron incrementos, de los cuales el de México resultó sorpresivo para los agentes.

En cuanto a la evolución de los tramos cortos de las curvas de los países, cabe mencionar que en Perú, pese a que el banco central aumentó la tasa de referencia 50 p.b, el tramo corto prácticamente no presentó ninguna variación, lo que se explica posiblemente porque el mercado esperaba más incrementos de la tasa de política y ajustó sus expectativas cuando estos no se dieron. En Brasil, aunque durante el 1T16 la tasa de referencia permaneció inalterada, las tasas de los bonos de corto plazo disminuyeron significativamente, lo que puede explicarse por un cambio en las expectativas respecto a la política monetaria, pues se descartaron más incrementos de la tasa de referencia por parte del Banco Central.

A principios del trimestre se esperaba que la tasa de política aumentara 100 p.b. en el año de tal manera que cerraría 2016 en 15,25 %, mientras que en marzo se habían descartado los aumentos y se esperaba que la tasa de política finalizaría el año en 14,25 %.

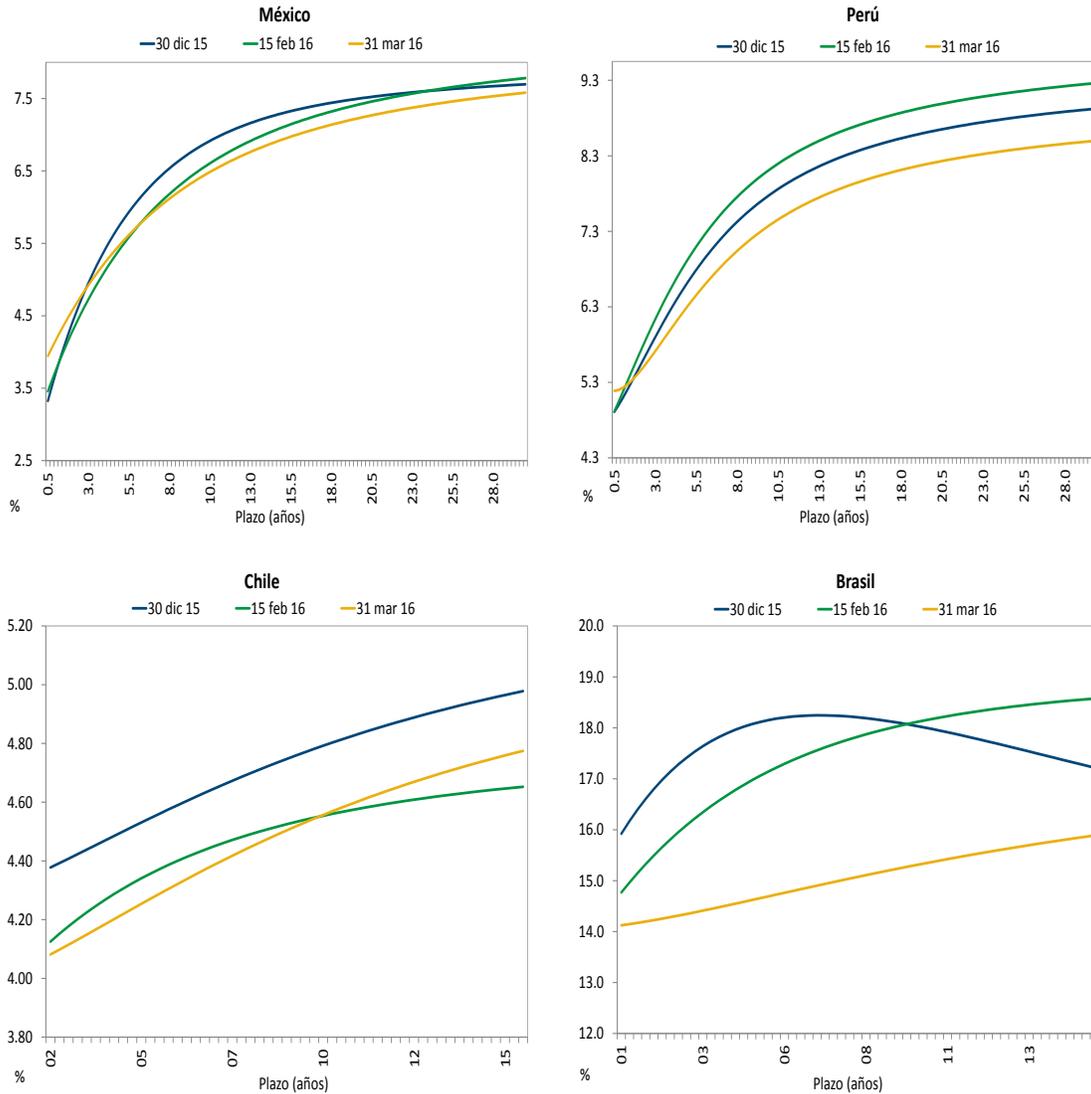
El comportamiento de los bonos de mediano y largo plazo de la región estuvo acorde con los cambios en la percepción de riesgo a nivel internacional y hacia la región, de tal manera que hubo tendencias de desvalorización cuando se deterioró el panorama externo, y valorizaciones cuando disminuyeron las primas de riesgo de los emergentes, ante la recuperación de los precios de los *commodities*, los estímulos económicos anunciados por Europa y China, la menor demanda de activos refugio, y el debilitamiento del dólar a nivel mundial (Gráfico 29).

Pese al recorte de la calificación de la deuda de Brasil por parte de *Standard and Poor's*, la prima de riesgo hacia este país disminuyó más que las de los otros países de la región, lo que explica que sus bonos hayan sido los más valorizados.

Como se mostró en la sección de Entorno Internacional (Gráfico 4), de acuerdo con el IIF (datos preliminares) durante el 1T16 hubo entradas de capitales extranjeros a los mercados de deuda de Latinoamérica por USD7,6 billones, lo que contrasta con las

salidas observadas en el 4T15 por USD2,31 billones³⁹.

Gráfico 29: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

³⁹ IIF - EM Portfolio Flows Tracker.

6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de diciembre del 2015 y el 31 de marzo del 2016 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$199.431 miles de millones a \$213.768 miles de millones.

