



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre de 2017

Banco de la República

Julio de 2017

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Desarrollo de Mercados

José Vicente Romero
Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional

Valeria Roberto

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Entorno Internacional	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local	6
2.3	Mercado cambiario	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	7
2.6	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	12
5	Mercado Cambiario	15
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	18
6	Mercado Monetario y Renta Fija	21
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	21
6.2	Mercado Monetario Colombiano	23
6.3	Mercado de Deuda Pública	25
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	25
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia	29
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	32
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	33
7	Mercado de Deuda Privada	35
8	Mercado Accionario	37

Índice de Gráficos

1	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa	8
2	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de América Latina	10
3	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de países asiáticos	10
4	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	12
6	Índices de Confianza	13
7	Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF)	13
8	Expectativas de Inflación (EOF)	14
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)	15
11	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)	15
12	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES	15
13	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días	15
14	VIX vs. Índices de Monedas	16
15	Tasas de Cambio LATAM	16
16	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	18
17	Precio del petróleo frente al peso colombiano	18
18	COP/USD - LACI - VIX	18
19	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro	19
20	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC	20
21	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	21
22	Índice de Precios al Consumidor	21
23	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	23
24	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	24
25	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2017	25
26	Curva Cero Cupón EE.UU.	26
27	Curvas Cero Cupón Países de la Región	28
28	Proyección de Vencimientos TES	29
29	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	30
30	Curvas <i>Spot</i> Colombia	30
31	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	30
32	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros	31
33	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación	31
34	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES	31
35	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema	32
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	32
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	32
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	33
39	Spreads Deuda Soberana LATAM	33
40	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	33
41	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	34
42	Globales USD vs TES locales	34
43	TES Globales vs TES locales	34

44	Monto Total Colocado	35
45	Monto Colocado por Sector	35
46	Colocaciones por Tasa de Interés	36
47	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	36
48	Monto Colocado vs Monto Demandado	36
49	Principales Índices Accionarios a Nivel Mundial	37
50	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	39
51	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	40
52	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB*	40
53	COLCAP y Volumen Transado Diario	41
54	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente	41

Índice de Tablas

1	Precio de Productos Básicos (en dólares)	11
2	Crecimiento 1T17 y Expectativas para 2017	12
3	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo	12
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	16
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)	17
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones	17
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria	17
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a junio de 2017 para Latam .	21
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017	22
10	Emisiones Deuda Privada 2T17	35

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 segundo trimestre de 2017 (2T17), los mercados financieros en economías desarrolladas estuvieron influenciados principalmente por: i) un fortalecimiento del crecimiento y los mercados laborales de estas economías que contrasta con bajos niveles de inflación; ii) la relativa convergencia de sus políticas monetarias a un ciclo contractivo; y iii) la incertidumbre generada por eventos políticos como las elecciones presidenciales en Francia y el escándalo de la posible intervención de Rusia en las elecciones presidenciales de EE.UU. En este contexto, el dólar estadounidense presentó un debilitamiento, la curva del mercado de deuda pública un aplanamiento y sus mercados accionarios se valorizaron y continuaron en un estado de baja volatilidad. En la región se presentó un comportamiento heterogéneo influenciado por la dinámica en el precio de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre, eventos políticos idiosincráticos, y menores perspectivas de crecimiento para la mayoría de países. En Colombia, se observaron valorizaciones en los mercados accionarios y de renta fija. En efecto, al cierre del 2T17, el Colcap fue el índice de mayor valorización en la región, impulsado por el desempeño de las acciones del sector financiero y energía. Por su parte, el comportamiento del mercado de deuda pública interna en pesos estuvo influenciado por la disminución de la inflación observada y esperada, recortes en la tasa de política monetaria y demanda por parte de extranjeros. No obstante, las compras de TES por parte de dichos inversionistas se revirtieron parcialmente a finales de junio lo que generó desvalorizaciones en este mercado.

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

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Entorno Internacional

En el 2T17, la incertidumbre en los mercados financieros internacionales se redujo ante el desempeño positivo de las economías de países desarrollados, con lo cual, los principales bancos centrales del mundo dieron señales y tomaron acciones que muestran la intención de normalizar su política monetaria, a pesar de que los incrementos en precios han sido inferiores a sus objetivos. Igualmente, diversos eventos políticos como las elecciones presidenciales en Francia e incertidumbre política en EE.UU, generaron incrementos temporales en la percepción de riesgo en los mercados. Los indicadores de riesgo en los países de la región presentaron un comportamiento mixto y estuvieron influenciados principalmente por factores idiosincráticos, así como por la evolución del precio de los principales *commodities*.

2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En este periodo, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron un comportamiento heterogéneo. En el frente negativo se observó una disminución en las perspectivas de crecimiento del PIB, caídas en la producción industrial, las ventas al por menor, la confianza industrial y comercial. En el frente positivo descendieron las expectativas de inflación y los textit spreads entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES, y aumentó la confianza del consumidor y los rendimientos esperados en el mercado de renta variable.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 2T17 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, y frente a la mayoría de monedas de países emergentes. Este comportamiento se dio en un contexto en el cual la percepción de riesgo internacional disminuyó, aumentó la incertidumbre política en EE.UU, se redujó la posibilidad de que Trump cumpla con gran parte de sus propuestas de campaña e incrementó la probabilidad de aumentos en las tasas de política monetaria en los Bancos Centrales de economías desarrolladas.

En América Latina, a diferencia de la mayoría de economías emergentes, las monedas de Colombia y Brasil se depreciaron, y las de Chile y Perú se mantuvieron relativamente estables. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por la dinámica del precio de las materias primas y por factores políticos locales de cada país. El peso mexicano fue la única moneda de la región que se apreció en el trimestre, principalmente como resultado de mejores perspectivas en las políticas comerciales con EE.UU.

2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

En materia de política monetaria, el Banco de México continuó con su postura contractiva que inició desde 2016. Los demás bancos centrales redujeron su tasa de interés de referencia pero a distinto ritmo según el país que se

analice. Las decisiones de los bancos centrales se dieron en un contexto en el cual, con excepción de México, la inflación anual ha caído de forma importante, siendo relevante destacar que al cierre de junio volvió a ubicarse dentro del rango meta para Colombia.

A nivel del mercado monetario local, la tasa promedio de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de política monetaria a lo largo del trimestre. El *spread* promedio de la primera frente a la segunda fue volátil a lo largo del trimestre. Por su parte, la posición neta del Banco de la República fue acreedora durante los primeros tres meses del año.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

La deuda pública interna en moneda local durante el 2T17 presentó valorizaciones generalizadas asociadas a la reducción de la inflación observada y esperada, recortes en la tasa de política monetaria y demanda por parte de extranjeros en abril y mayo. No obstante, la demanda de inversionistas extranjeros se revirtió a finales de junio lo que generó desvalorizaciones importantes en los TES. Por su parte, la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. se aplanó. Las desvalorizaciones del tramo corto coincidieron con el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales mientras que las valorizaciones del tramo largo reflejan expectativas de menor inflación en el largo plazo y la demanda de activos refugio en algunos episodios en los que aumentó la percepción de riesgo a nivel internacional. La deuda pública interna en moneda local de los países de la región presentó un comportamiento mixto durante el trimestre que se explicó por coyunturas diferenciadas de cada economía. Las curvas de rendimiento de Brasil, Chile y Perú se empinaron reflejando los recortes de sus tasas de política monetaria, al tiempo que la curva de México presentó un aplanamiento ante los incrementos de la tasa de referencia y la creciente inflación. Por su parte, los títulos de deuda pública externa de los países de la región registraron valorizaciones, con excepción de Brasil, en línea con la reducción de la percepción de riesgo, con las entradas de inversión extranjera de portafolio y en algunos casos con mejoras de sus fundamentales macroeconómicos.

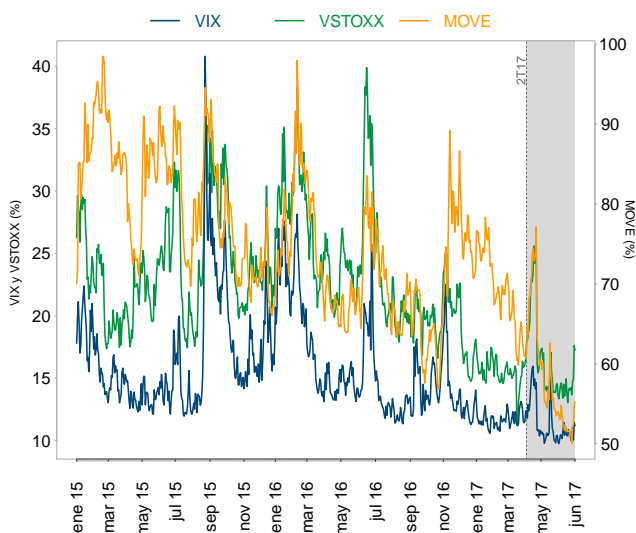
2.6 Mercado accionario

En el segundo trimestre del año los mercados de acciones a nivel mundial presentaron dinámicas mixtas. Europa y Latinoamérica mostraron desvalorizaciones. Con excepción de Asia, todas las demás regiones mostraron crecimientos en sus principales índices bursátiles que fueron inferiores a los del 1T17. En general, las bolsas respondieron más a eventos idiosincráticos, aunque hechos que aumentaron geopolíticos y que aumentaron la incertidumbre en los inversionistas propiciaron devaluaciones generalizadas. En la región, al cierre del 2T17, el Colcap fue el de mayor valorización y la dinámica del mercado local se recuperó frente a lo observado en el primer trimestre del año.

3 Entorno internacional

En el 2T17, la incertidumbre en los mercados internacionales financieros se redujo en un contexto influenciado por señales de fortalecimiento en el crecimiento económico y expectativas de normalización en la política monetaria de la mayoría de economías desarrolladas¹. No obstante, aunque la incertidumbre política cayó, algunos acontecimientos de este orden generaron incrementos transitorios en la percepción de riesgo de los mercados financieros internacionales (Gráfico 1)².

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



Fuente: Bloomberg.

El crecimiento del producto en economías desarrolladas se aceleró y vino acompañado de un fortalecimiento de sus mercados laborales. No obstante, niveles de inflación inferiores a las expectativas del mercado con-

¹Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2017, el VIX, el VSTOXX, el MOVE y el SKEW del S&P500 disminuyeron pasando respectivamente de 11,54% a 11,18%, 16,52% a 17,25%, 60,69% a 55,22% y 138,31 a 129,51.

²El índice de incertidumbre política económica de Baker, Bloom y Davis (2016) descendió a nivel global y a nivel local en todas las series observadas (EE.UU, Europa, Reino Unido y Francia)

trastan con este buen desempeño macroeconómico, probablemente ante la inercia generada por los bajos niveles de inflación pasada en la formación de precios y salarios³. Pese a este comportamiento en la inflación, los bancos centrales de la mayoría de estas economías han dado señales sobre la intención de dar inicio a un proceso de normalización en sus políticas monetarias. En todo caso, a pesar de la relativa convergencia de las economías desarrolladas en un ciclo de crecimiento posterior a la crisis económica, el grado de fortaleza de las economías en este ciclo es relativamente heterogéneo.

En el caso de la economía estadounidense, el producto creció por encima de las expectativas y de su nivel potencial estimado ante incrementos en los niveles de inversión y el consumo personal, que estuvieron acompañados por caídas en el desempleo a niveles inferiores a su tasa natural⁴. Esta coyuntura coincidió con una inflación descendente e inferior a las expectativas del mercado en los últimos cuatro meses, y con una débil respuesta por parte de los salarios al buen estado del mercado laboral⁵. En sus mercados financieros, el escándalo por la posible intervención de Rusia en las elecciones presidenciales del 2016 incrementó la percepción de riesgo en los mercados accionarios y también generó una menor acogida frente a la hipótesis de un impulso al crecimiento global explicado por incrementos en el gasto fiscal estadounidense. Esto expectativa de un menor gasto fiscal generó depreciación

³Este argumento resultó central en el discurso que Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, dió en Sintra el 27 de junio.

⁴En el 1T17 la economía estadounidense creció un 1,4%, dato superior a la expectativa inicial del mercado de 1,0%. Este crecimiento estuvo principalmente explicado por un incremento en la inversión privada y el consumo de 3,7% y 1,4%, respectivamente. Igualmente, durante el trimestre la tasa de desempleo pasó de 4,5% en marzo a 4,3% en mayo para posteriormente incrementar en junio en un nivel de 4,4%. En su reunión de junio, las proyecciones de los miembros del FOMC sobre la tasa de desempleo de largo plazo se ubicaron en un rango entre 4,5%-5,0%.

⁵Los datos de inflación para marzo, abril, mayo y junio fueron de 2,4%, 2,2%, 1,9% y 1,6%, respectivamente. Todas estas observaciones estuvieron por debajo de las expectativas del mercado. Los salarios presentaron un incremento anual promedio de 2,6% durante el trimestre. El Forward Breakeven Inflation a 5 años descendió desde 2,17% a 1,83%.

del dólar frente a sus pares⁶.

En el mercado monetario, en su reunión de junio el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) incrementó la tasa de fondos federales a un rango entre 1,00% y 1,25% e indicó, sin señalar fechas, la forma en la que se reducirá la reinversión del pago de principales con el objetivo de normalizar su hoja de balance⁷. Frente a estas señales de normalización de la política monetaria, la curva del mercado de deuda pública presentó un aplanamiento inferior al de otros ciclos de incremento en la tasa de fondos federales. A partir de las expectativas extraídas de los futuros sobre la tasa de fondos federales, se observó que durante el trimestre la probabilidad de un incremento en la reunión de junio aumentó ante los comentarios realizados por parte de algunos miembros del FOMC. Por su parte, las expectativas de incrementos posteriores se aplazaron temporalmente ante datos de inflación inferiores a lo anticipado por el mercado, para después retornar a los periodos observados al principio del trimestre ante la consolidación de las señales de crecimiento en el producto de este país⁸.

En Europa, el comportamiento de la Eurozona difiere del Reino Unido. La Eurozona se encuentra en una coyuntura similar a la de EE.UU, con bajos niveles de inflación y crecimiento en los salarios, y con un buen desempeño en su mercado laboral y niveles de creci-

⁶El despido por parte del presidente Donald Trump de James Comey, el exdirector del FBI, generó incertidumbre política en EE.UU, frente a la cual el mercado reaccionó una vez el Departamento de Justicia anunció la creación de un comité especial para investigar estos mismos actos. En este sentido, el mercado ha indicado que las posibilidades de un mayor gasto público seguramente han quedado en un segundo plano.

⁷El FOMC busca normalizar su hoja de balance, que actualmente alcanza los USD 4,5 billones, mediante una reducción de la inversión del principal en *treasuries* y *mortgage-backed securities* de USD 6 y USD 4 miles de millones cada mes, los cuales se incrementarán cada trimestre en estas mismas cantidades hasta alcanzar un total de USD 30 y USD 20 miles de millones mensuales.

⁸En particular, al comenzar el trimestre, la probabilidad de un incremento en junio extraída de los contratos de futuros sobre la tasa de fondos federales era de 58%. Ante el comunicado del FOMC en su reunión de mayo donde indicó que el mal desempeño económico del primer trimestre era transitorio el mercado incrementó esta probabilidad hasta el 100% días antes de la reunión.

miento superiores en su producto⁹. En este sentido, el Banco Central Europeo ha dado señales sobre la intención de normalizar su política monetaria, probablemente comenzando con un cierre gradual de su política de expansión cuantitativa de compra de títulos, y posteriormente con un incremento en su tasa de política monetaria¹⁰. Durante el trimestre, sus mercados accionarios y de renta fija respondieron principalmente a la incertidumbre política generada por las elecciones presidenciales en Francia, en donde en principio, la posibilidad de que un partido anti-euro resultara ganador generó preocupación en los mercados financieros a nivel global. Por su parte, en el Reino Unido los niveles de inflación han resultado superiores a su meta debido a la depreciación de la libra esterlina que se ha observado desde el *Brexit*. A su vez, el crecimiento económico ha sido positivo y existen expectativas moderadas en su desempeño ante la caída en el gasto de consumidor a mínimos de cuatro años¹¹. En este contexto, el Banco Central de Inglaterra está dando señales sobre la intención de incrementar sus tasas prontamente con el fin de contrarrestar este choque inflacionario¹². Cabe agregar que las elecciones parlamentarias extraordinarias en donde perdió la mayoría el partido conservador de la Primera Ministra Theresa

⁹Durante el 1T17 la Eurozona presentó un crecimiento de 1,9%, superior a las expectativas del mercado de 1,7%. La tasa de desempleo descendió de 9,5% en marzo a 9,3% en mayo. Probablemente uno de los datos más relevantes sobre la coyuntura de la Eurozona es la producción industrial, la cual pasó de 1,9% en marzo a 4% en mayo, muy por encima de las expectativas del mercado de 3,6%.

