



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2014

Banco de la República

Octubre de 2014

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional

Cristiam Leonardo Rincón
Juan Pablo Medina

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado cambiario	6
2.2	Mercado monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	6
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	15
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	19
6	Mercado Monetario y Renta Fija	21
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	21
6.2	Mercado de Deuda Pública	24
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	24
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	26
6.3	Contratos de Futuros de TES	29
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	30
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	30
7	Mercado de Deuda Privada	32
8	Mercado Accionario	34

Índice de Gráficos

1	Índices de Percepción de Riesgo Estados Unidos y Europa	8
2	Tasa de Política Monetaria e Interbancaria de EE.UU.	9
3	Tasa de Política Monetaria e Interbancaria de Inglaterra	10
4	Tasa de Política Monetaria e Interbancaria de la Zona Euro	11
5	Índices de Confianza	12
6	Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 3T14 (EOF)	13
7	Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2014 (EOF)	13
8	Densidades de las Expectativas de Inflación para el 2014 (EOF)	14
9	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento de los TES que Vencen en 2024 (EOF)	14
10	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)	14
11	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES	15
12	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días	15
13	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna	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	COP/USD - LACI - VIX	19
18	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro	20
19	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC	20
20	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	21
21	Índice de Precios al Consumidor	22
22	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día)	23
23	Promedio Mensual de Saldos Diarios	23
24	Posición Neta del BR en el Mercado Monetario	23
25	Crecimiento Anual de Cartera	24
26	Curvas Cero Cupón Países de la Región	25
27	Curva Cero Cupón EE.UU.	26
28	Proyección de Vencimientos TES	27
29	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	27
30	Curvas <i>Spot</i> Colombia	28
31	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	28
32	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES	29
33	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema	29
34	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	30
35	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	30
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	31
37	<i>Spreads</i> Deuda Soberana LATAM	31
38	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años	31
39	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	31
40	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	32
41	TES Locales - TES Globales	32
42	Monto Total Colocado	33
43	Monto Colocado por Sector	33

44	Colocaciones por Tasa de Interés	33
45	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	34
46	Monto Colocado vs Monto Demandado	34
47	Índices Accionarios Países Desarrollados	34
48	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	35
49	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	35
50	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	36
51	<i>S&P MILA 40</i>	36
52	<i>IGBC</i> y Volumen Transado Diario	37
53	Capitalización Bursátil/PIB	37
54	Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable	37

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las Tasas de Referencia en el Mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	16
3	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+Compras-Ventas)	18
4	Variación del Balance de los Bancos Centrales por Otros Mecanismos de Intervención Cambiaria .	18
5	Precio de Productos Básicos (en Dólares)	18
6	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	18
7	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Junio LATAM	21
8	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014	22
9	Crecimiento 2T14 y Expectativas para 2014	22
10	Emisiones Deuda Privada 3T14	33

1 Introducción

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

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

El tercer trimestre de 2014 estuvo caracterizado por una mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales con respecto al trimestre anterior, principalmente ante la incertidumbre sobre el inicio de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal. Algunos factores como las tensiones geopolíticas en Europa y Medio Oriente, y la publicación de datos económicos desfavorables en la Zona Euro, aumentaron la percepción de riesgo en este periodo. En este contexto, los flujos de capitales en búsqueda de activos considerados refugio generaron una apreciación generalizada del dólar, y desvalorizaciones en los mercados de renta fija en algunos los países de Latinoamérica.

En Colombia, el peso colombiano se depreció, el índice *COLCAP* se desvalorizó y disminuyeron las colocaciones en el mercado de deuda privada. Además, el mercado de deuda pública registró desvalorizaciones en el corto y largo plazo. Lo anterior estuvo ligado a factores como la incertidumbre internacional, la disminución del precio de los *commodities* y la publicación de algunos datos desfavorables a nivel local. La incertidumbre sobre la reforma tributaria y el frente fiscal también pudieron afectar el comportamiento de los mercados financieros locales. Adicionalmente, el final del rebalanceo del índice GBI de *JP Morgan* ocasionó una menor demanda por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública, y una menor entrada de capitales durante el trimestre.