El cupo para la emisión de TES de largo plazo del 2016 es de \$31.042 miles de millones y en el 1T16 se emitieron \$11.174 miles de millones⁴⁰. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2016 es de \$13.000 miles de millones y al 31 de marzo el saldo era \$4700 miles de millones⁴¹. No hubo colocaciones de TES para regular la liquidez de la economía⁴².

Cabe mencionar tres hechos relacionados con el Gobierno que resultan relevantes para el mercado de deuda. En primer lugar, en enero anunció la revisión del Plan Financiero para el año 2016 en el que ratificó una meta de déficit fiscal de 3,6% (\$30,9 billones)⁴³, y señaló que las emisiones de TES serían por \$27,9 billones⁴⁴ de los cuales \$22,5 billones serían colocados mediante subastas, y que las fuentes de financiamiento externo serían USD4500 millones⁴⁵. En segundo lugar, vendió el 57,6% de las acciones de Isagen al fon-

⁴⁰Valores nominales. \$7392 miles de millones de TES en pesos y \$3782 miles de millones de TES UVR.

⁴¹en el 1T16 se emitieron \$2600 miles de millones.

⁴²Los 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.

⁴³Se estimó un déficit estructural del Gobierno Nacional Central del 2,1% del PIB y un déficit cíclico adicional de 1,5%. Las medidas para alcanzar esta meta serían: i) Por el lado de los ingresos, la implementación del plan anti-evasión, a través del cual se recaudarían \$4 billones y ii) por el lado de los gastos un ajuste de \$3,5 billones frente al Presupuesto.

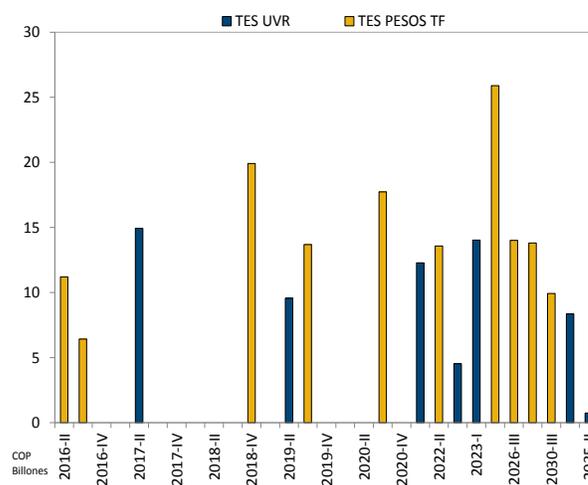
⁴⁴En el año 2015 se realizaron emisiones de TES de largo plazo por \$28 billones (\$19,7 billones de TES denominados en pesos y \$8,5 billones de TES denominados en UVR). Se emitieron \$3 billones de TES de corto plazo.

⁴⁵Esta cifra se sumaría a los USD1500 millones de recursos de prefinanciamiento efectuados en 2015. Se harían emisiones por USD1500 millones a través de bonos en los mercados internacionales y USD3000 millones corresponderían a desembolsos de la banca multilateral.

do Brokfield Asset Management por \$6,49 billones, recursos que recibió en dólares⁴⁶. En tercer lugar, a mediados de marzo anunció que había llevado a cabo una operación de manejo de deuda pública interna que consistió en declarar de plazo vencido y redimir anticipadamente TES con vencimiento en junio del año 2016 por un monto de \$1,3 billones.

En el *Gráfico 30* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con datos al 31 de marzo, en el período restante del 2016 los vencimientos serían \$17.630 miles de millones correspondientes al 8,4% del saldo en circulación, de los cuales un 5,3% corresponde a vencimientos del segundo trimestre del año. Cabe destacar el vencimiento de un TES en pesos el 15 de junio del 2016 por cerca de \$12 miles de millones (teniendo en cuenta principal y cupón).

Gráfico 30: Proyección de Vencimientos TES



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

Durante el trimestre los TES del tramo corto se desvalorizaron influenciados por los aumentos de la tasa de política monetaria que anunció el BR. Sin embar-

⁴⁶Se anunció que los recursos irían al Fondo Nacional para el Desarrollo de la Infraestructura (Fondes) el cual sería administrado por la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), banco de desarrollo creado para financiar los grandes proyectos de infraestructura de Colombia.

go, pese a los aumentos de la tasa de política, hubo presiones de valorización ante las compras de entidades públicas, incluyendo el Banco de la República y la Dirección del Tesoro Nacional (que luego anunciaría una redención anticipada de los bonos adquiridos).

En cuanto a los bonos de mediano y largo plazo, en línea con el comportamiento de los mercados de deuda de los otros países de la región, los TES registraron valorizaciones durante el 1T16. En enero y hasta mediados de febrero se desvalorizaron ante el aumento de la percepción de riesgo dado el deterioro del sector externo, al que se sumaron factores locales como las preocupaciones en torno a la situación fiscal (por los bajos precios del petróleo) y la incertidumbre respecto al momento en que sería presentado el proyecto de reforma tributaria. Las valorizaciones que diluyeron las desvalorizaciones previas, se presentaron desde mediados de febrero, movimiento que coincidió con la recuperación del precio del petróleo y la mejora de la prima de riesgo hacia Colombia (reflejada en la disminución de los CDS). Adicionalmente, surgieron expectativas de que en la reforma tributaria se incluiría la reducción de impuestos sobre las ganancias en la inversión de portafolio a los extranjeros, lo que podría incentivar la entrada de mayores flujos de capital hacia el mercado de deuda colombiano (Gráfico 33).

Cabe mencionar que la tendencia de valorizaciones ocurrió pese a que el 16 de febrero la agencia Standard and Poor's revisó la perspectiva (*Outlook*) de Colombia a negativa por el deterioro de las condiciones externas y la posibilidad de un aumento del déficit fiscal en 2016 como consecuencia de un menor crecimiento económico esperado y de los bajos precios del petróleo.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 1T16 con las de finales del 4T15, se observan variaciones en promedio de +36 p.b. entre 0 y 2 años, de -11 p.b. entre 2 y 5 años y de -50 p.b. entre 5 y 15 años⁴⁷ (Gráficos 31 y 32).

⁴⁷Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 1T16 con las de finales del 4T15, se observan variaciones en promedio de +70 p.b. entre 0 y 2 años, +48 p.b. entre 2 y 5 años y -13 p.b. entre 5 y 15 años⁴⁸.