¹⁰En particular, el 27 de junio, Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo anunció que esta institución *acompañaría la recuperación ajustando sus política*, frente a lo cual el euro presentó una fuerte apreciación.

¹¹La inflación aumentó de 2,3% en marzo a 2,9% en abril, lo más preocupante es el incremento de la inflación núcleo desde 1,8% en marzo a 2,6% en mayo. En el mismo sentido, el crecimiento económico durante el 1T17 fue de 2,0% y la tasa de desempleo se ubicó en mayo en 4,5%, nivel similar al señalado por el Comité de Política Monetaria como tasa de largo plazo. El gasto en consumo creció en el 1T17 0,4%, cifra inferior al promedio de 0,825% de los cuatro trimestres de 2016. Las expectativas de crecimiento del Fondo Monetario Internacional para el Reino Unido en 2018 descendieron en abril a 1,5% desde 1,7%.

¹²Durante su reunión de junio, de los ocho miembros del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra tres votaron por incrementar la tasa de intervención en 25 puntos básicos (p.b.)

May, incrementaron la incertidumbre sobre el resultado de las negociaciones del *Brexit*.

En Asia, la economía japonesa se encuentra igualmente en un proceso de mayor crecimiento, pero sus niveles de inflación se encuentran aún cercanos a cero, frente a lo cual, el Banco de Japón ha indicado que continuará prestando el estímulo monetario actual con el objetivo de generar mayores niveles de inflación¹³. Por su parte, China ha mostrado un desempeño económico superior a lo anticipado al cierre del último año, pero el crecimiento de algunos de sus mercados, principalmente el inmobiliario, pareciera activar las alarmas sobre posibles focos de inestabilidad financiera¹⁴.

Los indicadores de riesgo en los países de la región presentaron un comportamiento mixto y estuvieron influenciados principalmente por factores idiosincráticos de cada país, así como por la evolución del precio de los principales *commodities* (Gráficos 2 y 3).

Es importante destacar que en Brasil, las investigaciones al presidente Michel Temer por presuntos hechos de corrupción aumentaron la incertidumbre política e incrementaron la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros al país; mientras que en México la percepción de riesgo disminuyó, dado que los analistas ven cada vez menos probable que Trump cumpla con las promesas realizadas en su campaña.

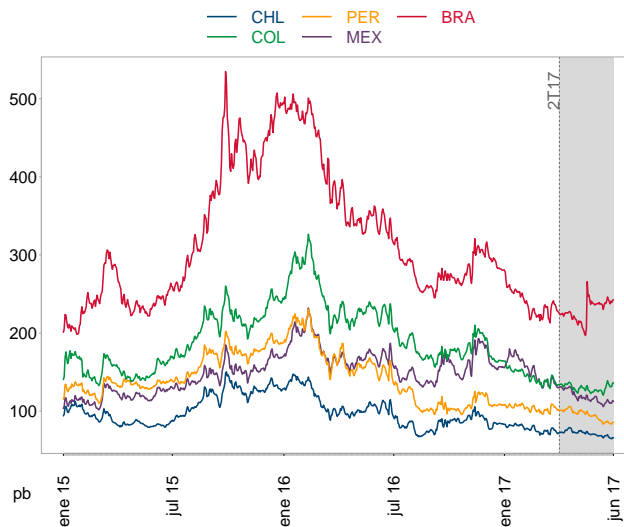
El precio del petróleo durante el trimestre presentó una alta volatilidad, ya que a pesar del cumplimiento en los recortes de la producción de los miembros de la OPEP¹⁵, el precio estuvo presionado por el exceso de oferta generado por la producción en EE.UU. y

¹³El crecimiento del producto en el 1T17 fue de 1,3%, y la tasa de desempleo se ubicó en mayo en un nivel bajo de 3,1%. Por su parte, la inflación anual, a pesar de que se ubicó en los niveles positivos observados desde octubre de 2016, se encontró en mayo en 0,4%.

¹⁴El crecimiento del producto de 6,9% durante el 2T17 fue superior al observado durante todos los trimestres de 2016.

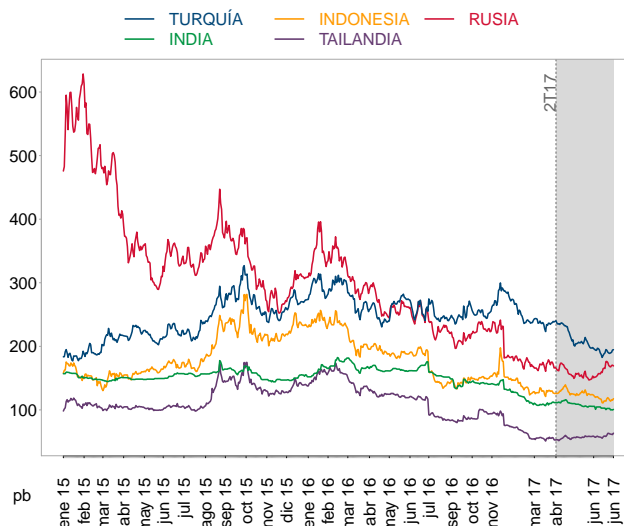
¹⁵Organización de países exportadores de petróleo

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

la reactivación de campos petrolíferos en países que habían presentado interrupciones temporales (Libia y Nigeria). El 25 de mayo la OPEP y un grupo de países productores liderado por Rusia decidió extender los recortes de 1,8 millones de barriles diarios a la pro-

ducción del petróleo por nueve meses, hasta marzo de 2018, lo cual ha sido insuficiente para contrarrestar la tendencia del mercado, permitiendo que al finalizar el trimestre los precios del crudo estuviesen en niveles similares a los observados antes del acuerdo inicial de la OPEP en diciembre de 2016.

Por su parte, los metales industriales, con excepción del hierro, se mantuvieron relativamente estables a pesar de la debilidad de la divisa norteamericana, aunque inicialmente presentaron desvalorizaciones asociadas a datos débiles de construcción en China y menores expectativas de proyectos de infraestructura en EE.UU. que los esperados en noviembre, los precios corrigieron ante los niveles de crecimiento favorables de economías desarrolladas y expectativas de que la relación demanda- oferta de los metales continúe aumentando. De otra parte, los metales preciosos presentaron desvalorizaciones en línea con las perspectivas de normalización de política monetaria en los principales Bancos Centrales y el aumento de las tasas de los fondos federales por parte de la Fed.

Los índices de precios agrícolas continuaron disminuyendo durante el trimestre, influenciados por expectativas de una alta producción en la temporada de cosecha estadounidense de julio y agosto. (Cuadro 1).

En línea con la reducción en la percepción de riesgo, continuaron las entradas de capitales de economías emergentes de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Institute of International Finance (IIF) en el 2T17 se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD55,72 miles de millones (en el 1T17 se reportaron entradas por USD101,2 miles de millones), de las cuales USD34,7 miles de millones fueron hacia mercados de renta fija y USD21,01 miles de millones hacia el mercado de renta variable (Gráficos 4 y 5). Los flujos de capitales estuvieron explicados principalmente por entradas al mercado de deuda de Asia emergente (USD31,9 miles de millones) y al accionario de economías asiáticas (USD15,36 miles de millones). Para el caso de Latinoamérica, en este periodo se registraron entradas netas al mercado accionario por USD1,44 miles de mi-

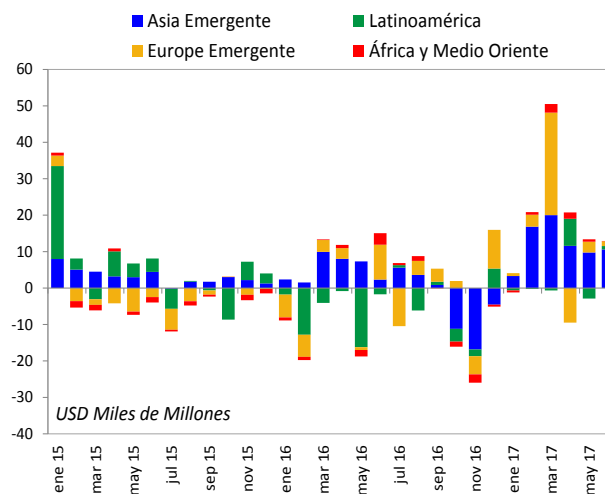
Cuadro 1: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Mar 2017	30 Jun 2017	Variación
Azúcar	17.7	13.6	-22.9%
Aceite de palma	1350.0	1090.0	-19.3%
Hierro	80.4	65.0	-19.2%
Café	1.39	1	-10.9%
Pétroleo BRENT	52.8	47.9	-9.3%
Pétroleo WTI	50.6	46.0	-9.0%
Plata	18.3	16.6	-9.0%
Algodón	76.1	70.1	-7.8%
Ganado	126.7	118.5	-6.5%
Níquel	9875	9280	-6.0%
Cacao	2107.7	1988.1	-5.7%
Café Arabigo	158.8	149.8	-5.7%
Aluminio	1947	1909	-2.0%
Oro	1249.4	1241.6	-0.6%
Maíz	3.5	3.4	-0.6%
Soya	946.0	942.3	-0.4%
Cobre	5849	5908	1.0%
Carbón	51.6	52.6	1.8%
Arroz	9.9	11.8	19.4%
Trigo	4.0	5.0	26.0%
CRB INDEX	185,9	174,8	-6,0%

Fuente: Bloomberg.

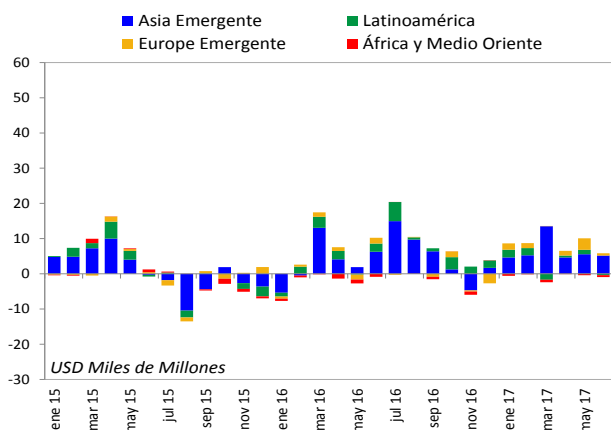
llones y entradas netas al mercado de renta fija por USD5,48 miles de millones.

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



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

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



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

Finalmente, con respecto al crecimiento del producto, el dato observado del 1T17 fue superior frente al esperado por el mercado para Chile y Perú, mientras que fue inferior para México y no cambió para Colombia y Brasil. Entre marzo y junio de 2017, la expectativa de crecimiento para el año en curso aumentó para México y cayó para los demás países de la región (Cuadro 2).

Cuadro 2: Crecimiento 1T17 y Expectativas para 2017

País	Esp. 1T17	Obs. 1T17	Esp. 2017 (Mar. 17)	Esp. 2017 (Jun. 17)
COL	1,10%	1,10%	2,22%	1,87%
BRA	-0,40%	-0,40%	0,48%	0,39%
CHL	0,20%	0,10%	1,80%	1,50%
MEX	2,70%	2,80%	1,60%	1,97%
PER	1,00%	0,20%	3,80%	3,00%

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank

En Latinoamérica, se destaca que en el 2T17 *Moody's* bajó la perspectiva de la calificación de crédito de Brasil de estable a negativa dada la incertidumbre política y el riesgo de aprobación de las políticas económicas del país. De igual forma *Standard & Poor's* alertó sobre un posible recorte en la calificación de Brasil ante la creciente incertidumbre política en el país por las acusaciones al presidente Temer.

En lo referente a política monetaria, la mayoría de los bancos centrales presentados en el Cuadro 3 mantuvieron su tasa inalterada o la disminuyeron. Los países que redujeron su tasa en mayor proporción fueron Brasil, Bielorrusia, Ucrania y Zambia, mientras que los mayores incrementos se dieron en Argentina y México.

Cuadro 3: Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo

	Mar 2017	Jun 2017	Δ 2T17 (P.b)
Brasil	12.25 %	10.25 %	-200
Bielorusia	15.00 %	13.00 %	-200
Ucrania	14.00 %	12.50 %	-150
Zambia	14.00 %	12.50 %	-150
Colombia	7.00 %	6.25 %	-75
Rusia	9.75 %	9.00 %	-75
Chile	3.00 %	2.50 %	-50
Perú	4.25 %	4.00 %	-25
Nueva Zelanda	1.75 %	1.75 %	0
Reino Unido	0.25 %	0.25 %	0
Zona Euro	0.00 %	0.00 %	0
Japón	-0.10 %	-0.10 %	0
Rep. Dominic.	5.50 %	5.75 %	25
Estados Unidos	0.75-1.00 %	1.00-1.25 %	25
Hong Kong	1.25 %	1.50 %	25
México	6.50 %	7.00 %	50
Argentina	25.50 %	26.25 %	75

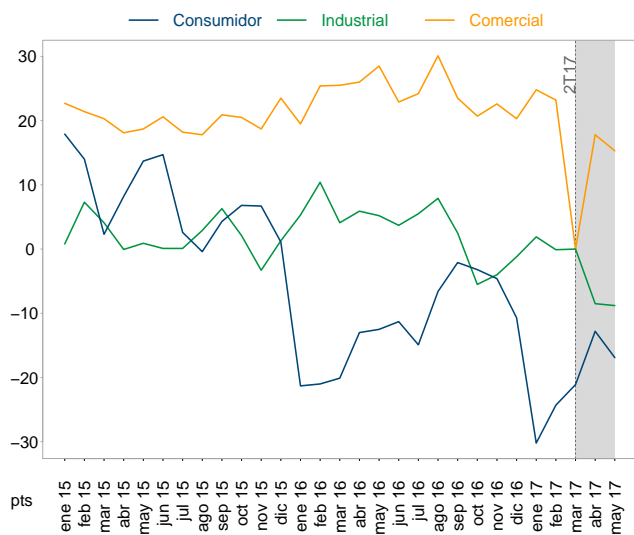
Fuente: Seleccionados de la muestra de países a los que hace seguimiento el *Central Bank Watch* de *Bloomberg*.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 2T17, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron comportamientos mixtos. En el lado negativo se observaron disminuciones en las perspectivas de crecimiento del PIB, menores índices de confianza industrial y comercial, y caídas en la producción industrial y las ventas al por menor. En el lado positivo, las expectativas de inflación para 2017 y 2018 descendieron, la confianza del consumidor aumentó, los rendimientos esperados en el mercado de renta variable son positivos y los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron.

En el Gráfico 6 se presentan los índices de confianza

Gráfico 6: Índices de Confianza



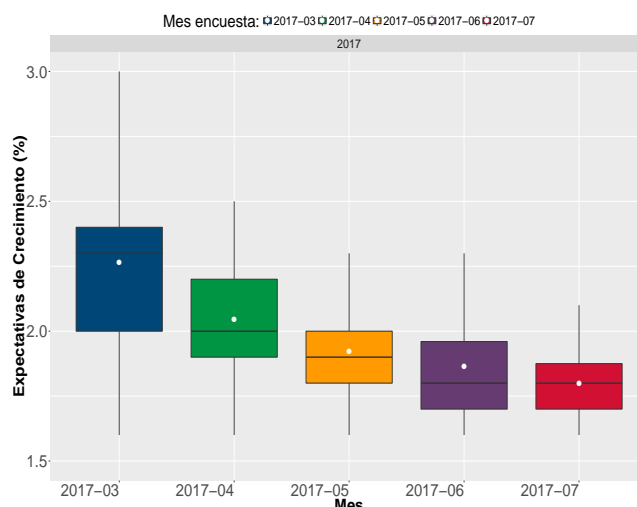
Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial e industrial a noviembre.

de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo¹⁶. Se observa que durante el trimestre los índices de confianza industrial y comercial disminuyeron, mientras la confianza del consumidor se incrementó. Los índices de confianza industrial y comercial pasaron de 0,30% y 22,2% en promedio para el 1T17 a -7,57% y 16% en el 2T17, respectivamente. En el caso de la confianza industrial, esta caída estuvo explicada por un menor volumen actual de pedidos y peores expectativas de producción para el próximo trimestre. En lo referente a la confianza comercial, los menores niveles de existencias y el empeoramiento la percepción sobre la situación económica actual de la empresa o negocio explican este descenso. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores se incrementó desde los bajos niveles observados en el 1T17 de -25,2% a -13,8% en el 2T17. Este incremento estuvo explicado principalmente por la mejoría en el índice de expectativas, principalmente en las proyecciones de los hogares para dentro de un año.