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

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado cambiario

En el tercer trimestre de 2014 el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, a las monedas de América Latina y demás países emergentes. Durante este periodo se percibió una mayor preferencia de los agentes por el dólar estadounidense en un escenario de mayor percepción de riesgo a nivel mundial así como de mejores fundamentales económicos en EE.UU. que incrementaron las expectativas de que la Fed aumente sus tasas de interés antes de lo esperado.

2.2 Mercado monetario

En el periodo la Reserva Federal redujo el ritmo de compras de su programa de estímulo monetario en US\$20 mil millones y mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%. Por su parte, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés de referencia en 10 p.b. a 0,05%, y anunció que a partir del mes de octubre de 2014 iniciaría un programa de compra de títulos respaldados por activos de empresas no financieras (*Asset Backed Securities*) y de bonos cubiertos para ayudar a aliviar las condiciones del crédito en el bloque. Por su parte, el Banco Central de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto, con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual entre JPY60 – JPY70 trillones.

En Latinoamérica, los Bancos Centrales de Brasil y México mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, mientras que el de Chile y el de Perú las redujeron en 75 p.b. y 50 p.b., respectivamente. Por su parte, el Banco de la República incrementó 50 p.b. su tasa de referencia, situándola en 4,5%.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los mercados de deuda pública interna y externa de México, Chile, Brasil y Perú presentaron desvalorizaciones, principalmente en septiembre, lo que estuvo asociado a un menor apetito de los inversionistas por activos de estas economías dada la incertidumbre con respecto al momento en que la Reserva Federal comenzaría la normalización de su política monetaria. Adicionalmente, el conflicto entre Rusia y Ucrania y la situación geopolítica en el Medio Oriente incrementaron la percepción de riesgo, generando una menor preferencia por la deuda de países emergentes. Cabe mencionar que los bonos de plazos cortos y medianos de los mercados regionales presentaron comportamientos diferentes dadas las distintas decisiones de política monetaria de los bancos centrales.

2.4 Mercado accionario

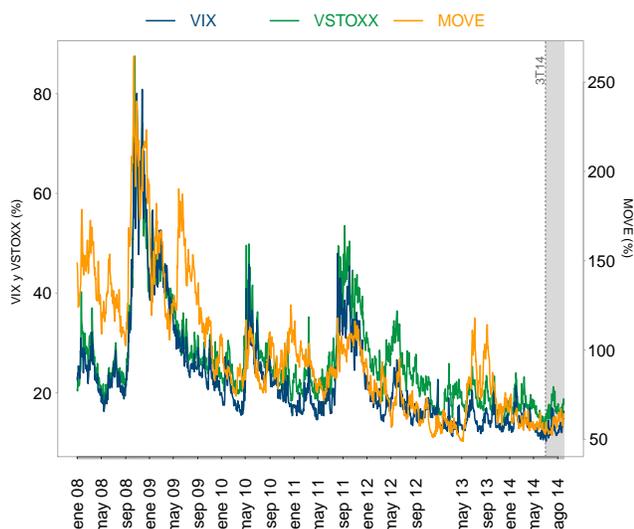
En el trimestre los índices accionarios de países desarrollados y de países de América Latina presentaron comportamientos mixtos. Por una parte, las desvalorizaciones estuvieron asociadas principalmente a aumentos en la

percepción de riesgo internacional y a la reducción en los precios de los *commodities*, mientras que las valorizaciones estuvieron influenciadas por factores positivos asociados a las distintas economías.