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



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

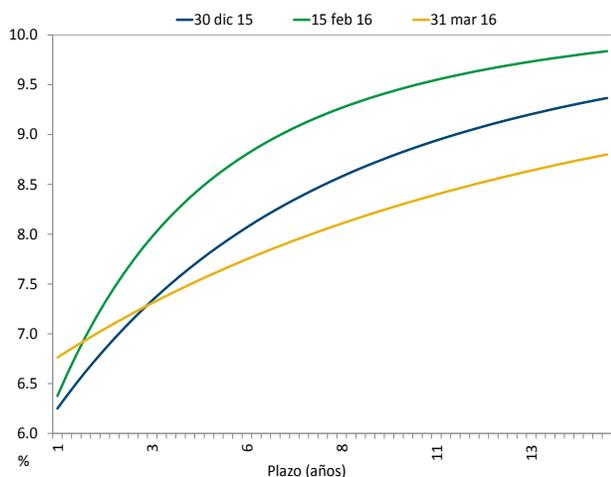
En el 1T16 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES en pesos por \$2698 miles de millones⁴⁹. Al respecto es importante destacar tres hechos. En primer lugar, aunque las compras netas del 1T16 son inferiores a las observadas en el 1T15 (\$3721 miles de millones), el monto de las compras netas del mes de marzo (\$3297 miles de millones) es significativo y corresponde principalmente al mercado *spot* (\$3204 miles de millones), en el cual no se había presentado una cifra de esta magnitud en un mes desde mediados del año 2014⁵⁰. En segundo lugar, durante febrero del año 2016 los extranjeros fueron vendedores netos en el mercado *spot*,

⁴⁸Idem.

⁴⁹Compras netas en el mercado *spot* por \$2513 miles de millones y en el mercado de *forwards* por \$185 miles de millones.

⁵⁰En julio del 2014 hubo entradas netas en el mercado *spot* por \$4078 miles de millones, y entre agosto del 2014 y febrero del 2016 el promedio de las entradas netas fue \$1029 miles de millones.

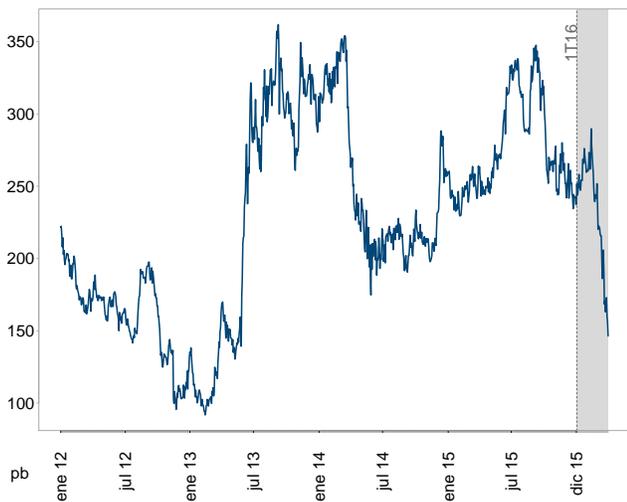
Gráfico 32: Curvas Spot Colombia



Tramo Corto*	Tramo Medio**	Tramo Largo***
+36 p.b.	-11 p.b.	-50 p.b.

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

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



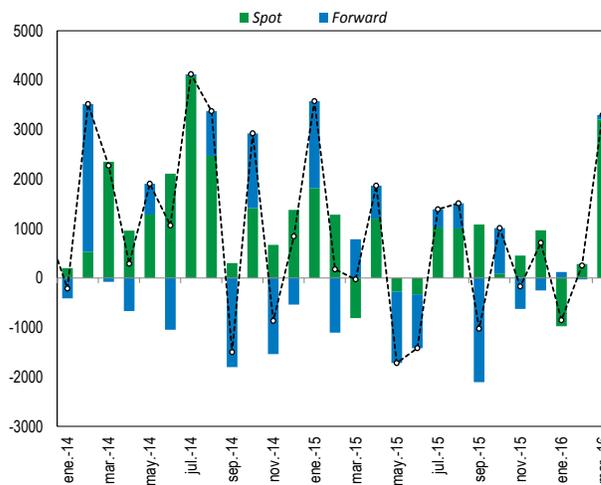
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

algo que no ocurría desde julio del año 2015. En tercer lugar, el mercado de *forwards* de TES presentó cifras netas mensuales que no superaron los \$150 miles de

millones⁵¹, cifra inferior al promedio de las entradas y salidas netas registradas cada mes durante los años 2014 y 2015.

Las compras en el mercado *spot* de TES fueron equivalentes a cerca de un 105 % de los ingresos de divisas por concepto de inversión extranjera de portafolio en Colombia extraídos de la balanza cambiaria⁵². Teniendo en cuenta los saldos tanto en el mercado *spot* como en el de *forwards*, la participación de estos agentes como proporción del *stock* de TES denominados en pesos pasó de 25 % el 31 de diciembre del 2015 a 26 % el 31 de marzo del 2016⁵³ (Gráficos 34 y 35).

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



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

Durante el 1T16 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T15. Sin embargo, el promedio diario de negociación fue \$3945 miles de millones⁵⁴, inferior al

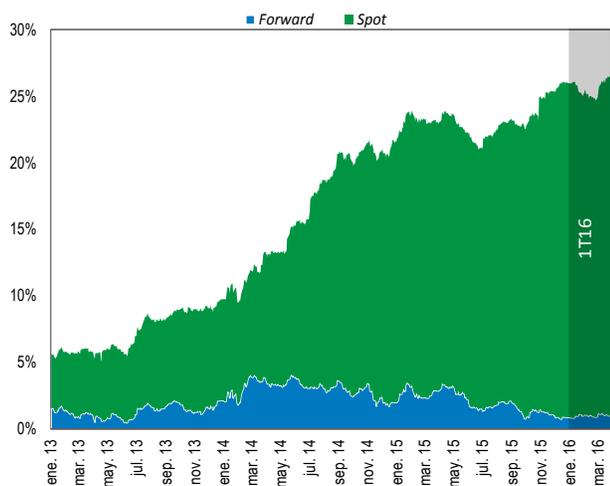
⁵¹Los extranjeros fueron compradores netos en enero y marzo por \$122 miles de millones y \$93 miles de millones, respectivamente, mientras que en febrero vendieron en neto \$122 miles de millones.