¹⁶Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

Por su parte, en abril y mayo, las ventas al por menor (-2,0% en abril y -0,5% en mayo) y la producción industrial (-6,8% en abril y -0,6% en mayo) estuvieron por debajo de las proyecciones del mercado¹⁷. El Indicador de Seguimiento de la Economía¹⁸ desestacionalizado para abril se ubicó en 157,1, y tuvo un incremento de 1,4% (esp: -0,2%) frente al año anterior, cuando se ubicó en 154,9.

Gráfico 7: Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF)



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

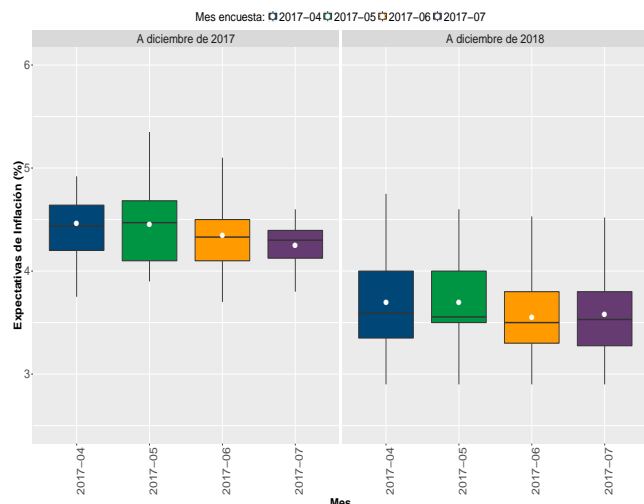
En la Encuesta de Opinión Financiera¹⁹ se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2017 cayeron desde 2,21% en marzo a 1,79% en junio (Gráfico 7). Para 2018, las expectativas de crecimiento pasaron de 2,51% en marzo a 2,46% en junio. En el frente inflacionario, para 2017, las expectativas de inflación disminuyeron desde 4,58% en marzo a 4,34% en junio. Igualmente para 2018, descendieron desde 3,86% en marzo a 3,54% en

¹⁷En las ventas al por menor, las expectativas para abril y mayo fueron de -2,0% y 1,2%, respectivamente. En la producción industrial, las expectativas para abril y mayo fueron de -5,1% y 1,2%, en su orden

¹⁸El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

¹⁹Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 8: Expectativas de Inflación (EOF)



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

junio. De esta forma, la mayoría de los agentes espera que la inflación sea superior a su rango meta en 2017 y que converja a éste en 2018 (Gráfico 8).

En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024²⁰ los agentes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre (Gráfico 9).

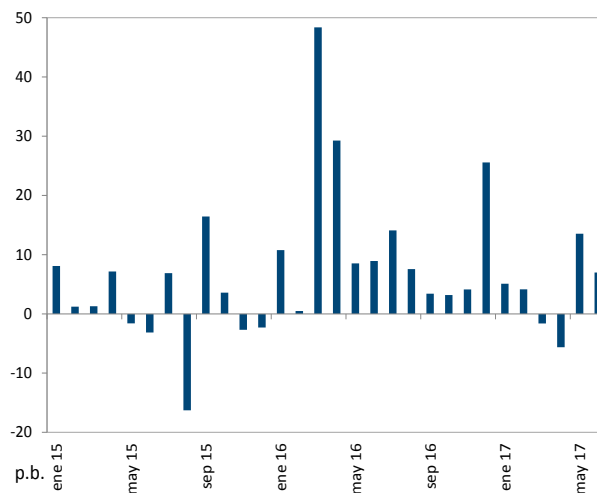
En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de desvalorizaciones en abril y valorizaciones en mayo y junio²¹, comportamiento parcialmente coincidente con las valorizaciones del COLCAP observadas durante todo el 2T17 (Gráfico 10).

²⁰El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

²¹En la encuesta realizada abril, los agentes esperaban en promedio una desvalorización del COLCAP de 0,33%. En la encuesta de mayo y junio los agentes proyectaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 2,59% y 1,36%, respectivamente.

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, la mayoría esperaba que esta se incrementara o permaneciera igual²² (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 cayeron en todos los plazos²³. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 2T17, frente al promedio del 1T17, se observó una reducción en todos los plazos (Gráfico 12 y Gráfico 13)²⁴.

²²En el porcentaje de analistas que consideró que la duración de los portafolios incrementaría o permanecería igual en abril, mayo y junio de 80,0%, 78,8% y 62,5%, respectivamente.

²³En particular, para plazos inferiores a 1 año: -15 p.b., entre 1 y 3 años: -62 p.b., entre 3 y 5 años: -115 p.b. y 5 años o más: -57 p.b.

²⁴En particular, para plazos inferiores a 1 año: -4 p.b., entre 1 y 3 años: -41 p.b., entre 3 y 5 años: -90 p.b. y 5 años o más: -132 p.b.

dumbre política en EE.UU, se redujó la posibilidad de que Trump cumpla con gran parte de sus propuestas de campaña e incrementó la probabilidad de aumentos en las tasas de política monetaria en los Bancos Centrales de economías desarrolladas. (Cuadro 4 Gráfico 14).

Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron la corona islandesa (9,8%), la corona danesa (6,8%), el zloty polaco (6,8%) y el euro (6,7%), mientras que las que presentaron la mayor depreciación fueron el peso argentino (8,1%), el real brasileño (5,9%) y el peso colombiano (5,7%).(Gráfico 15).

Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2017	2T 2017	País	2017	2T 2017
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	-8.0%	-6.8%	Korea del Sur	-5.52%	2.1%
Gran Bretaña	-5.3%	-3.6%	India	-4.9%	-0.4%
Australia	-6.3%	-0.8%	Hong Kong	0.66%	0.47%
Nueva Zelanda	-5.4%	-4.5%	China	-2.4%	-1.5%
Canadá	-3.5%	-2.7%	Malasia	-4.3%	-3.0%
Dinamarca	-7.9%	-6.8%	Tailandia	-5.1%	-1.2%
Suiza	6.4%	4.7%	Indonesia	-1.1%	0.3%
Japón	-3.9%	0.9%	índice 1/ADXY	-3.1%	-0.7%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	1.6%	5.7%	Islandia	-9.8%	-9.8%
Brasil	1.6%	6.0%	Rusia	-3.8%	4.8%
México	-12.6%	-3.2%	Polonia	-11.6%	-6.8%
Argentina	4.7%	8.1%	Turquía	-0.1%	-3.2%
Perú	-3.3%	-0.1%	Israel	-8.9%	-3.5%
Chile	-1.0%	0.0%	Sur África	-4.8%	-2.5%
índice 1/LACI	-3.5%	1.8%	USTW	-5.46%	-3.7%

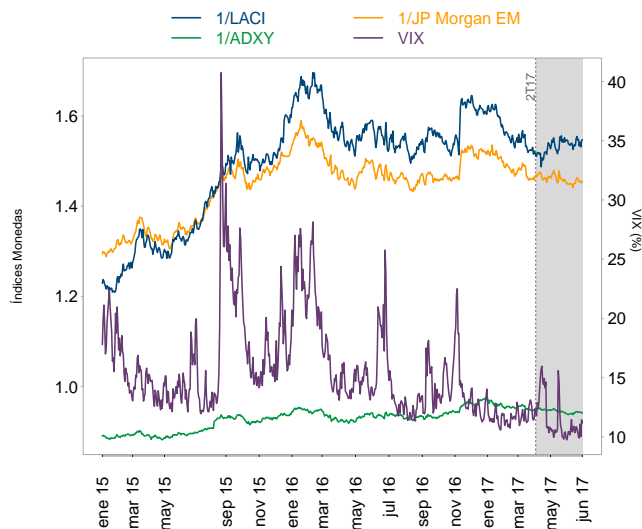
Fuente: Bloomberg.

En América Latina, a diferencia de la mayoría de economías emergentes, las monedas de Colombia y Brasil se depreciaron (5,9% y 5,7%), y las de Chile y Perú se mantuvieron relativamente estables (0,5% y -0,1%). Este comportamiento estuvo explicado principalmente por la dinámica del precio de las materias primas y por factores políticos locales de cada país. El peso mexicano fue la única moneda de la región que se apreció en el trimestre (3,2%), principalmente como resultado de mejores perspectivas en las políticas comerciales con EE.UU.(Cuadro 1).

El sol peruano y el peso chileno presentaron una dinámica similar al comportamiento del precio del cobre ²⁵ y terminaron el periodo en niveles similares a

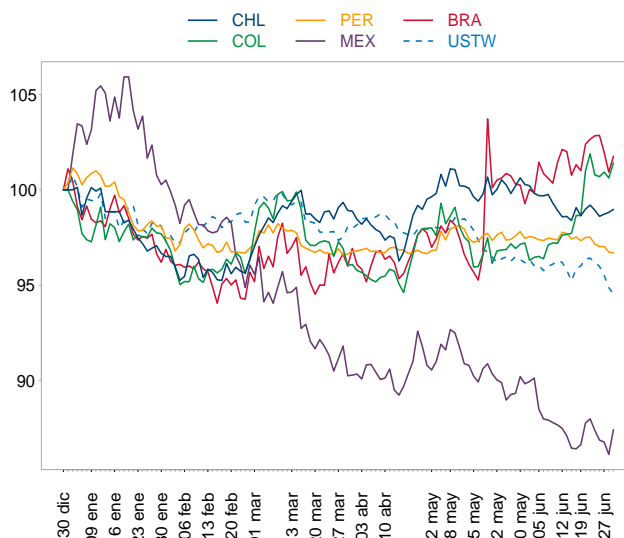
²⁵ Durante el periodo el cobre se valorizó 1%

Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



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

los observados al final del 1T17. Por otra parte, el peso colombiano presentó desvalorizaciones en línea con la caída de 9,3% en el precio del petróleo, así como por la publicación del marco fiscal a mediano plazo, que

de acuerdo a algunos analistas, generó algunas inquietudes en materia fiscal.

Por su parte, el real brasileño y el peso mexicano presentaron un comportamiento que respondió a eventos políticos idiosincráticos. En primer lugar, el real estuvo estable hasta el 18 de mayo, día en que se conocieron pruebas de un posible escándalo de corrupción del Gobierno. En ese día, la moneda presentó una depreciación de 7,4% y no revirtió su comportamiento durante el resto del trimestre. Lo anterior debido a la percepción de que la incertidumbre política podría retrasar la aprobación o generar rechazo de las reformas propuestas por el Presidente Temer en materias pensional y laboral. En segundo lugar, el peso mexicano presentó apreciaciones ante un cambio en la política exterior de EE.UU. frente a este país.

En cuanto a intervención cambiaria, se destaca que el Banco Central de Brasil renovó parcialmente los *swaps* cambiarios tradicionales²⁶ con vencimiento en abril y junio, y la totalidad de los *swaps* con vencimiento en mayo. Adicionalmente, realizó nuevos *swaps* cambiarios tradicionales en mayo ante la incertidumbre política del país. Por su parte, el Banco Central de Perú permitió que se vencieran la totalidad de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR indexados al dólar) disminuyendo su *stock* a cero, redujo su intervención en *swaps* cambiarios tradicionales y realizó compras en el mercado de contado. Por otro lado el Banco Central de México renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta forward (NDF) con vencimientos entre abril y junio, y realizó ventas de dólares al Gobierno Federal.

En el *Cuadro 5* se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado, y en el *Cuadro 6* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementa-

²⁶Los *swaps* cambiarios tradicionales corresponden a instrumentos en el cual el Banco Central se compromete a pagar la variación de tasa de cambio y recibe a cambio la variación de la tasa de interés interbancaria, lo cual aumenta la posición corta en dólares del Banco.

ción de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado²⁷. Por su parte, en el *Cuadro 7* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

Cuadro 5: Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Abr.	0	520	0	0	0
May.	0	0	0	0	0
Jun.	0	0	0	0	0
2T17	0	520	0	0	0

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

Cuadro 6: Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Abr.	0	0	0	0	-151
May.	0	-123	0	31	-116
Jun.	0	0	0	4554	-1093
2T17	0	-124	0	4585	-1360

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

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

Cuadro 7: Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
1T17	0	1694	0	4585	-3360
2T17	0	396	0	-5789	-786

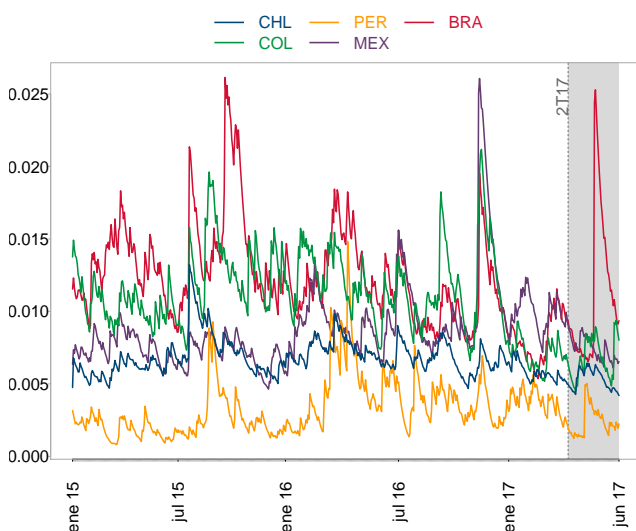
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

Con respecto al promedio registrado en el 1T17, en el 2T17 la volatilidad promedio disminuyó para el peso mexicano, el peso colombiano, el peso chileno, el sol

²⁷En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios y en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y a renovaciones de contratos de venta *forward*.

peruano y aumentó para el real brasileño. El real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad condicional seguida por el peso mexicano, el peso colombiano, 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



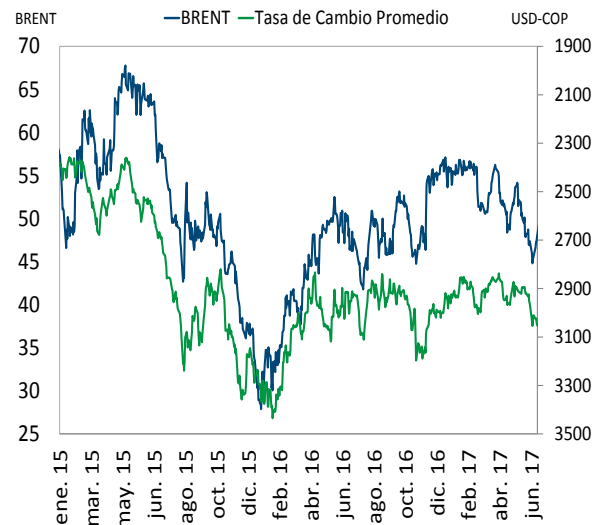
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2017 el peso colombiano se depreció 5,7%²⁸ y su evolución estuvo influenciada principalmente por la disminución en los precios del petróleo, la incertidumbre política en EE.UU, las preocupaciones en materia fiscal que generó la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo y las menores perspectivas de crecimiento del producto. Adicionalmente, en el periodo se pudo observar que en los días en que el offshore demandó más contratos forwards se presentaron depreciaciones en la tasa de cambio (Gráficos 17 y 18).

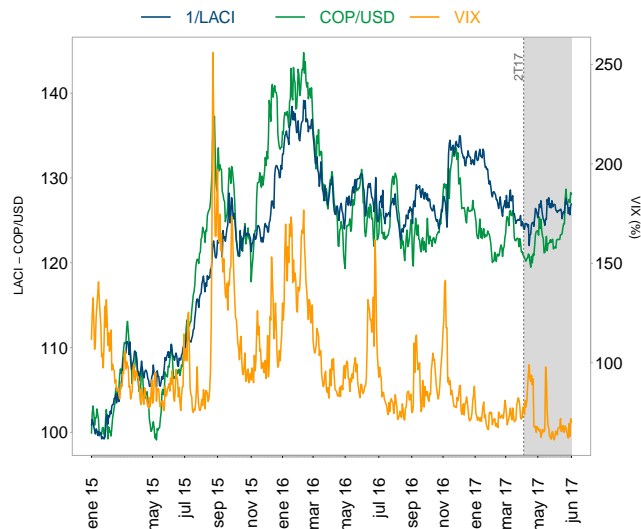
²⁸Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

Gráfico 17: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

Gráfico 18: COP/USD - LACI - VIX



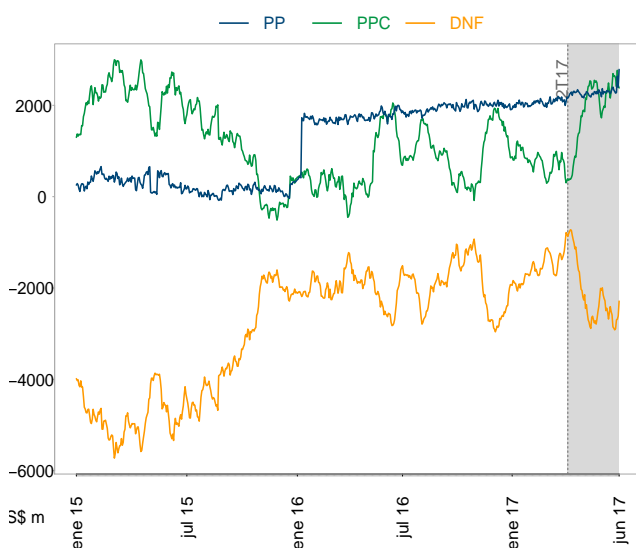
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de diciembre de 2016

La Posición Propia de Contado (PPC)²⁹ de los Inter-

²⁹La 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 opera-

mediarios del Mercado Cambiario (IMC) se ubicó al 30 de junio de 2017 en USD2380 millones y su promedio diario del trimestre en USD1900 millones. Frente al 1T17, la PPC aumentó USD2026 millones, los derechos netos a futuro disminuyeron USD1467 millones y los otros activos netos disminuyeron USD150 millones, lo cual implicó un incremento de USD605 millones en la posición propia total(Gráfico 19).