3 Entorno internacional

En el tercer trimestre de 2014 (3T14) los índices accionarios presentaron un comportamiento mixto¹ y los índices de percepción de riesgo a nivel internacional aumentaron frente al cierre del trimestre anterior². Este comportamiento pudo obedecer a la incertidumbre en torno al rumbo de la política monetaria en EE.UU., a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, a la publicación de datos económicos negativos en Europa, a los ataques contra el grupo Estado Islámico en Siria e Irak por parte del gobierno de EE.UU., y a los resultados del referendo en el cual Escocia decidiría independizarse de Reino Unido (Gráfico 1).

Gráfico 1: Índices de Percepción de Riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

En el mes de julio, la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó explicado principalmente por la

¹En el 3T14 los índices *Nasdaq*, *Dow Jones* y *S&P500* se valorizaron 1,9%, 1,3% y 0,6%, respectivamente. El *Shanghai Stock Exchange Composite* de China y el *Nikkei* de Japón se valorizaron 15% y 6,7%, respectivamente. Por su parte, el *FTSE 100* de Inglaterra y el *Eurostoxx* se desvalorizaron 1,8% y 0,1%, respectivamente.

²En el periodo analizado el VIX pasó de 11,57% a 16,31% y el VSTOXX pasó de 15,26% a 17,85%.

crisis que experimentó el *Banco Espírito Santo* (BES) en Portugal, tras irregularidades financieras y el incumplimiento de una de sus *holdings* (Rioforte) con el pago de una obligación que ascendía a los EUR 847 millones. A lo anterior se sumó el recrudescimiento de las tensiones geopolíticas en la Franja de Gaza entre Israel y Palestina, y la decisión de los líderes políticos de EE.UU. y de la Unión Europea de aplicar una serie de sanciones en contra de Rusia con el fin impulsar su aislamiento diplomático y el debilitamiento del país a raíz de sus acciones en contra de Ucrania³. En este periodo el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo sus proyecciones de crecimiento a nivel mundial⁴, y también se publicaron algunos datos negativos de la Zona Euro⁵ (relacionados principalmente con Alemania) y Reino Unido⁶. Finalmente, hubo incertidumbre en el mercado con respecto al momento en el cual la Reserva Federal (Fed) iniciaría el incremento en su tasa de política monetaria, lo cual también pudo influenciar el deterioro de los indicadores de riesgo.

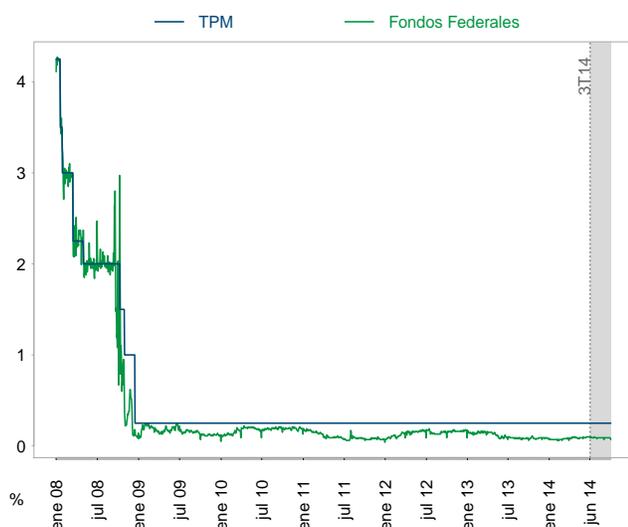
³Los líderes de la Unión Europea acordaron suspender la cooperación financiera que otorgaban a Rusia a través del Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo. Asimismo, el Departamento del Tesoro de EE.UU. anunció una serie de sanciones dirigidas a dos importantes empresas de energía de Rusia, a dos instituciones financieras, ocho empresas del sector de defensa y a cuatro individuos.

⁴El FMI redujo su pronóstico de crecimiento mundial para el 2014 de 3,7% a 3,4%, y lo mantuvo estable en 4% para 2015. El crecimiento de las economías avanzadas lo proyectó en 1,8% para 2014 y en 2,4% en 2015, y para las economías emergentes y en desarrollo lo ubicó en 4,6% para 2014 y en 5,2% para 2015.