⁵²Los flujos de la balanza cambiaria fueron convertidos a pesos utilizando el promedio de la tasa de cambio en el 1T16.

⁵³La participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,56 % en diciembre del 2015 a 1,04 % en marzo del 2016.

⁵⁴Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

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

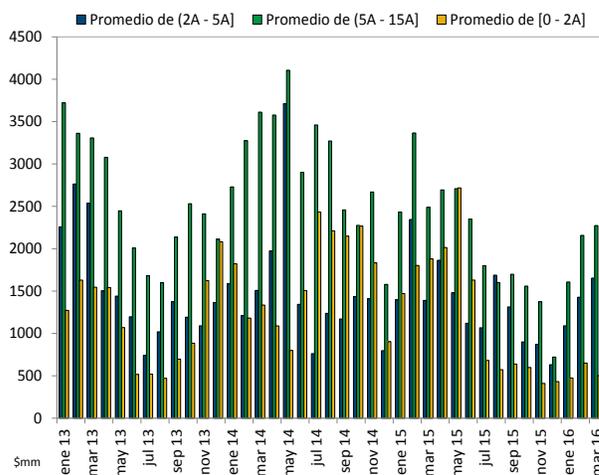


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

observado en el mismo período del año 2015 (\$6193 miles de millones) (Gráficos 36 y 37), lo que estaría reflejando que aún persistía la incertidumbre a nivel local e internacional. Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 35% a 30% entre el 4T15 y el 1T16, seguidos de los que vencen en julio del 2020, cuya participación pasó de 10% a 11%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado en comparación con los otros tramos (Gráfico 36).

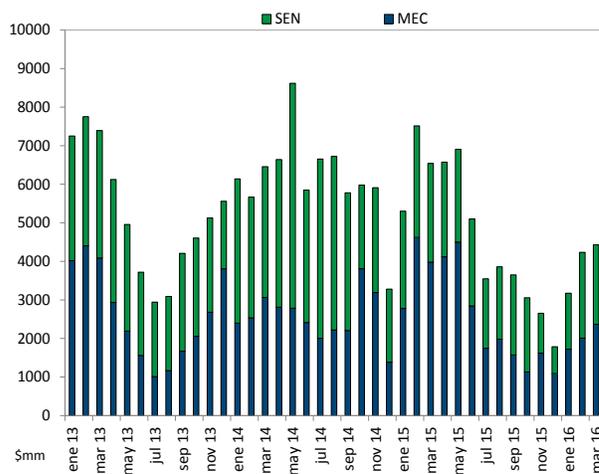
Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 35.056 contratos en el 4T15 a 34.577 contratos en el 1T16 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$8644 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 5636 contratos el 31 de marzo de 2016.

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



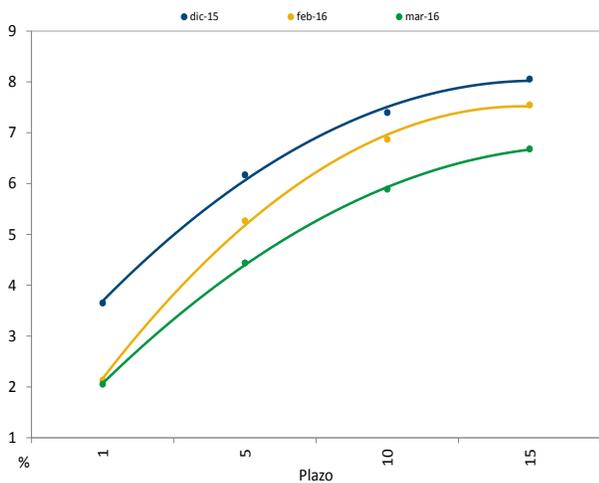
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

A lo largo del 1T16 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región registraron

valorizaciones en línea con el comportamiento de los mercados locales de deuda, lo cual se explica por la recuperación de la percepción de riesgo internacional y el aumento de los precios de los *commodities* desde mediados de febrero. En particular, los bonos de Brasil fueron los que más se valorizaron para todos los tramos, comportamiento relacionado además con la mejor percepción de riesgo hacia este país ante la posibilidad de un cambio de Gobierno (*Gráficos 38,39 y 40*).

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



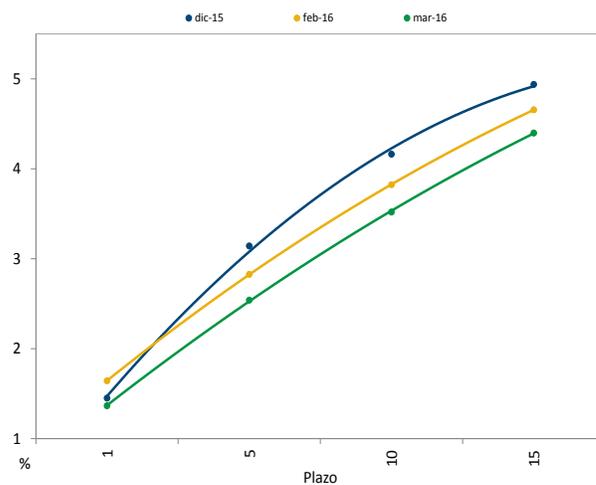
Fuente: Bloomberg.

En línea con lo anterior, las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron en el periodo. Los EMBI para una muestra de países presentaron una caída promedio de 39 p.b. (10,4%)⁵⁵, mientras que el EMBI+ disminuyó 9,8 p.b. (-2,4%) (*Gráfico 41*) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 45 p.b. (-16,4%)⁵⁶ (*Gráfico 2*).

⁵⁵Variaciones EMBI+ países: Colombia: -27 p.b. (-8,4%), Brasil: -112 p.b. (-21,5%), México: -2 p.b. (-0,9%), Perú -14 p.b. (-5,7%) y el EMBI Global Chile: -40 p.b. (-15,8%).