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



Fuente: Banco de la República.

En el trimestre, los montos promedio negociados en el mercado de contado y el mercado *forward* peso-dólar fueron superiores a los promedios observados en 2016 y 2017. Este aumento en los volúmenes de negociación se concentró principalmente en el mes de junio, en donde los montos promedios de negociaciones en el mercado *spot* marcaron máximos desde abril de 2016 y en el mercado *forward* máximos históricos. En particular, en el mercado *forward*, el monto promedio diario negociado en el 2T17 fue de USD1463 millones (abril: USD1360 millones, mayo: USD1346 millones y junio: USD1682 millones), frente a un promedio en

ciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

2017 de USD1419 millones; y en el mercado de contado el promedio diario ascendió a USD1287 millones (abril: USD1200 millones, mayo: USD1316 millones y junio: USD1682) frente a un promedio en el primer semestre del año de USD1242 millones.

Respecto al monto total negociado, en el 2T17 se pactaron operaciones *forward* peso-dólar³⁰ por USD109.480 millones³¹, que fueron superiores al nivel observado en el 1T17 y en todos los trimestres de 2016. En el mercado cambiario de contado peso-dólar, el monto total negociado fue de USD77.756 millones, el cual fue superior al observado en todos los trimestres del 2016 y al del 1T17³².

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD14,9 miles de millones en el 1T17 a USD15,8 miles de millones en el 2T17 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de junio ascendió a USD4,98 miles de millones.

Durante el 2T17 se negociaron un total de 71.514 futuros de TRM³³, volumen inferior al negociado durante el 1T17 (71.736 contratos), por un monto total de USD3.576 millones. Al 30 de junio de 2017 la posición abierta era de 2.253 contratos, la mayoría con vencimiento en julio. Respecto a los mini futuros de TRM³⁴, se negociaron un total de 24.194 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (39.056 contratos) por un total de USD121 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 30 de junio era de 442 contratos, la mayoría con vencimiento en julio.

³⁰Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar.

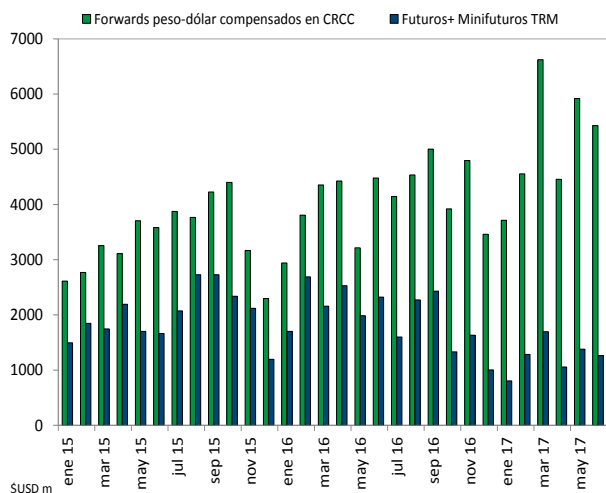
³¹USD46.238 millones en abril, USD29.602 millones en mayo y USD33.641 millones en junio. Fuente: Banco de la República.

³²Montos totales: 1T16: USD81.370 millones, 2T16: USD84.006 millones, 3T16: USD84.199 millones, 4T16: USD73.292 millones y 1T17:USD73.831. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

³³Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁴Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁵, en el 2T17 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD791 millones, lo que se explica por salidas netas de USD14 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD805 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, se presentaron salidas netas de divisas en la cuenta de capital por USD487 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD1169 millones, reintegros netos de capital oficial por USD1993 millones y salidas por concepto de otras operaciones especiales por USD1312 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron entradas de divisas por inversión extranjera directa neta de USD2531 millones, por inversión extranjera de portafolio neta³⁶ de USD365 millones³⁷ y por préstamo

³⁵La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

³⁶Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

³⁷De estos flujos USD745 millones se presentaron en abril, USD112 millones en mayo y salidas de USD492 millones en ju-

neto de USD802 millones, mientras que el rubro de operaciones especiales del sector privado presentó salidas de divisas³⁸ por USD4841 millones. Frente a los flujos presentados en el 1T17, se destaca un aumento en los ingresos por inversión extranjera directa neta (USD2531 millones vs USD1718 millones) y una reducción en los flujos por inversión de portafolio neta (USD365 millones vs USD1671 millones).

nio.

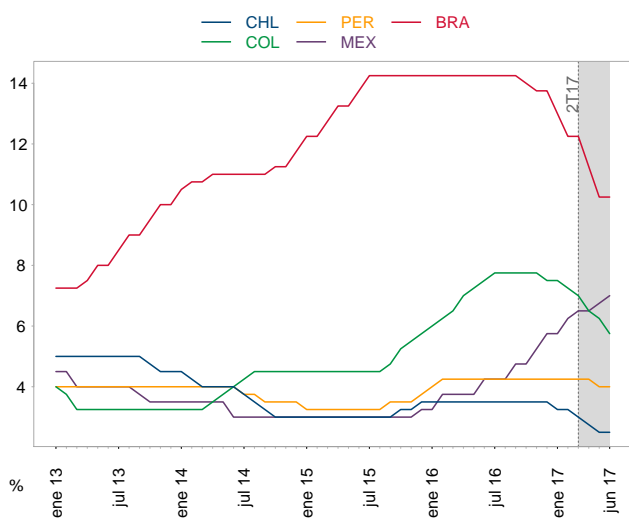
³⁸Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Con excepción del Banco de México (Banxico), en el 2T17 los bancos centrales de los países de la región recortaron sus tasas de interés. Cabe anotar que el ritmo de la disminución fue distinto según el país que se analice. Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2017, el Banco Central de Brasil acumuló una reducción en su tasa de referencia de 2 puntos porcentuales (p.p.). Por su parte, el Banco de la República la disminuyó en 1,25 p.p., mientras que la rebaja acumulada del Banco Central de Chile ascendió a 50 puntos básicos (p.b.). En su reunión de Mayo, el Banco Central de Reserva del Perú redujo su tasa de política monetaria en 25 p.b. luego de haberla mantenido estable desde febrero de 2016. En contraste, Banxico aumentó su tasa de interés objetivo en 50 p.b. a lo largo del trimestre. (Gráfico 21 y Cuadro 8).

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a junio de 2017 para Latam

País	Variación 2T17*	TPM Jun-17**
COL	-125	5,75 %
CHL	-50	2,50 %
PER	-25	4,00 %
BRA	-200	10,25 %
MEX	+50	7,00 %

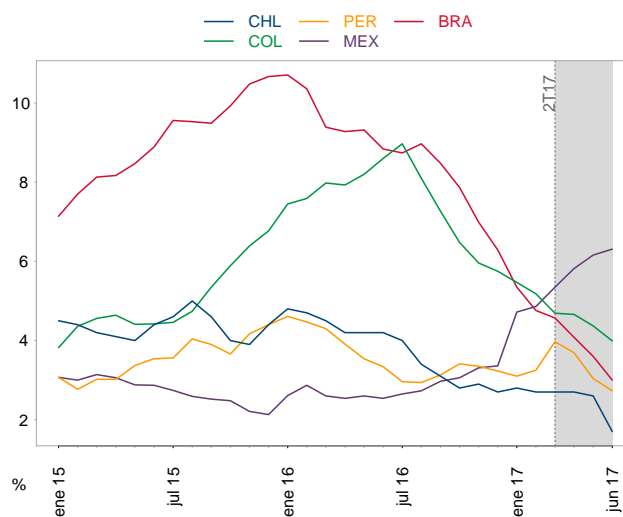
Fuente: Bloomberg.

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

** Nivel al 31 de marzo de 2017.

Las decisiones de política monetaria se dieron en un contexto en el cual la inflación anual se situó dentro del rango meta para los países analizados, con excepción de México y Colombia, estando en este último caso por fuera durante abril y mayo (Gráfico 22). Cabe destacar que desde febrero de 2015, el indicador no se encontraba dentro del rango meta.

Gráfico 22: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Para Colombia, Brasil, Perú y Chile, el IPC mostró una tendencia decreciente y registró caídas mensuales consecutivas entre abril y junio de 2017 para situarse al finalizar el semestre en 3,99%, 3%, 2,73%, 1,70%, respectivamente. En el caso de México, la inflación a doce meses aumentó en cada uno de los meses del trimestre para situarse en 6,31% a junio de 2017. (Cuadro 9).

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Mar 2017	Anual Jun 2017	Rango meta 2017*
COL	4,69%	3,99%	2,0% - 4,0%
BRA	4,57%	3,00%	3,0% - 6,0%
CHL	2,70%	1,70%	2,0% - 4,0%
MEX	5,35%	6,31%	2,0% - 4,0%
PER	3,97%	2,73%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

* De acuerdo con lo informado por los bancos centrales al 30 de junio de 2017.

De acuerdo con Banxico, si bien las condiciones financieras domésticas y el panorama de riesgos han mejorado en México, como se anotó, la inflación anual no ha parado de aumentar. En este contexto, los aumentos en la tasa de interés de referencia por parte del banco central no solamente se han enfocado en detener el crecimiento de la inflación sino en sincronizar la política monetaria local con la de la Fed. En efecto, en diciembre de 2015, un día después que la Reserva Federal anunció su primer incremento del rango de tasa de federales, Banxico inició su ciclo contractivo actual. Desde ese entonces, Banxico ha aumentado su tasa de interés objetivo en 350 p.b., mientras que la Fed lo ha hecho en 75 p.b.

En el caso de Chile, el Banco Central recortó la tasa de política monetaria en 25 p.b. tanto en su reunión de abril como en la de mayo de 2017. En la del cuarto mes del año, el banco central indicó que la actividad económica y demanda interna permanecían débiles y que las condiciones del mercado laboral se habían deteriorado para ese entonces más de lo esperado. En la siguiente reunión, el Banco Central mencionó que a pesar de haber más volatilidad, las condiciones domésticas continuaban siendo favorables y en

un contexto de mayor inflación y crecimiento robusto en países desarrollados. En junio decidió mantener su tasa de interés estable y justificó su decisión en la medida que las variables financieras locales se percibieron como favorables y en un escenario en el que la actividad se ha venido recuperando gradualmente y las expectativas de inflación se han encontrado en línea con el rango meta.

En Perú, el recorte de su tasa de interés objetivo en mayo se justificó por el crecimiento débil del producto en el 1T17, el cual fue el más bajo en los últimos dos años, debido al impacto de las inundaciones severas por El Niño y las menores inversiones en infraestructura como consecuencia del Odebrecht. Si bien en la reunión de abril el banco central mostró preocupación por el impacto temporal que los desastres climáticos podrían tener en la inflación, las lecturas mensuales del IPC mostraron caídas consecutivas a lo largo del 2T17. Cabe anotar que en su reunión de junio, el presidente del banco central manifestó que mayores recortes de la tasa de referencia serían posibles ante un incremento en las expectativas de inflación y las condiciones económicas.

El Banco Central de Brasil continuó con los recortes de la tasa de política monetaria durante el segundo semestre del año en curso. Tanto en la reunión de abril como en la de mayo redujo la tasa de referencia en 100 p.b. Dichos recortes se justificaron en un contexto de caída persistente de la inflación, mejoras en el frente externo y en un crecimiento positivo aunque débil del producto en el 1T17, el cual detuvo la desaceleración que enfrentó la economía por ocho semestres consecutivos, siendo la de mayor duración en la historia del país. A pesar de lo anterior, las minutas de la reunión de junio mostraron la preocupación del banco central sobre el vínculo incierto entre el entorno político altamente inestable y la dinámica de la inflación. En efecto, para el banco central, los riesgos y escándalos políticos podrían afectar la estimación de la tasa de interés estructural, afectando así la velocidad de futuros recortes.

Por su parte, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo la tasa de política monetaria en 50 p.b. en sus reuniones de abril y junio, mientras que el recorte fue de 25 p.b. en la sesión de mayo. De esta manera, la disminución acumulada de la tasa de referencia fue de 1,25 p.p. y se situó en 5,75 % al cierre de junio. En las tres reuniones, la Junta tomó en consideración la desaceleración continúa que ha venido mostrando la inflación y que los datos de indicadores líderes de actividad económica como la confianza del consumidor, ventas al menor y crecimiento de la producción industrial se han ubicado por debajo de lo esperado por el mercado. En efecto, en el comunicado de la reunión de mayo se mencionó que “el crecimiento económico del primer trimestre de 2017 fue bajo (1,1 %) y algo inferior a lo proyectado por el equipo técnico del Banco (1,3%)”. Adicionalmente, que “para el segundo trimestre, los indicadores de actividad económica sugieren un bajo dinamismo”.

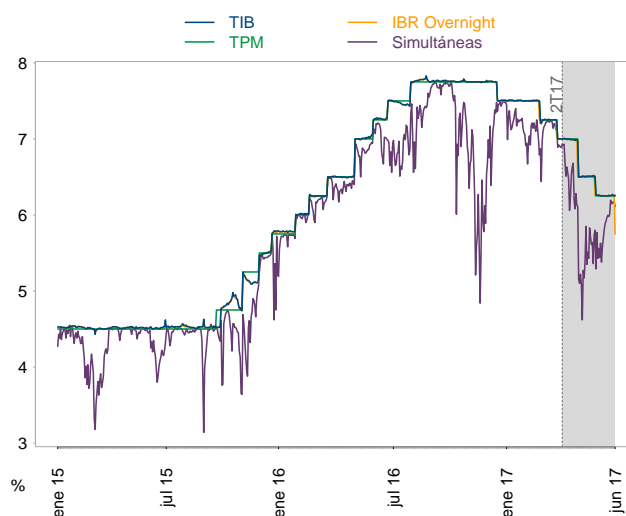
En cuanto a los factores que la Junta ha venido ponderado en sus decisiones de política se encuentran como persistentes en sus comunicados la creciente debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración más allá de la compatible con el deterioro en la dinámica del ingreso, originado por la caída en los precios del petróleo, que los indicadores recientes apuntan a un mayor riesgo de aumentos en los excesos de capacidad de la economía y la incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3 %.

6.2 Mercado Monetario Colombiano

En el 2T17 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR *overnight* y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia todos los días del trimestre. Su comportamiento fue volátil teniendo en cuenta que a lo largo del trimestre el promedio del *spread* calculado entre la tasa de política monetaria (TPM) y

la tasa de simultáneas fue de 0,67 %. Adicionalmente, el comportamiento de esta variable fue diferente cada mes: el *spread* promedio en abril fue de 0,52 %, luego aumentó en mayo hasta 1,05 % y cayó nuevamente a 0,39 % en junio (Gráfico 23).

Gráfico 23: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

Al inicio de abril, los agentes del mercado manifestaron que no hubo bastantes oportunidades para tomar recursos a tasas por debajo de la TPM, situación que los hizo indiferentes a tomarlos en las subastas de repos del Banco de la República (BR) frente a aquellos provistos en el mercado de simultáneas. Posteriormente, algunas entidades comentaron que luego de Semana Santa, y en un escenario de amplia liquidez³⁹, fue posible aprovechar oportunidades para tomar recursos de forma persistente a tasa más bajas que la TPM debido a un mayor apetito para conseguir ciertas referencias de títulos de deuda pública, sobre todo aquellos del tramo largo de la curva de deuda pública (jul-24, ago-26, abr-28 y jun-32), con el fin de cerrar operaciones en corto.