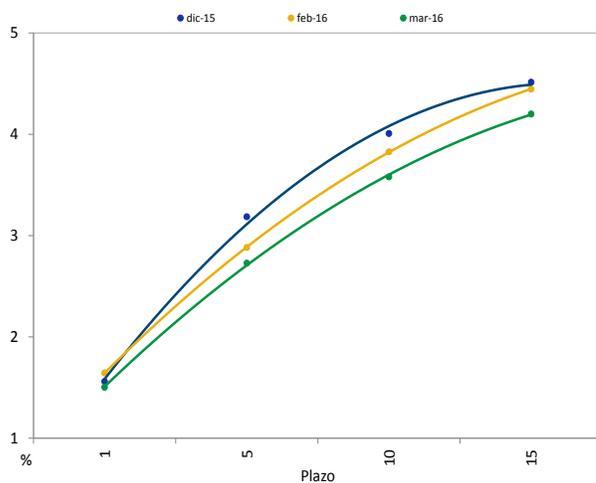
⁵⁶Variaciones: Colombia: -29,1 p.b. (-11,9%), Brasil: -129,2 p.b. (-26,1%), México: -7,8 p.b. (-4,6%), Chile: -33,6 p.b. (-26,2%) y Perú: -25 p.b. (-13,3%).

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



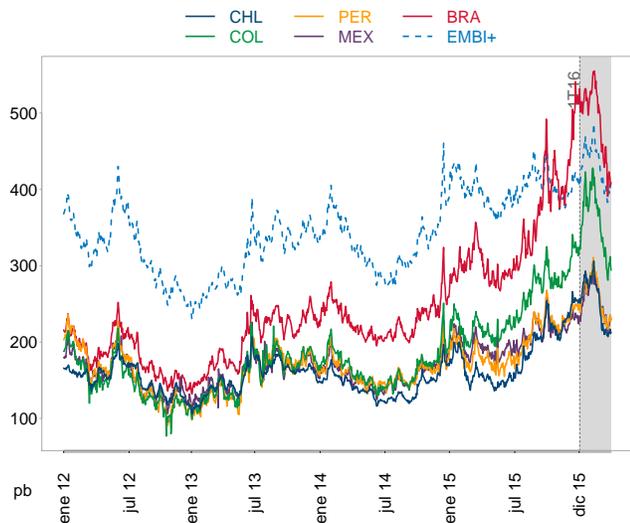
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

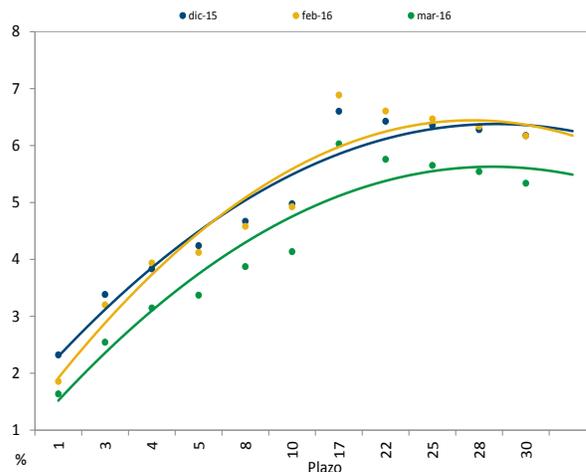
6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el IT16 la deuda externa de Colombia denominada en moneda extranjera presentó valorizaciones (Gráficos 42 y 43), lo cual estuvo en línea con el comportamiento de los TES y con el de la deuda de los demás países de la región.

En el Gráfico 44 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares colocados en los mercados internacionales. Se observa que a lo largo del último trimestre este *spread* para los plazos de 5 y 10 años aumentó por mayores valorizaciones de los bonos externos frente a las de los bonos locales, y en el caso del *spread* a 1 año su incremento se explica por la desvalorización de los bonos locales frente a la valorización de los títulos externos.

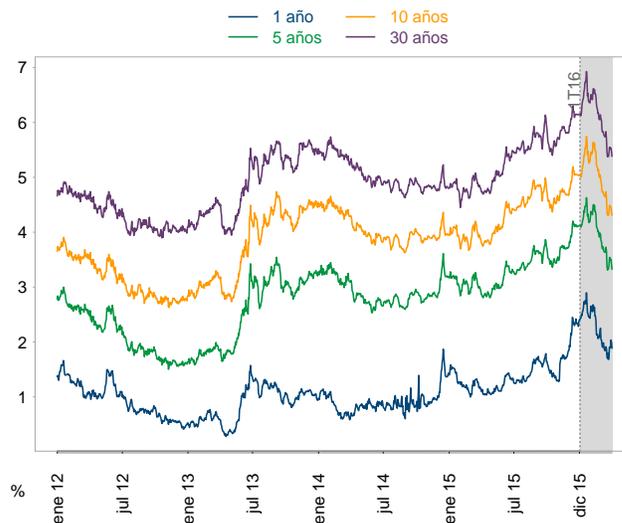
Por otra parte, el 12 de febrero se anunció la colocación de bonos en los mercados internacionales por USD260 millones para financiar la concesión de Cuarta Generación de las Autopistas para la Prosperidad

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



Fuente: Bloomberg.

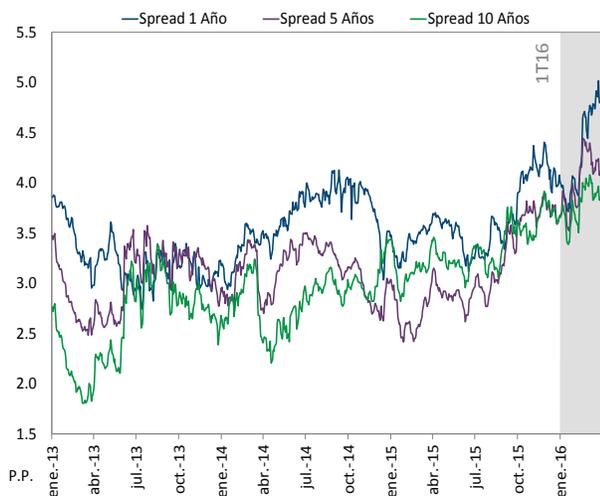
Gráfico 43: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

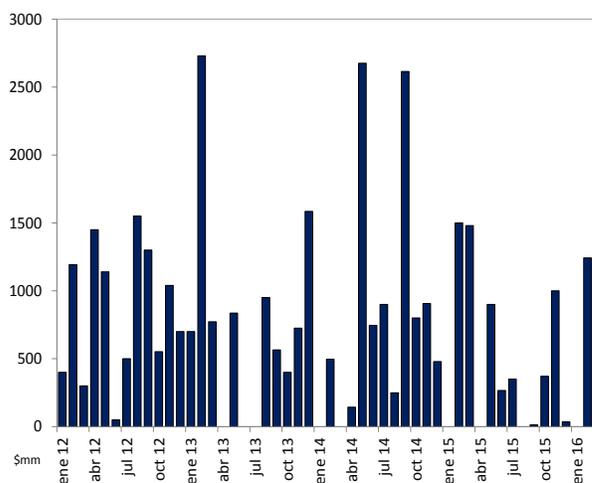
denominada Pacífico 3.