³⁹Por cuanto las entidades habían aumentado con anterioridad a la Semana Santa los saldos de sus cuentas de depósitos en el BR, con el fin de incrementar su promedio de encaje y no verse presionados por recursos durante períodos de menor actividad en el mercado.

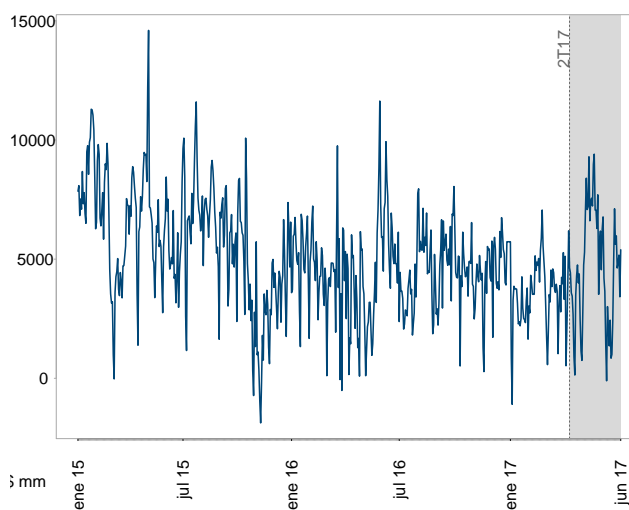
Durante mayo se evidenciaron bajos niveles de liquidez en el mercado monetario, reflejados en un menor dinamismo, lo que pudo estar asociado al traslado de impuestos hacia la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) a principios del mes. En el mercado de simultáneas los agentes manifestaron que para algunas referencias específicas de títulos de deuda pública del tramo largo, sobre todo aquellas que vencen en ago-26, jul-24 en la curva en pesos y la que vence en mar-27 para el segmento UVR, se evidenció un apetito persistente por parte de los agentes para cubrir sus operaciones en corto, llevando en ocasiones a cerrar operaciones a tasas negativas. Lo anterior pudo explicar, en gran parte, el comportamiento de la tasa de simultáneas a lo largo del mes. Adicionalmente, en períodos cuando los agentes no podrían cubrir sus necesidades de corto plazo en el mercado de simultáneas, por una menor oferta de recursos o posturas con tasas elevadas por parte de sus contrapartes, la demanda en la subasta de repos del BR fue mayor.

Como ya se mencionó, junio fue el mes en el cual el *spread* promedio entre la tasa de referencia y la tasa ponderada de simultáneas fue el más bajo durante el trimestre. En general, el dinamismo y la disponibilidad de recursos mejoraron a lo largo del mes. En la primera mitad, los agentes encontraron más oportunidades para pactar operaciones en el mercado a tasas cercanas a la TPM, lo cual propició a una recuperación en la tasa de simultáneas promedio. Adicionalmente, si bien a lo largo del mes continuó la tendencia observada desde finales de marzo de mayor apetito por títulos específicos del segmento largo de la curva de TES, las mejores condiciones del mercado pudieron haber explicado que las tasas de las operaciones de simultáneas sobre estas referencias aumentaran con respecto a las pactadas en períodos anteriores. De otro lado, en la semana que cerró el 16 de junio, el vencimiento de un título de deuda pública por COP2,6 billones y el recaudo de impuestos contribuyeron a que las condiciones de liquidez fueran más holgadas, permitiendo el cierre de operaciones con montos importantes. Sin embargo, para el resto del mes, las entidades superavitarias colocaron posturas para cerrar operaciones a tasas más

altas a la TPM, lo que afectó el dinamismo del mercado, pues desincentivó la toma de recursos por parte de las entidades deficitarias, especialmente aquellas con acceso a las operaciones de expansión del BR.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora en todos los días del trimestre con excepción del 6 de junio de 2017, en el cual se ubicó en -\$105 mm y a su vez correspondió al dato mínimo durante el 2T17. Por su parte, el máximo nivel de la posición se observó el 16 de mayo de 2017, registrando un nivel de \$9.404 mm. Dicha posición cerró en \$5.393 mm el 30 de junio del año en curso (Gráfico 24).

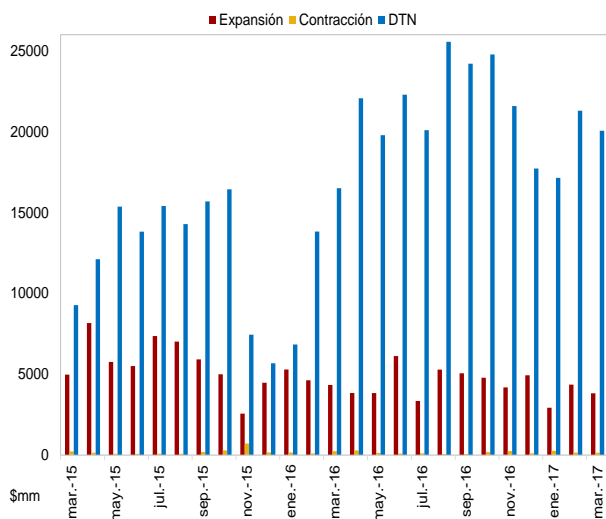
Gráfico 24: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Con respecto al promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$19.989 mm en el 1T17 a \$23.537 mm en el 2T17 (Gráfico 25).

Gráfico 25: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2017



Fuente: Banco de la República.

6.3 Mercado de Deuda Pública

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

En el 2T17 la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. presentó un aplanamiento. Las desvalorizaciones del tramo corto se dieron principalmente durante los meses de mayo y junio. En mayo, éstas coincidieron con diversas señales que fortalecieron las expectativas sobre el incremento del rango de los fondos federales en junio: i) el comunicado del FOMC de su reunión de mayo en el que se señaló que el comportamiento decepcionante de la economía estadounidense durante el 1T17 era transitorio y que esperaban que el crecimiento de la economía se acelerara en el 2T17; y ii) el fortalecimiento del mercado laboral durante abril ante la inesperada reducción en la tasa de desempleo a un nivel de 4,4% (esp: 4,6%), la reducción del subempleo de 8,9% a 8,6% y el incremento en 211.000 nóminas no agrícolas (esp: 190.000 y ant: 79.000). Posteriormente, las desvalorizaciones se reforzaron luego de que la Fed efectivamente incre-

mentó el rango de los fondos federales 25 p.b. en su reunión de junio.

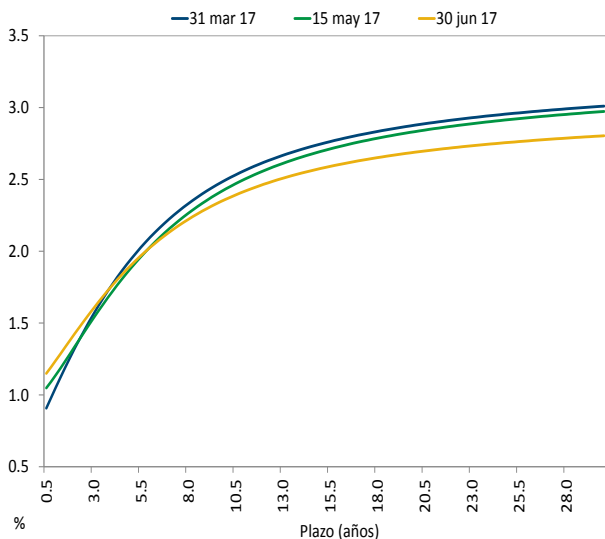
Por su parte, las valorizaciones del tramo largo de la curva de rendimientos fueron resultado de la demanda de activos refugio en determinados escenarios de tensiones geopolíticas en los que aumentó la percepción de riesgo a nivel internacional. Lo anterior tuvo lugar particularmente en abril ante varios factores tales como las pruebas nucleares de Corea del Norte y la intensificación del conflicto en Siria, y en mayo luego de que se conocieran señales de una posible intervención rusa en las elecciones presidenciales en los EE.UU. de 2016⁴⁰.

En junio, las valorizaciones del tramo largo fueron resultado de una caída en las proyecciones de inflación del mercado, debido a que por tercer mes consecutivo se observó una inflación inferior a las expectativas del mercado (obs: 1,9%; esp: 2%; ant: 2,2%), lo cual, junto con la caída en los precios del petróleo y la reducción de los rangos de inflación proyectados por la Fed para 2017 y 2018, provocó una caída del *Forward Breakeven Inflation* a 5 años de 1,89% a 1,81% y a 10 años de 1,81% a 1,71%. Además, estas valorizaciones también pudieron estar afectadas por la demanda

⁴⁰Específicamente, en abril la percepción de riesgo aumentó por: i) la activación del artículo 50 del Tratado de Lisboa mediante el cual se da inicio formal a un periodo de dos años de negociación para la salida del Reino Unido de la Unión Europea; ii) el ataque de EE.UU. a una base militar siria y la subsiguiente tensión generada con Rusia; iii) las pruebas nucleares de Corea del Norte y el aviso del Gobierno de Trump sobre el desplazamiento de una flota naval a la península coreana junto con navíos de las flotas japonesa y sur coreana, y el anuncio no confirmado de que China había posicionado tropas en las frontera con Corea del Norte; iv) la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales en Francia, y v) el anuncio de que se llevarían a cabo elecciones parlamentarias en el Reino Unido el 8 de junio. En mayo, las valorizaciones de los *Treasuries* coincidieron con la incertidumbre política generada por los posibles vínculos entre el Gobierno de Donald Trump y Rusia, luego del despido por parte de Donald Trump del director del FB, James Comey, el 10 de mayo y la posterior divulgación en el *New York Times* de que Trump le había sugerido a este último pasar por alto la investigación entre la campaña electoral de Donald Trump y el Gobierno ruso. Como resultado, el 17 el Departamento de Justicia de este país nombró un comité especial para investigar la intervención rusa en las elecciones presidenciales del 2016.

de activos refugio ante eventos que incrementaron la incertidumbre política en algunas economías desarrolladas (Gráfico 26).

Gráfico 26: 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 con las del cierre de junio de 2017, estas presentaron un comportamiento heterogéneo marcado por factores locales de cada país (Gráfico 27).

En México, la curva de rendimientos se aplanó de tal forma que cerró con desvalorizaciones en el tramo corto y valorizaciones en los tramos medio y largo. El comportamiento de los bonos de corto plazo se explica por los incrementos de la tasa de política monetaria que al final del periodo sumaron 50 p.b, y el aumento de la inflación por encima del rango objetivo de 5,35% en marzo a 6,30% en junio. Por su parte, las valorizaciones de los tramos medio y largo, que se concentraron en el mes de junio, se explicaron por un menor peso asignado a la posibilidad de cambios significativos en la política de los EE.UU. en el largo plazo, y por los resultados de las elecciones en el

Estado de México en donde el *Partido Revolucionario Institucional* (PRI) obtuvo una victoria marginal, la cual fue percibida como positiva por el mercado. Adicionalmente, contribuyeron a esta dinámica los incrementos en la confianza del consumidor (obs: 3,9%; esp: 3,2%; ant: -3,3%), en la inversión de las empresas (obs: 86,8; esp: 84,6; ant: 82,8) y en el rango pronosticado de crecimiento por el Banco Central desde 1,3%-2,3% a 1,5%-2,5%.

La curva de rendimientos de Perú se empinó, registrando valorizaciones a lo largo de toda la estructura a término. Las mayores valorizaciones de los tramos corto y medio estuvieron influenciadas por la expectativa del mercado de una política monetaria más expansiva en abril ante la desaceleración de la economía generada por el fenómeno de *El Niño Costero*, la reducción en 25 p.b. en la tasa de política monetaria por parte del Banco Central en mayo y el retorno de la inflación al rango objetivo del banco central, la cual pasó de 3,97% en marzo a 2,73% en junio. En lo referente a los tramos medio y largo, las valorizaciones estuvieron relacionadas con datos macroeconómicos positivos. En abril se registró un crecimiento en las exportaciones⁴¹ y un dato de crecimiento del producto superior a las expectativas del mercado⁴², mientras que en junio se redujo de la tasa de desempleo por debajo de lo esperado (obs: 6,6%; esp: 7,2%; ant: 6,8%) y aumentaron las expectativas de crecimiento para 2017 de 2,5% a 2,6%.

En el caso de Brasil, el empinamiento de la curva de rendimientos resultó en valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones en los tramos medio y largo. Las valorizaciones del tramo corto fueron el resultado de los recortes de la tasa de interés de referencia (200

⁴¹En marzo las exportaciones crecieron 12,92% ante los mayores envíos de productos tradicionales (15,22%) como el cobre, zinc, hierro, estaño y plata y los no tradicionales (6,91%) como los productos textiles, pesqueros y siderometalúrgicos.

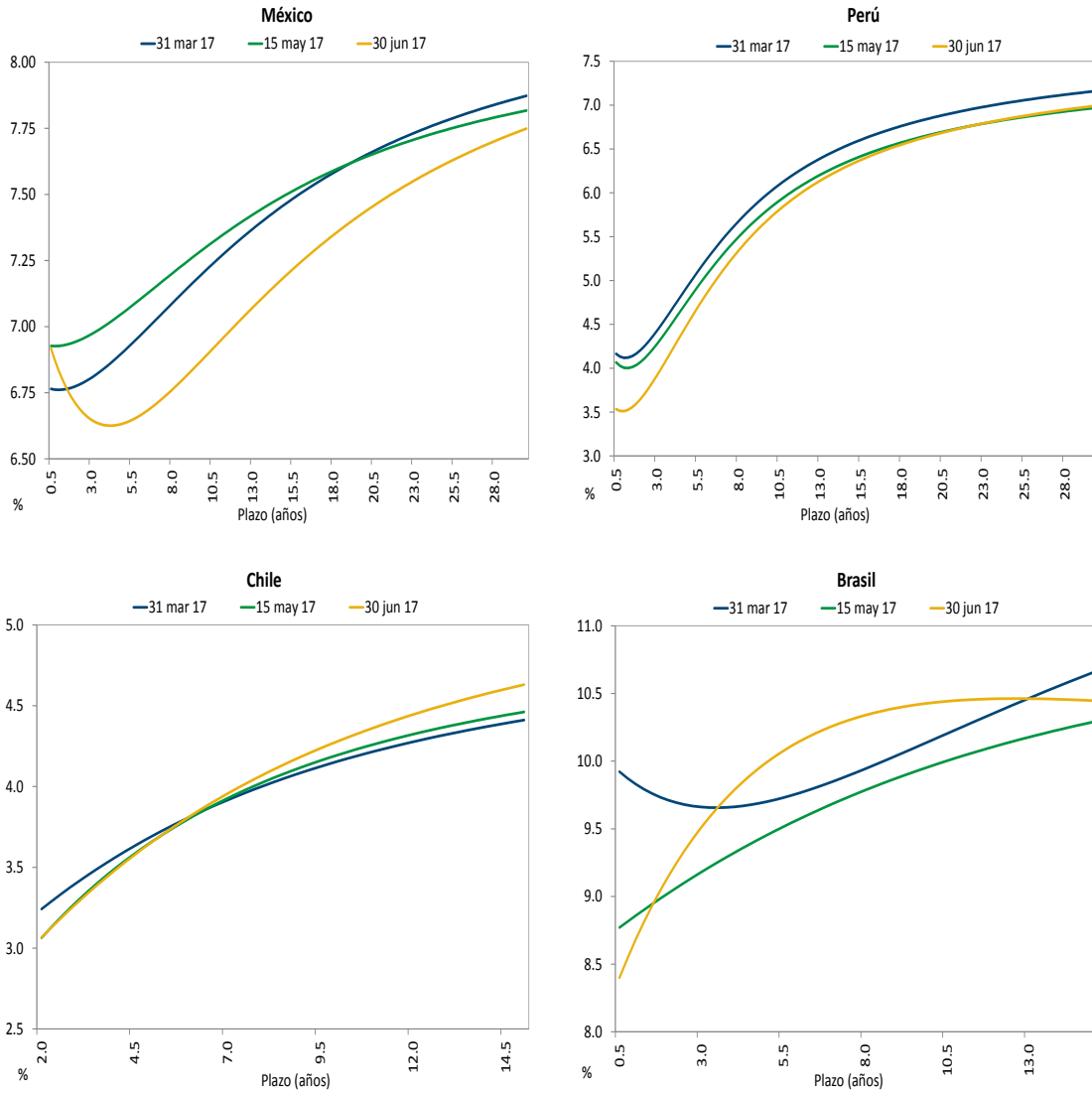
⁴²Durante marzo la economía peruana creció 0,71% lo cual, aunque representa el menor avance mensual desde noviembre del 2014, resultó superior a las expectativas del mercado de 0%. De igual forma, en el 1T17 la actividad productiva del Perú se expandió 2,08% a/a, mientras el mercado esperaba un crecimiento del 1,8% a/a.

p.b. durante el periodo), así como de la reducción de la inflación de 4,57% en marzo a 3% en junio; mientras que las desvalorizaciones en los tramos mediano y largo tuvieron lugar en mayo luego de que se conocieran pruebas de un posible escándalo de corrupción del actual presidente Michel Temer⁴³.