Gráfico 44: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 45: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 1T16 las colocaciones en el mercado primario de deuda privada presentaron un incremento frente a lo observado el trimestre anterior, de tal forma que pasaron de \$1406 en el 4T15 a \$1807 miles de millones en el 1T16 (Gráfico 45). El sector no financiero realizó el 52% de las colocaciones luego de que durante los dos trimestres anteriores no realizara ninguna colocación.

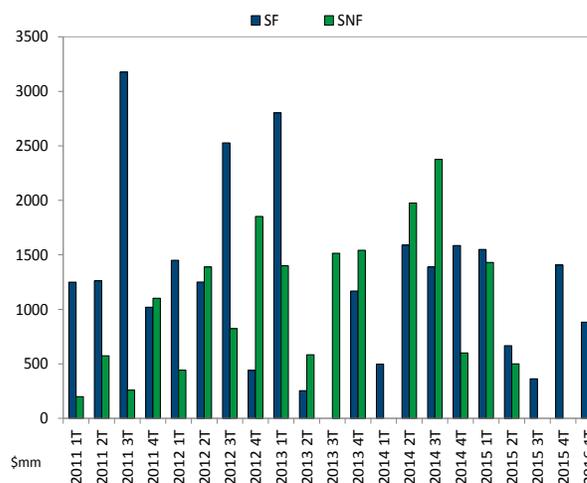
Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 2T15

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Financiera Desarrollo Territorial	317	1 a 3	IBR, IPC
Emgesa	525	3 a 7	IPC
Interconexión Eléctrica	400	8 a 25	IPC
Banco Corpbanca	300	1 a 2	TF, IBR
Banco Finandina	55	1 a 3	TF, DTF
Grupo Sura	100	6	IPC

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

Durante el trimestre 6 entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (59%), tasa fija (21%), IBR (19%) y DTF (1%)

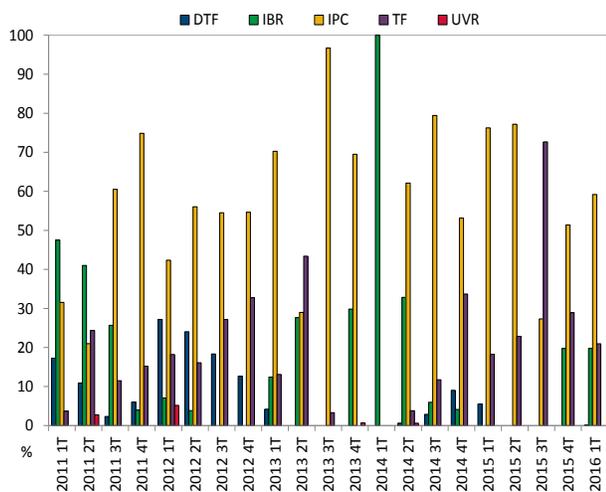
Gráfico 46: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

(Gráfico 47). El 40% de las colocaciones se realizó a plazos entre 0 y 2 años, un 27% a plazos entre 5 y 10 años, un 15% a plazos entre 2 y 5 años, un 9% se realizó a plazos entre 10 y 20 años, y el 8% restante a plazos superiores a 20 años. Dado lo anterior, se ob-

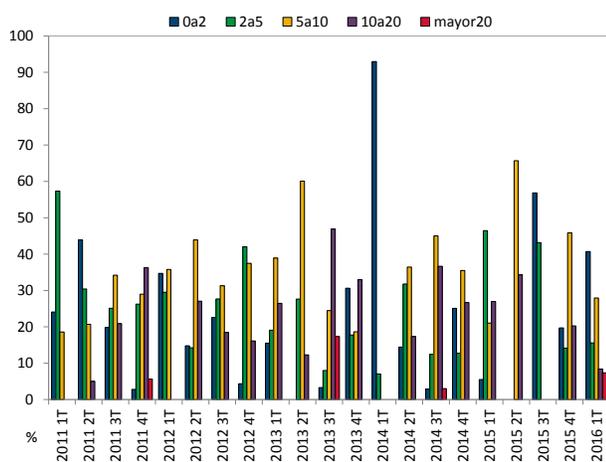
Gráfico 47: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

servó un incremento en los plazos respecto al trimestre anterior, en el que las colocaciones fueron a plazos entre 0 y 5 años (Gráfico 48).

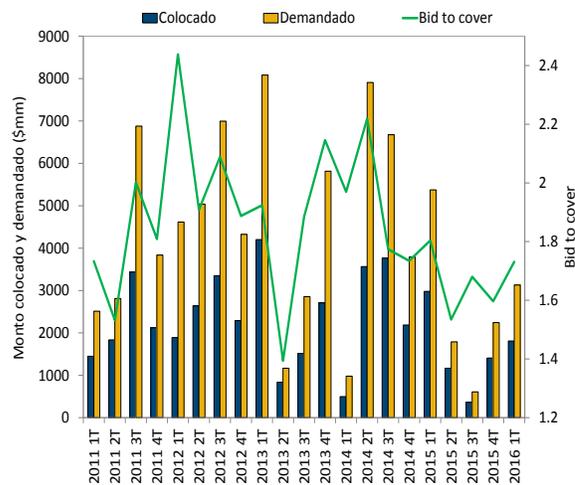
Gráfico 48: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de

Gráfico 49: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

1,73 (ant: 1,59). La demanda por colocaciones fue de \$3129 miles de millones (Gráfico 49).