La curva de Chile también registró un empinamiento durante el periodo, con valorizaciones en los tramos corto y medio y desvalorizaciones en el tramo largo. El tramo corto reflejó las expectativas de una política monetaria expansiva ante datos débiles de fundamentales de esta economía, que se materializaron en recortes de la tasa de política monetaria en 50 p.b. durante el trimestre. En particular, en abril se conoció que la producción industrial de febrero se contrajo 7,6% (esp: -6,5%; ant: 2,1%) y la producción de cobre cayó 17% en febrero, tocando el menor nivel desde el 2011, como resultado de la huelga en la mina *La Escondida* por un lapso de 43 días. En línea con lo anterior, ese mismo mes el Banco Central de Chile redujo su pronóstico de crecimiento del producto para 2017 desde un rango de 1,5%-2,5% a uno entre 1%-2%.

⁴³ 18 de mayo.

Gráfico 27: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 31 de marzo de 2017 y el 30 de junio el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$242,7 billones a \$242,8 billones. En el 2T16 se emitieron \$12,5 billones⁴⁴ de TES de largo plazo de los \$33,4 billones aprobados para 2017. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2017 es de \$13 billones y al 30 de junio se expidieron \$5,2 billones.

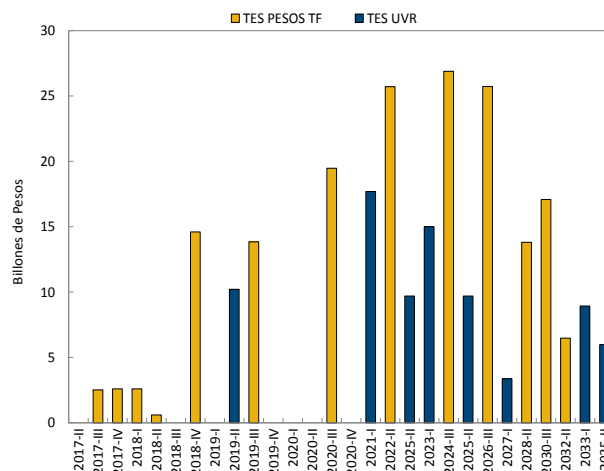
Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 2T17 se destaca que el 14 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público dio a conocer el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2018 y las modificaciones para el del 2017. En particular, para el 2017 se incrementó la meta de déficit fiscal de 3,3 % a 3,6 % del PIB, se redujo el crecimiento esperado de 2,5 % a 2,3 %, y se aumentó el rubro de financiamiento en \$6,3 billones (hasta \$74,5 billones) en línea con el mayor déficit a financiar y las amortizaciones de deuda interna (ante la redención anticipada de \$4 billones de TES para el 2018). En este punto, el organismo anunció un aumento en las emisiones de TES este año de \$6,4 billones hasta \$39,7 billones (\$2 billones por subastas, \$2 billones por operaciones convenidas, \$1 billón en subastas de colocación directa de UVR de largo plazo, y \$1,5 billones de emisiones para el pago de otras obligaciones). Por su parte, para el 2018 se estableció una meta de déficit fiscal de 3,1 % del PIB, y se espera que las necesidades de financiamiento se reduzcan a \$66 billones al tiempo que las emisiones de TES sean de \$39,3 billones, de los cuales \$3 billones serán TES UVR de largo plazo.

En el 2T17 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 30 de junio, en el 2017 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$10,3 billones correspondientes al 6 % del saldo en circulación. En el período analizado hubo un pago de cupón por \$828 mm, \$1800 mm y \$453 mm de los TES en pesos que vence el 28 de abril de 2028, el 04

⁴⁴Valores nominales. \$8,5 billones de TES en pesos y \$4 billones de TES UVR.

de mayo de 2022 y el 30 de junio de 2032. Así mismo, hubo pago de cupón por \$357 mm, \$284 mm y \$339 mm de los TES en UVR que vencen el 17 de abril del año 2019, el 04 de abril del año 2035, y el 07 de mayo de 2025, respectivamente. Por último hubo pago de principal del título UVR que venció el 17 de mayo de 2017 por \$6,7 billones, con un cupón que ascendió a \$285 mm. En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 28: Proyección de Vencimientos TES



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

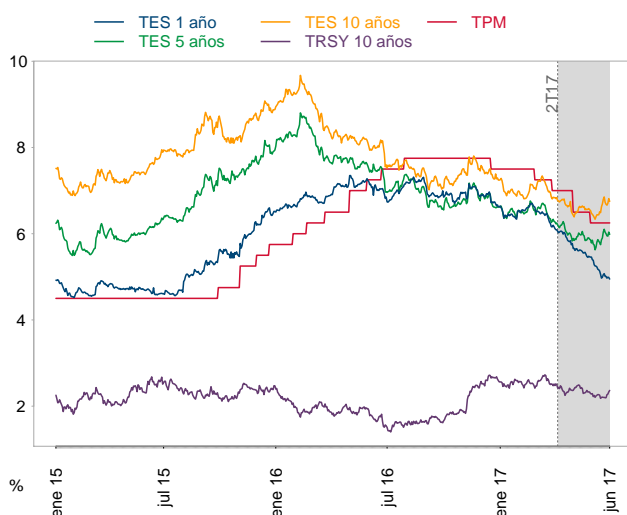
Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 2T17 con las del cierre del 1T17, se observan variaciones en promedio de -108 p.b. en el tramo corto, de -48 p.b. en el tramo medio y de -11 p.b. en el tramo largo⁴⁵ (*Gráficos 29, 30 y 31*). Las valorizaciones generalizadas de la curva estuvieron relacionadas con disminución de la inflación observada y esperada, recortes en la tasa de política monetaria y demanda por parte de extranjeros. No obstante, las compras de TES por parte de inversionistas se revirtieron parcialmente en a finales de junio lo

⁴⁵Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

que generó desvalorizaciones en dicho mercado.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 2T17 con las de finales del 1T17, se observaron variaciones en promedio de 9 p.b. en el tramo corto, 7 p.b. en el tramo medio y 5 p.b. en el tramo largo⁴⁶. Durante el trimestre se observaron desvalorizaciones relacionadas con menor apetito por títulos indexados a la UVR ante una senda de inflación decreciente. De igual forma, la parte corta de la curva presentó bajos niveles de transacción, especialmente el título con vencimiento en mayo de 2017.

Gráfico 29: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



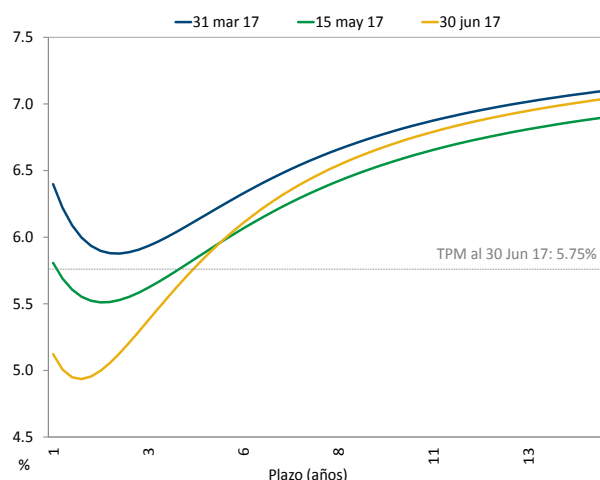
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En el 2T17 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES en pesos por \$1,7 billones⁴⁷. En relación con los saldos tanto en el mercado *spot* como en el *forward*, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,91% el 31 de marzo a 35,46% el 30 de junio de 2017. La caída en la participación se explica por nuevas emisiones y ven-

⁴⁶ *Idem*.

⁴⁷ Compras netas en el mercado *spot* por \$926 miles millones y en el mercado de *forwards* por \$762 miles de millones.

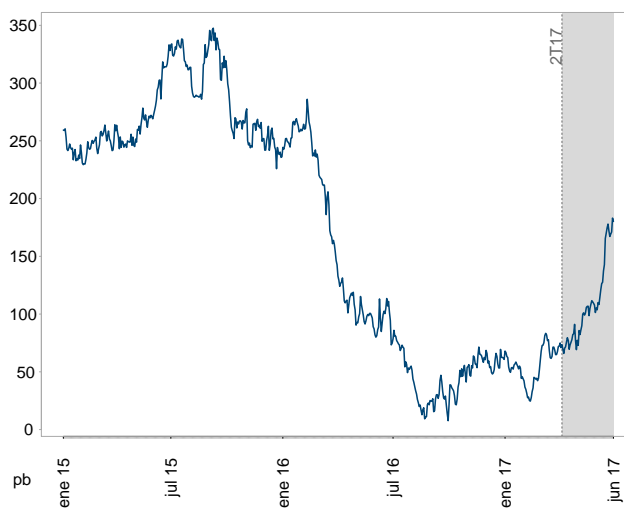
Gráfico 30: Curvas *Spot* Colombia



Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
-108 p.b.	-48 p.b.	-11 p.b.

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2017. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 31: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)

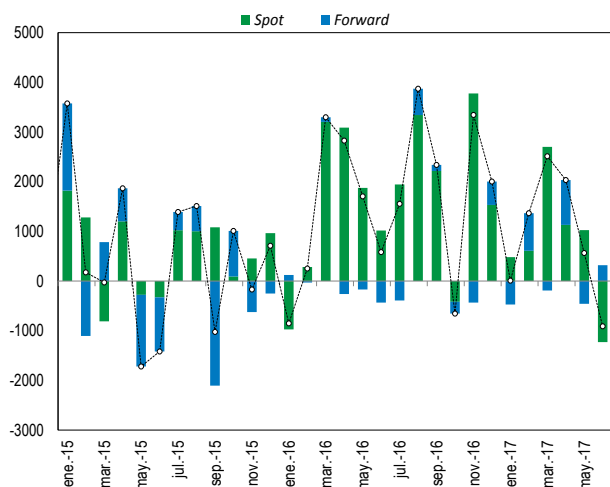


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

tas netas de estos agentes hacia el final del periodo. Además, durante el trimestre disminuyó la participación de estos agentes en las emisiones de TES de más

largo plazo, al tiempo que la incrementaron en las referencias con vencimiento más próximo. Por su parte, la participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,69% a 2,78% en el mismo periodo (Gráficos 32 y 33).

Gráfico 32: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros

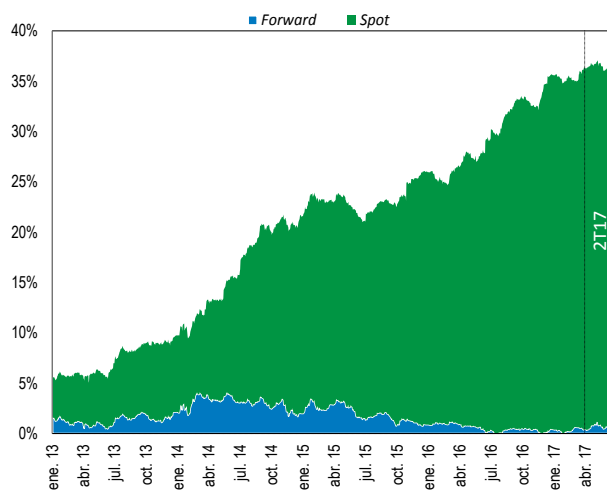


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 2T17 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 1T17. El promedio diario de negociación fue \$5,2 billones⁴⁸, superior a lo observado en el trimestre anterior (\$5,1 billones) y en el mismo período de 2016 (\$4,4 billones) (Gráficos 34 y 35). El aumento de los montos negociados en el mercado secundario de TES podría ser explicado por la participación más activa de agentes nuevos en el programa de creadores del mercado y la demanda de títulos por parte de extranjeros. A su vez, durante el 2T17, los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación se mantuvo al rededor del 23% en el primer semestre del año, seguidos de los que vencen en julio del 2020, cuya participación pasó de 10% a 13% entre el 1T2017 y el 2T2017. Cabe mencionar que el tramo largo de la curva fue el más negociado

⁴⁸Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

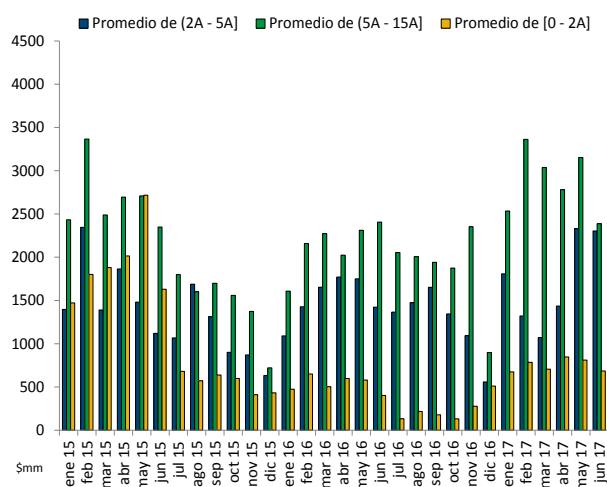
Gráfico 33: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

(Gráfico 34).

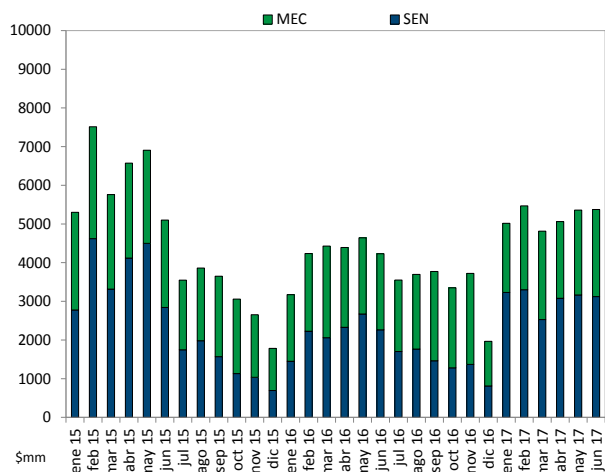
Gráfico 34: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES aumentó al pasar de 55.012 contratos en el 1T17 a 71.610 contratos en el 2T17 (cada uno por

Gráfico 35: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

\$250 millones) que equivalen a \$17.903 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas aumentaron a 7198 contratos el 30 de junio de 2017.

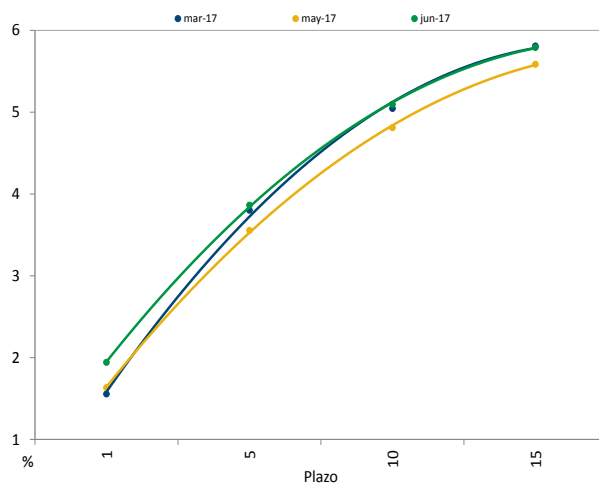
6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

Con excepción de Brasil, en el 2T17 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región registraron valorizaciones, en algunos casos ante mejoras en los fundamentales de estas economías y por menores primas de riesgo (Gráficos 36, 37 y 38).

Las primas de riesgo de los países de la región presentaron un comportamiento mixto. En promedio, los EMBI para una muestra de países aumentaron 3 p.b. (0,8%)⁴⁹, mientras que el EMBI+ cayó 3,5 p.b. (1,1%) (Gráfico 39) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 4,5 p.b.

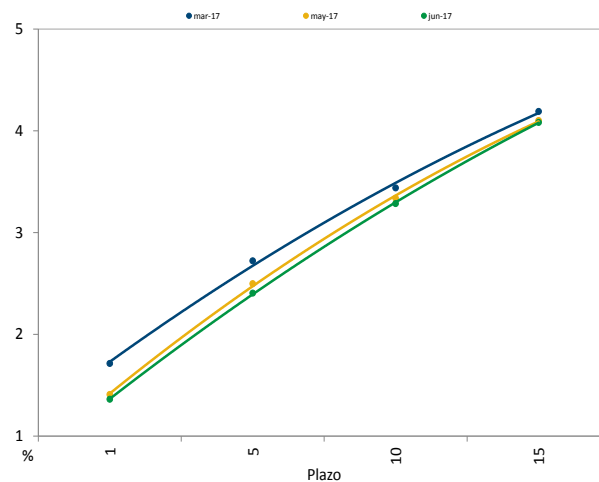
⁴⁹Variaciones EMBI+ países: Colombia: 4 p.b. (2%), Brasil: 20 p.b. (7,4%), México: -6 p.b. (-3%), Perú -2 p.b. (-1,4%) y el EMBI Global Chile: -1 p.b. (-0,8%).