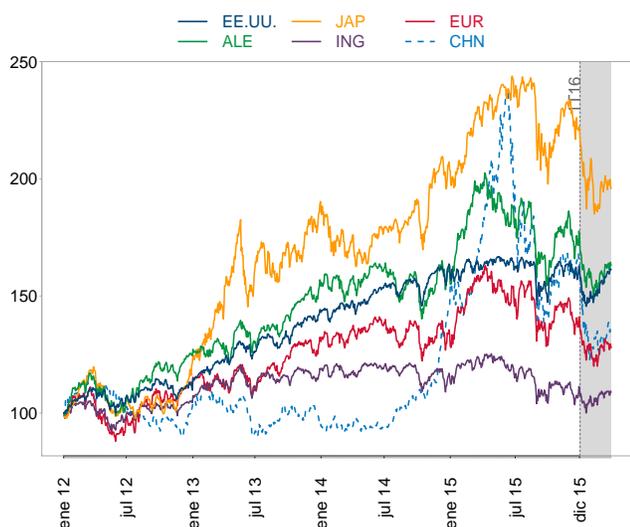
8 Mercado Accionario

En línea con la evolución de la percepción de riesgo y del precio de los *commodities*, y ante las desvalorizaciones de las bolsas chinas a principio de 2016, se observaron desvalorizaciones de todos los índices accionarios a principio del trimestre y valorizaciones generalizadas entre el 11 de febrero y mediados de marzo. Cabe destacar que las bolsas latinoamericanas comenzaron a valorizarse desde finales de enero debido al aumento en el precio de la mayoría de metales y a que el precio del petróleo frenó su caída⁵⁷. Dado que las valorizaciones de las bolsas asiáticas, europeas y algunos índices bursátiles de EE.UU. no alcanzaron a compensar las desvalorizaciones, en el trimestre se desvalorizaron el *Eurostoxx* -8,0%, el *Nasdaq* -2,7%,

⁵⁷Entre el 30 de diciembre y el 31 de marzo, aumentaron los precios del petróleo WTI 4,8%, del petróleo BRENT 10,5%, del cobre 3,0%, de la plata 11,1% y del oro 16,1%. Los incrementos se dieron principalmente entre el 20 de enero y el 17 de marzo.

el *Nikkei Index* -12,0% y el *Shanghai Stock Exchange Composite Index* -15,1%. De otra parte, se valorizaron el *S&P500* 0,8%, el *Dow Jones* 1,5% y los índices latinoamericanos: Perú 22,4%, Colombia 15,8%, Brasil 15,5%, Chile 7,0% y México 6,8% ((Gráfico 50) y Gráfico 51).

Gráfico 50: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

La volatilidad de los mercados accionarios de la región aumentó frente a la observada el trimestre anterior. Los coeficientes de variación de los índices bursátiles en el 1T16 aumentaron para todos los países analizados. En promedio el mayor coeficiente de variación lo presentó la Bolsa de Brasil, seguida por las Bolsas de Perú, Colombia, México y Chile ⁵⁸ (Gráfico 52). En materia de volatilidad condicional⁵⁹, durante el trimestre la volatilidad promedio de los países de la región analizados aumentó 0,17% frente al trimestre anterior. En particular la volatilidad condicional aumentó en Brasil 0,31%, en Perú 0,20%, en Chile 0,16%, en México 0,11% y en Colombia 0,09%. La mayor volatilidad promedio en el trimestre la pre-

⁵⁸ *IBOV* de Brasil: 4,86 (trimestre anterior: 2,26), *COLCAP* de Colombia: 2,88 (trimestre anterior: 2,73), *IGBVL* de Perú: 3,80 (trimestre anterior: 1,78), *MEXBOL* de México: 1,95 (trimestre anterior: 1,49) y *IPSA* de Chile: 1,79 (trimestre anterior: 1,62).

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

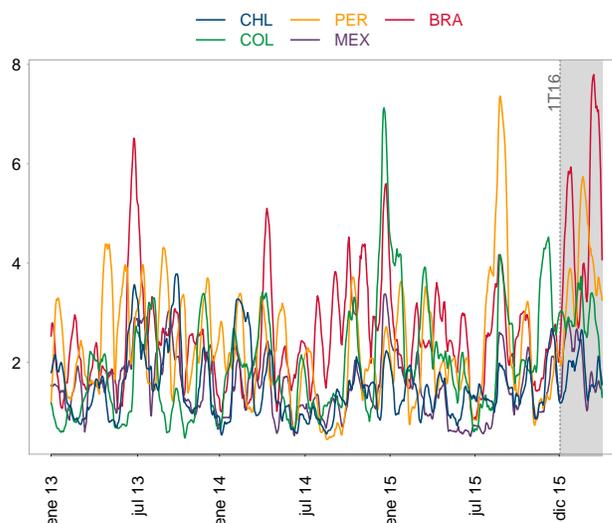
Gráfico 51: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

sentó la bolsa de Brasil, seguida en su orden por las de Colombia, Perú, México y Chile. (Gráfico 53).

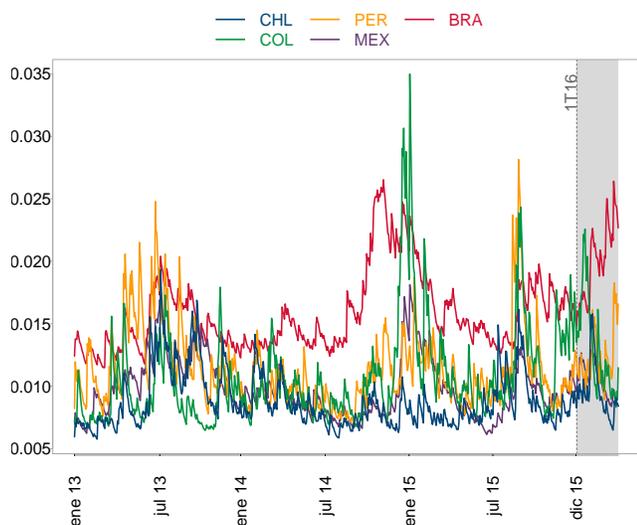
Gráfico 52: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región

Gráfico 53: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB, se observa que con datos estimados del PIB para 2015⁶⁰ y datos de capitalización bursátil ajustada a febrero del 2016⁶¹, la bolsa de Chile presentó la más alta de la región (30,4%), seguida por la de las bolsas de México (19,1%), Brasil (13,4%), Perú (11,0%) y Colombia (10,6%)⁶² (Gráfico 54). Por otra parte, según el indicador de velocidad de rotación calculado a febrero de 2016⁶³, en la región la bolsa de México presenta el mayor valor, con un porcentaje de 24,9%, seguida por las bolsas de Colombia con 14,7%, Chile con 7,7% y Perú con 1,6%⁶⁴ (Gráfico 55).

⁶⁰Fuente: FMI.

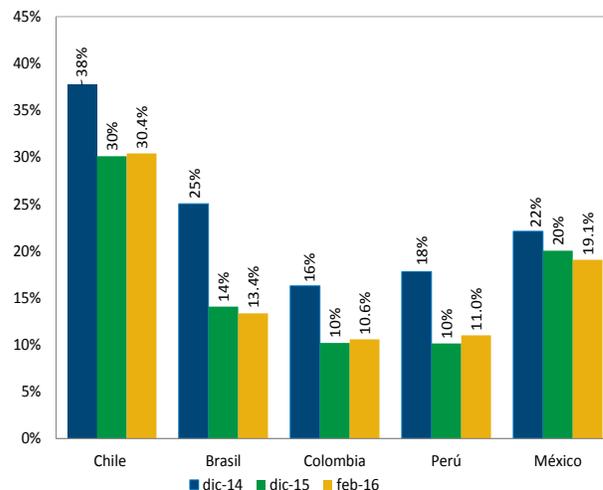
⁶¹Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges. Cálculos: Banco de la República.

⁶²A febrero del 2016 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB fue de 31%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 5,2%.

⁶³Este 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.

⁶⁴A enero y febrero el World Federation of Exchanges no publicó cifras para la bolsa de Brasil. El último dato disponible fue

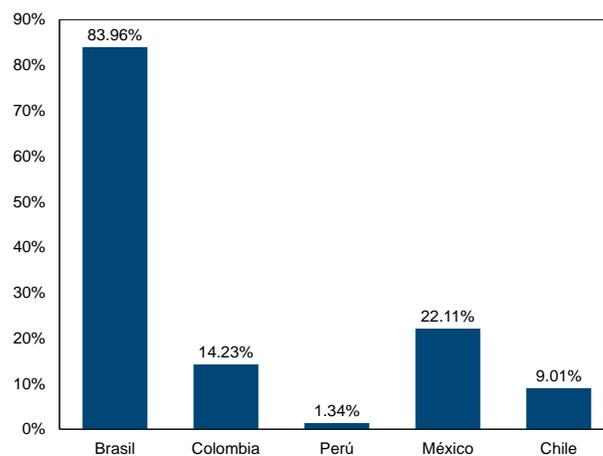
Gráfico 54: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



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

Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 55: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable

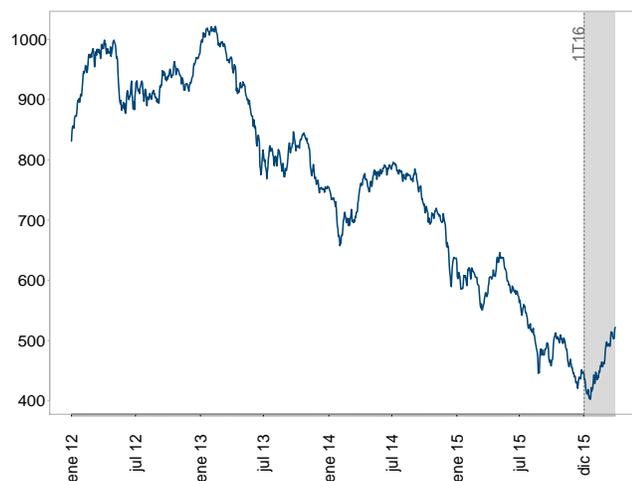


Fuente: Federación Mundial de Bolsas. *El dato para Perú corresponde al mes de marzo de 2015.

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 1T16 los inversionistas colombianos de 80,9% para diciembre de 2015.

bianos vendieron en neto acciones en este mercado por \$11.436 millones (ventas de \$15.557 millones y compras de \$4121 millones), mientras que en el 4T15 había realizaron ventas netas por \$854 millones y en el 3T15 compras netas por \$6910 millones. Cabe anotar que a partir del 1T16 la Bolsa Mexicana de Valores hace parte de las negociaciones del MILA y que en el trimestre correspondieron a activos colombianos el 100 % de las compras y el 78 % de las ventas realizadas por la BVC. El índice *S&P Mila 40*⁶⁵ presentó una valorización de 16,8 % durante el 1T16 (*Gráfico 56*).

Gráfico 56: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

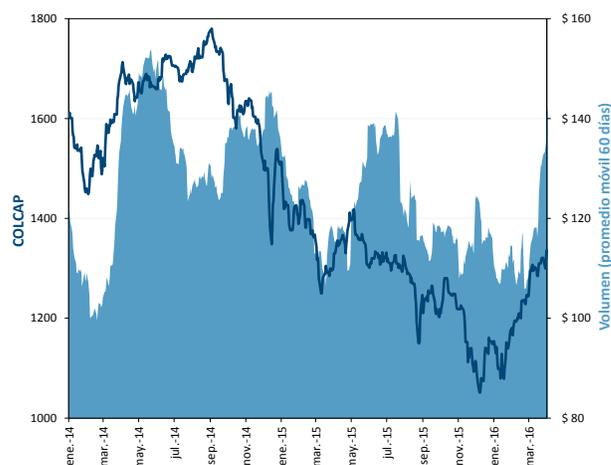
En Colombia, el promedio diario negociado durante el 1T16 en el mercado accionario fue de \$131,6 miles de millones, superior al promedio observado en el 4T15 (\$113,2 miles de millones) y el 3T15 (\$116,7 miles de millones)⁶⁶. Los principales demandantes netos en el mercado secundario de acciones durante el trimestre fueron los fondos de pensiones y cesantías y los extranjeros que compraron en neto \$1083 miles de millones y \$155 miles de millones, respectivamente. Por su parte, los principales oferentes netos fueron las personas naturales, el sector real, las sociedades de in-

⁶⁵El cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado.

⁶⁶Estos montos corresponden a los montos negociados de las acciones que hacen parte del *Colcap*.

versión y las carteras colectivas que ofrecieron en neto \$501 miles de millones, \$358 miles de millones y \$145 miles de millones y \$103 miles de millones, respectivamente. Adicionalmente, durante el trimestre no se realizaron colocaciones de acciones en el mercado local.

Gráfico 57: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 118 contratos frente a 427 contratos negociados en el 4T15⁶⁷.

⁶⁷El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.