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



Fuente: Bloomberg.

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

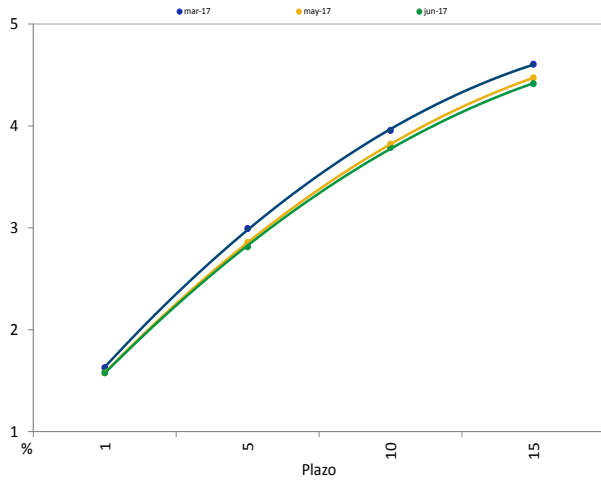


Fuente: Bloomberg.

(6%)⁵⁰ (Gráfico 2).

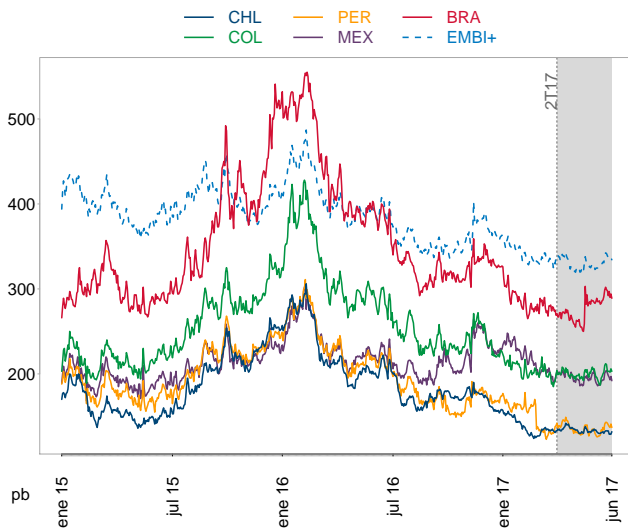
⁵⁰Variaciones: Colombia: 2,1 p.b. (1,6%), Brasil: 15,9 p.b. (7%), México: -17,6 p.b. (-13,5%), Chile: -6,3 p.b. (-8,7%) y Perú: -16,6

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: Spreads Deuda Soberana LATAM



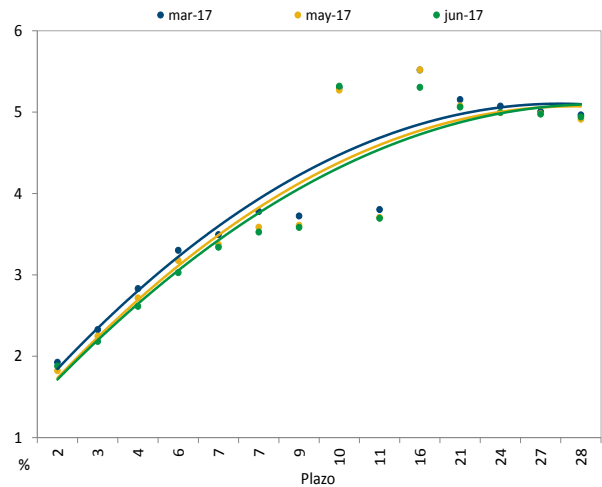
Fuente: Bloomberg.

p.b. (-16,3%).

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

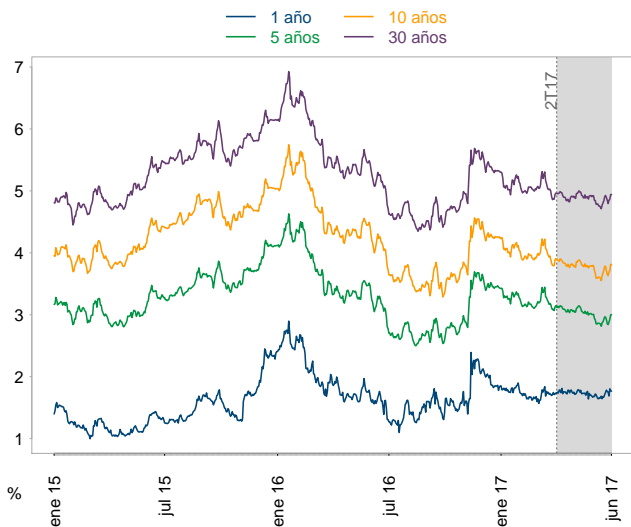
En el 2T17 la deuda externa de Colombia denominada tanto en pesos como en dólares colocada en mercados internacionales se valorizó (Gráficos 40 y 41), lo cual estuvo en línea con el comportamiento de la deuda externa de los demás países de la región. La excepción fueron los bonos de más corto plazo, que se desvalorizaron 3 p.b.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

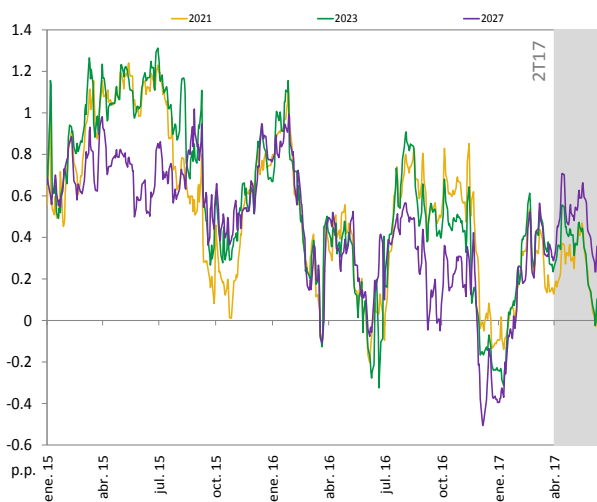
En el Gráfico 42 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el 2T17 para los tramos corto y medio debido a las valorizaciones importantes de los bonos locales, mientras que el margen a 10 años aumentó ligeramente ante mayores valorizaciones de los bonos externos frente a las de los títulos locales. Por su parte, en el Gráfico 43 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos últimos aumentaron para los títulos con vencimiento en 2021 y 2027 por las mayores valorizaciones de los TES Globales, al tiempo que el *spread* para los bonos con vencimiento en 2023 disminuyó por las mayores valorizaciones de los bonos locales.

Gráfico 42: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 43: TES Globales vs TES locales

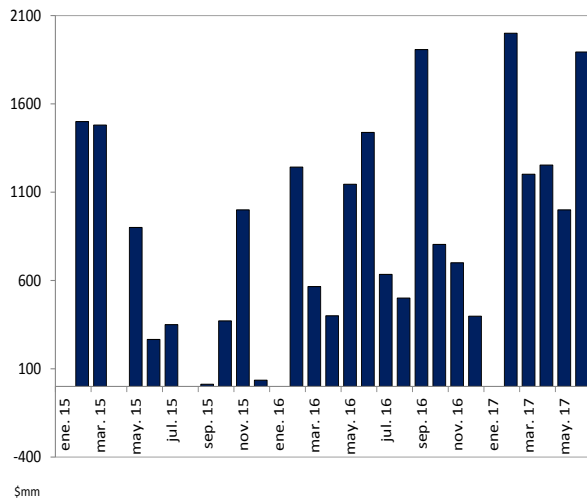


Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

7 Mercado de Deuda Privada

En el 2T17, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada aumentaron frente a lo observado el trimestre anterior, de tal forma que pasaron de \$3,2 billones en el 1T17 a \$4,1 billones en el 2T17 (*Gráfico 44*).

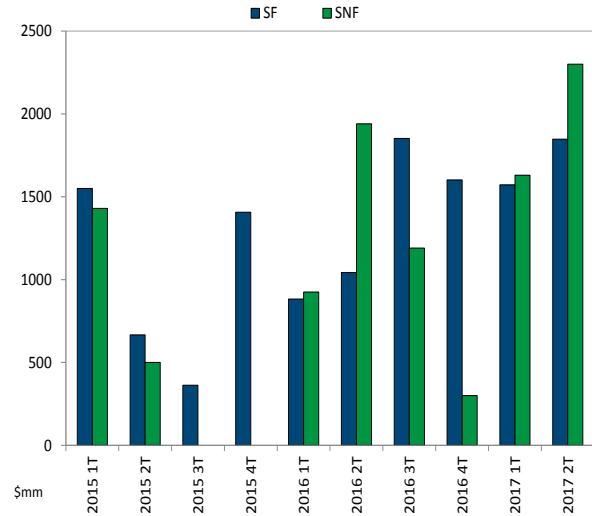
Gráfico 44: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Se destaca que las colocaciones de este trimestre continuaron mejorando su dinamismo y registraron el valor máximo trimestral desde el 1T13. El sector no financiero realizó el 55% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 45% de las colocaciones (*Gráfico 45*).

Gráfico 45: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

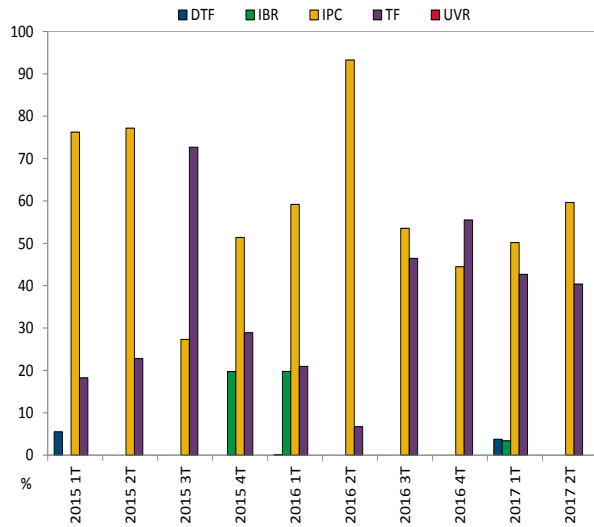
Durante el trimestre, nueve entidades realizaron colocaciones (*Cuadro 10*). Las emisiones se indexaron al IPC (60%) y a tasa fija (40%) (*Gráfico 46*).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 2T17

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda S.A.	700	3 a 10	IPC, TF
Banco de Occidente S.A.	350	3 a 12	IPC,TF
Banco Finandina S.A.	70,75	3 a 6	IPC
Codensa S.A. E.S.P.	430	7	TF
Findeter.	203.68	7	IPC
TITULARIZADORA DE COLOMBIA	501.94	5 a 7	TF
ISA	700	7 a 25	IPC,TF
Grupo Aval	400	3 a 25	IPC

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

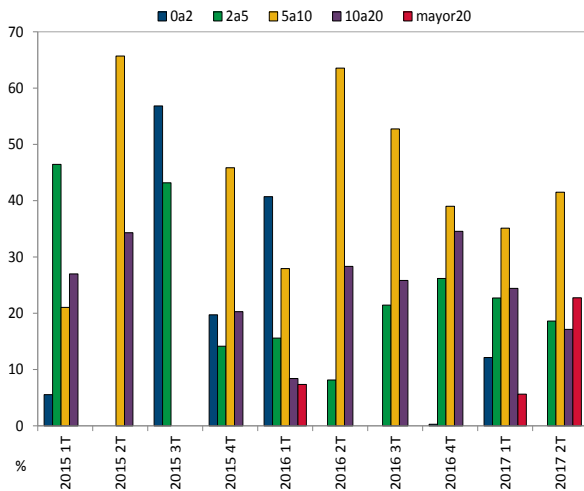
Gráfico 46: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El 18,6% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 41,5% a plazos entre 5 y 10 años, un 17,1% a plazos entre 10 y 20 años y el 22,8% restante a plazos superiores a 20 años(Gráfico 47).

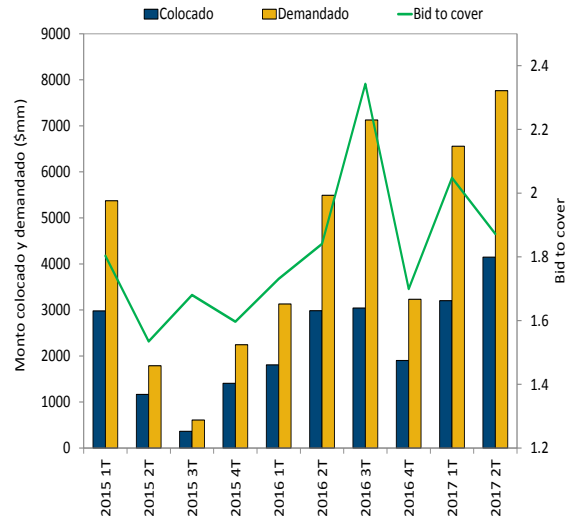
Gráfico 47: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



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 2,05 (ant: 1,87). La demanda por colocaciones fue de \$7,76 billones (Gráfico 48).

Gráfico 48: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

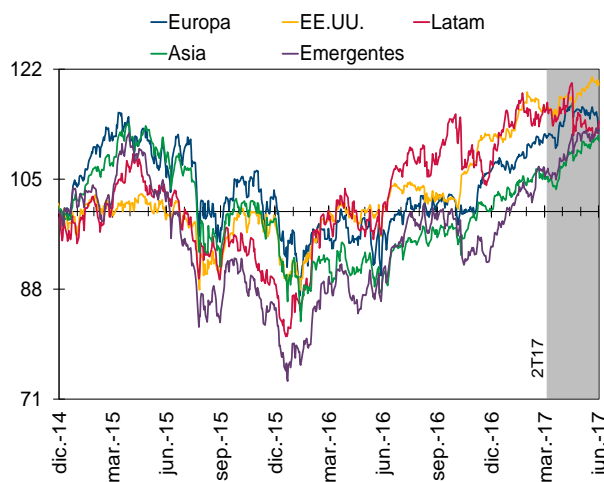
En el 2T17 los índices agregados de los países emergentes y Asia mostraron el mejor desempeño a nivel mundial al valorizarse 6,3 % y 5,7 %, respectivamente. Le siguieron las bolsas de los Estados Unidos, cuyos principales índices bursátiles crecieron en promedio 3,3 %, mientras que el índice agregado de las bolsas europeas se desvalorizó en -1,7 %. Dentro del grupo de bolsas emergentes el comportamiento fue mixto teniendo en cuenta que los precios de las acciones de los países latinoamericanos cayeron 1,2 % a lo largo del trimestre⁵¹.

Los ritmos de crecimiento mencionados fueron inferiores a los observados en el 1T17 para Latinoamérica, Europa, mercados emergentes y Estados Unidos en 8,4 puntos porcentuales (pp), 5,3 pp, 5,2 pp y 1,7 pp, respectivamente. En contraste, los mercados bursátiles de Asia mostraron una tasa de crecimiento promedio que fue mayor en 1pp frente a la calculada para los tres primeros meses del año (Gráfico 49).

Durante el trimestre, la dinámica de los mercados de renta variable a nivel mundial respondió a factores que son distintos, según la región que se analice. En los EE.UU. la dinámica fue mixta y se debió principalmente a factores políticos y a eventos idiosincrásicos, más no a la expectativa de los agentes del mercado de

⁵¹Estas cifras se calcularon para los países emergentes mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (Al 30 de junio los países ponderados en el índice eran Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Catar, Sudáfrica, Taiwan, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos.) y para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (Al 30 de junio, los países constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. Para el primero se encuentran Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Del segundo se incluyen a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán y las Filipinas.). En el caso de los Estados Unidos se promediaron las valorizaciones trimestrales del *Dow Jones*, *S&P 500* y *Nasdaq Composite*. Para Europa se utilizó el *Euro Stoxx 50* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (Al 30 de junio, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.).

Gráfico 49: Principales Índices Accionarios a Nivel Mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de diciembre 2014

la pronta implementación de las reformas en materia fiscal e infraestructura, que junto con otros factores, fue uno de los principales impulsores de las valorizaciones y máximos históricos de los índices bursátiles en varias sesiones a lo largo del 1T17.

En abril, el conflicto en Siria y el ataque de EE.UU., las tensiones con Corea del Norte y las elecciones presidenciales en Francia, generaron presiones sobre los mercados accionarios. Durante el mes, a pesar de que el panorama económico fue menos sobresaliente de lo esperado, la mayoría de las firmas listadas, sobre todo aquellas del sector tecnológico, reportaron ganancias mayores a las esperadas y contribuyeron a las valorizaciones de los índices al finalizar el mes⁵². En mayo, la buena dinámica de los mercados⁵³ se interrumpió por datos débiles de ventas al por menor, desvalorizaciones importantes en las acciones de los almacenes de *retail* y por el testimonio del ex Director del FBI en el cual anunció que el presidente Trump le había insinua-

⁵²En efecto, el *Nasdaq Composite* superó por primera vez el nivel de 6.000 puntos el 24 de abril.

⁵³El 15 de mayo, el *S&P500* superó por primera vez la barrera de 2.400 puntos y el día siguiente, el *Nasdaq Composite* alcanzó su segundo registro más alto de forma consecutiva.

do detener la investigación en contra de su consejero de seguridad. Este último evento generó desvalorizaciones importantes de los mercados bursátiles a nivel global. En junio, el sector tecnológico evidenció ventas importantes de sus acciones por preocupaciones de sobrevaloración y a pesar de que las tensiones geopolíticas a nivel mundial se disiparon, en definitiva, las propuestas reflacionarias del presidente Trump dejaron de ser el principal motor de la dinámica de los mercados. En efecto, los principales determinantes de la dinámica de las bolsas fueron el comportamiento de las acciones de bancos, firmas de los sectores de energía y tecnología, y que los datos de inflación fueron menores a lo anticipado, por cuanto redujo las expectativas de los agentes sobre una Fed más contractiva en lo que queda del año y generó dudas sobre un panorama económico robusto.

En Europa, durante las primeras tres semanas de abril, la incertidumbre política en Francia y el Reino Unido marcaron la dinámica de los mercados generando presiones a la baja. Al finalizar el mes, el resultado de las elecciones en Francia, que dispó el panorama incierto en materia política, los buenos datos económicos, sobre todo en inflación, y un buen reporte de ganancias de las empresas listadas en bolsa propiciaron fuertes valorizaciones de las acciones. En mayo, el buen reporte de utilidades del sector no-financiero, mejoras en las perspectivas de los bancos y buenos datos económicos impulsaron el buen desempeño de las bolsas. No obstante, a mediados del mes, como se mencionó, la situación política en los EE.UU. que conllevó a desvalorizaciones en las bolsas de dicho país repercutió negativamente en los mercados europeos. En junio, a pesar del buen desempeño de los activos de renta variable de los bancos, el cual se ha venido observando de forma persistente desde el 1T17, se observaron desvalorizaciones en el índice agregado de la región debido principalmente a las caídas en las acciones de empresas de energía, y a que los comentarios de Mario Dragui, del BCE, y Mark Carney, del Banco de Inglaterra, al finalizar el mes, modificaron las expectativas de los agentes sobre la política monetaria del continente hacia una más contractiva, castigando las acciones de firmas que producen bienes necesarios.

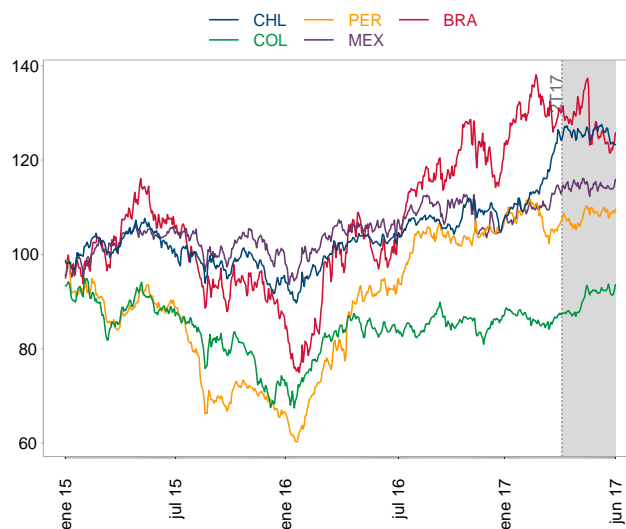
En Asia, durante abril, los mercados estuvieron influenciados por las tensiones en la Península de Corea. Al finalizar el mes, luego de las elecciones en Francia y de mayores expectativas positivas sobre la reforma fiscal en Estados Unidos, los mercados se recuperaron. Cabe destacar que China y Japón fueron las dos regiones en las que sus índices accionarios respondieron más a eventos idiosincrásicos que a aquellos de orden global. En el primer caso, las mayores presiones regulatorias e intervenciones del Gobierno para evitar fallas en los mercados generaron fuertes desvalorizaciones. En el segundo, la dinámica del yen, que al ser considerado un activo refugio y por ende responde a diferentes eventos con repercusión global, fue el principal determinante de los mercados accionarios. En mayo, la disipación de las tensiones en la península de Corea favorecieron las bolsas asiáticas, sobre todo la de Corea del Sur. Adicionalmente, durante el mes, las mejores condiciones económicas, la fuerte entrada de capitales hacia los mercados y un buen desempeño en el precio de los *commodities* favorecieron las acciones. Se destaca que los mercados de acciones chinos y japoneses continuaron respondiendo en gran medida a factores diferentes a aquellos que influenciaron los mercados accionarios de sus pares en la región. En el primer caso, mejoras en la liquidez y dinamismo en los mercados y una menor intervención de las entidades reguladoras impulsaron los índices accionarios, mientras que la incertidumbre política en los Estados Unidos fortaleció el yen, lo cual debilitó a los exportadores y propició desvalorizaciones generalizadas de los activos japoneses de renta variable. En Junio, el resurgimiento de las tensiones entre las dos Coreas, la debilidad en los precios del petróleo y la caída a nivel mundial de los precios de las acciones de firmas tecnológicas generó desvalorizaciones en los mercados, a pesar de las buenas condiciones y perspectivas económicas que se reportaron en diversos países de la región.

Por su parte, para Latinoamérica el desempeño fue mixto. Mientras que en el 1T17 los índices accionarios de Colombia, Brasil, Chile, México y Perú se valorizaron, durante el 2T17, los de Brasil y Chile se desvalorizaron, mientras que los restantes continuaron con tasas de crecimiento positivas. El Colcap fue el de mayor valorización trimestral (7,1%), seguido del MEXBOL (2,7%) y el IGBVL de Perú (2,4%). La mayor caída se observó en el Bovespa (-3,2%) seguida por la del IPSA (-0,8%). En general, a lo largo del segundo trimestre del año en curso, los mercados accionarios respondieron al frente externo, la dinámica de los precios de los *commodities* y eventos idiosincrásicos. Los precios del petróleo, cuando cayeron, sobre todo durante junio, generaron fuertes desvalorizaciones en las bolsas de la región.

Por país, en Brasil, las acusaciones contra el presidente y su gabinete por corrupción y la incertidumbre sobre la aprobación por parte del Senado de las reformas que son percibidas como críticas para revitalizar la economía generaron fuertes caídas en los índices bursátiles, a pesar de las mejoras en la inflación y las condiciones externas. En contraste, el cambio de la retórica de los EE.UU. hacia México, las buenas perspectivas sobre las negociaciones del Nafta y mejoras en los indicadores económicos favorecieron el mercado accionario del país.

En Colombia, como se mencionó, se observó un buen dinamismo en el Colcap durante el trimestre, siendo este el índice de mejor desempeño en la región. Si bien el comportamiento del índice respondió en gran parte a factores externos, como la incertidumbre política en los EE.UU. y los precios del petróleo, cabe resaltar que su dinámica y volumen de negociación mejoraron bastante durante el trimestre, sobre todo desde finales de Mayo luego de que MSCI decidiera incluir en su índice de referencia de países emergentes a Bancolombia y excluyera a Corficolombiana (Gráfico 50). En efecto, durante el trimestre, de los 25 constituyentes del Colcap, 19 mostraron valorizaciones en sus precios. Por sectores, el de mejor desempeño fue el financiero (10,0%), seguido de los de energía (9,5%), no financiero (0,5%) y otros (1,2%).

Gráfico 50: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

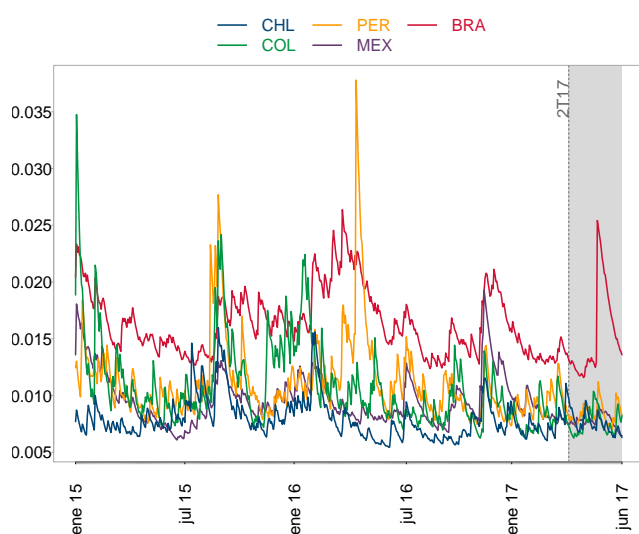
Finalmente, las bolsas de los países emergentes continuaron con un buen desempeño ante una buena dinámica de las materias primas y como respuesta a una fuerte entrada de capitales en los mercados financieros. No obstante, se evidenciaron salidas importantes en Sudáfrica y Rusia, ante una mayor percepción de riesgo político, derivada en el primer caso por la persistente inestabilidad política del gobierno, y en el segundo, por el aumento de las sanciones por parte de Estados Unidos y la Unión Europea contra el país. La salida de capitales de los mercados de estas jurisdicciones favoreció la entrada de los mismos hacia otras naciones emergentes con mejoras en sus fundamentales y condiciones económicas, tales como Turquía y México.

En este contexto, la volatilidad condicional promedio de los mercados accionarios de la región se mantuvo constante⁵⁴, pues durante el 2T17 cayó en -0,02 frente a lo observado al cierre del 1T17. A nivel individual se observan reducciones en las volatilidades promedio para todos los países, con excepción de Brasil.

⁵⁴Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

Cuando se ordenan los resultados observados al finalizar el segundo trimestre del año en curso, se encuentra que la cifra promedio más alta fue para Brasil (*IBOV*: 1,54%), seguida por Perú (*IGBVL*: 0,85%), México (*MEXBOL*: 0,78%), Colombia (*COLCAP*: 0,76%) y Chile (*IPSA*: 0,75%) (*Gráfico 51*).

Gráfico 51: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región, medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB⁵⁵, se observa que para la capitalización bursátil ajustada a junio de 2017⁵⁶, la Bolsa de Chile sigue presentando la más alta de la región (44,2%), seguida por la de las bolsas de Brasil (23,2%), México (22,4%), Colombia (14,9%)⁵⁷ y Perú (12,6%) (*Gráfico 52*)⁵⁸. En todos los

⁵⁵Estimado y/o calculado a diciembre de 2016, según país de la región que se mire, tomando como fuente los datos del *World Economic Outlook* más reciente y que publica el FMI.

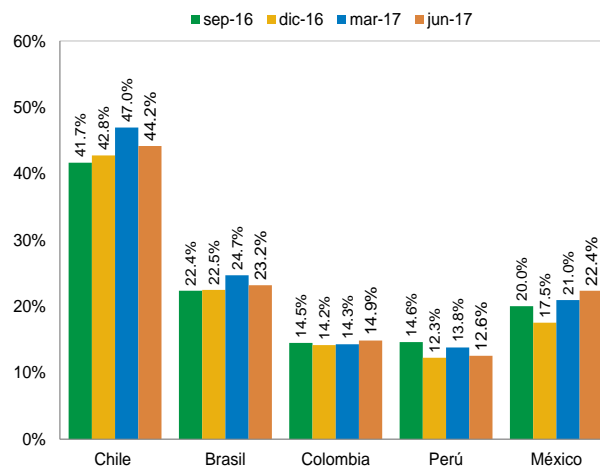
⁵⁶Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y *World Federation of Exchanges*. Cálculos: Banco de la República.

⁵⁷A mayo de 2017 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB se ubicó en 37%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 6,6%.

⁵⁸De otro lado, a junio de 2017, el indicador de velocidad de rotación, que compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociacio-

casos, con excepción de Colombia, se evidencian disminuciones en el indicador con respecto al calculado al cierre del 1T17.

*Gráfico 52: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB**



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

Cálculos: Banco de la República.

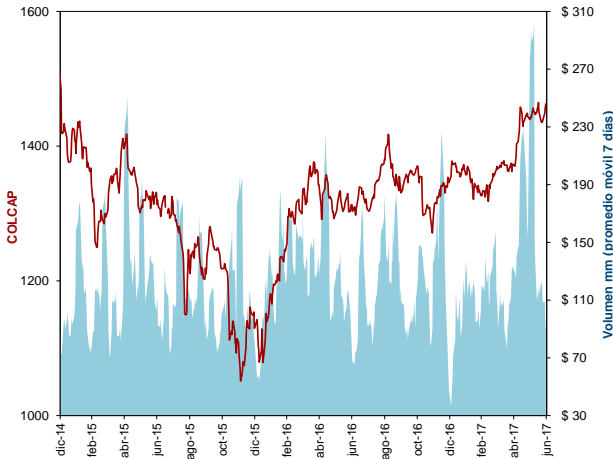
*PIB Anual estimado u oficial a diciembre de 2016

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario durante el 2T17 fue de \$154 mm, superior al dato observado en el 1T17 (\$112 mm) y a los calculados al cierre de los trimestres de 2016 (en el 4T16 fue de \$120 mm, en el 3T16 fue de \$129,3 mm, en el 2T16 fue de \$129,5 mm y en el 1T16 fue de \$131,9 mm)⁵⁹ (*Gráfico 53*).

nes de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil (Fuente: *World Federation of Exchanges*) fue más alto para Brasil en 74%, seguido por las bolsas de México con 25%, Chile con 14,2%, Colombia con 12%, y Perú con 3%.

⁵⁹Estos montos corresponden al promedio diario negociados de las acciones que hacen parte del COLCAP.

Gráfico 53: COLCAP y Volumen Transado Diario



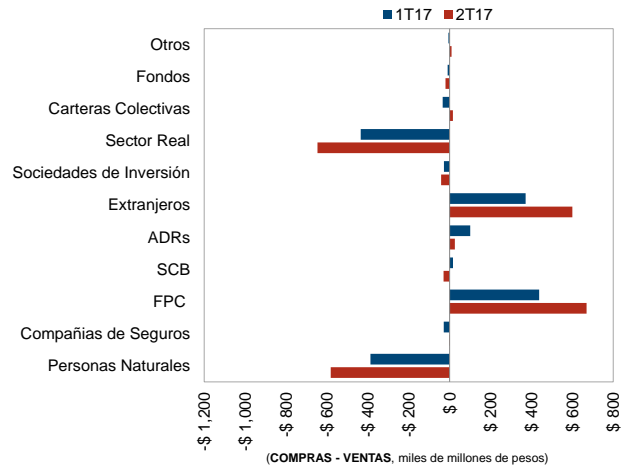
Fuente: Bloomberg.

La recuperación en el monto transado, como se mencionó, puede explicarse por las expectativas del rebalaceo en el *MSCI Emerging Markets Index* que tuvo lugar al finalizar mayo. Cabe destacar que en junio, los niveles diarios del monto transado corrigieron considerablemente a la baja pero, en promedio, se ubicaron a aquellos observados en los primeros cuatro meses del año en curso. De otro lado, en entre abril y junio del año en curso no hubo colocaciones de acciones.

De forma similar a lo observado en el 1T17, durante el 2T17, los principales demandantes netos en el mercado accionario local fueron los Fondos de Pensiones y Cesantías y los agentes del exterior, que compraron en neto \$670 mm y \$600 mm, respectivamente. Por su parte, continúan siendo los mayores oferentes netos el sector real, que vendió en neto \$646 mm, y las personas naturales, cuyas ventas netas ascendieron a \$581 mm. (Gráfico 54). Adicionalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 2T17 se negociaron 868 contratos frente a 157 contratos negociados en el 1T17⁶⁰.

⁶⁰El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP

Gráfico 54: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

Finalmente, en cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 2T17 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones por \$769 millones (compras por \$4.812 millones y ventas por \$5.581 millones), mientras que sus compras netas en el 1T17 fueron en total de \$2.252 millones. Para el caso colombiano, de las operaciones de compra en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el 97,2% correspondieron a activos colombianos; mientras que para las ventas esta cifra se ubicó en 98,6%.