⁵En junio el PMI compuesto disminuyó de 53,5 puntos a 52,8 puntos, por debajo de lo esperado por el mercado (53,4 puntos); el PMI de fabricación disminuyó a 51,9 puntos (esp: 52,2 puntos, ant: 52,2 puntos) y el de servicios a 52,8 puntos (esp: 53,3 puntos, ant: 53,2 puntos); el índice de confianza económica se ubicó en 102 puntos en junio, inferior al esperado de 103 (ant: 102,7). En Alemania, la producción industrial de mayo se contrajo 1,8% mensual, su mayor caída desde abril de 2012, y los índices de confianza empresarial para junio (obs: 109,7 puntos, esp: 110,3 puntos) y julio (obs: 108 puntos, esp: 109,4 puntos) se ubicaron por debajo de los esperados.

⁶La última revisión del crecimiento anual del PIB del 1T14 se ubicó en 3% (esp:3,1%, ant: 3,1%). La producción industrial y manufacturera aumentaron en mayo 2,3% y 3,7%, respectivamente, pero fueron inferiores a los esperados de 3,2% y 5,6% (ant: 3,0% y 4,4%). La balanza comercial de mayo registró un déficit de GBP2.418 millones, frente al esperado de GBP1.600 millones.

Gráfico 2: Tasa de Política Monetaria e Interbancaria de EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

En contraste, en el mes de agosto se registraron mejoras en la percepción de riesgo internacional debido a la publicación de algunos datos positivos de EE.UU.⁷ y China⁸, a la decisión del Banco Central de Portugal de inyectar un capital de EUR4.900 millones al BES con el fin de evitar un posible contagio al sistema financiero europeo⁹, a las expectativas de un ma-

⁷En julio los índice ISM manufacturero y no manufacturero se ubicaron en 57,1 puntos (esp: 56 puntos) y 58,7 puntos (esp: 56,5 puntos) respectivamente, por encima de los esperados por el mercado (el ISM no manufacturero alcanzó su nivel máximo desde diciembre 2005). Además, en julio las construcciones iniciales de vivienda aumentaron 15,7%, su mayor ritmo desde noviembre de 2013 (esp: 8,1%, ant: -4%), los permisos de construcción crecieron 8,1% (esp: 2,8%, ant: -3,2%) y las ventas de viviendas usadas 2,4% (esp: -0,5%, ant: 2,4%). En agosto, el PMI de fabricación se ubicó en 58 puntos (esp: 55,7 puntos, ant: 55,8 puntos) y el déficit comercial de junio en USD41,5 mil millones, inferior al esperado por el mercado de USD44,8 mil millones (ant: USD44,7 mil millones).

⁸En julio, el PMI manufacturero oficial creció a su mayor ritmo desde mayo de 2005, alcanzando los 51,7 puntos. La balanza comercial de julio registró un superávit de USD43,30 mil millones (esp: USD27,4 mil millones, ant: USD31,56 mil millones.). El resultado estuvo explicado por un aumento en las exportaciones de 14,5% (esp: 7%) y una caída en las importaciones de 1,6% (esp: 2,6%).

⁹Con la decisión se dividieron los activos de la entidad entre dos

por estímulo monetario por parte del Banco Central Europeo (BCE) luego de que su presidente señalara que la entidad está lista para tomar medidas para evitar una deflación en el bloque, y las declaraciones de Janet Yellen en el encuentro de banqueros centrales en Jackson Hole, en las cuales señaló que en EE.UU. la recuperación del mercado laboral no se había completado, por lo cual la política monetaria debía continuar siendo expansiva.

En septiembre los indicadores de percepción de riesgo estuvieron presionados al alza por la tensión militar en Irak tras el anuncio del Presidente Barack Obama en el cual afirmó que su Gobierno estaba preparado para atacar al grupo Estado Islámico y que centraría su ofensiva en ataques aéreos y en campañas para contrarrestar las fuentes de financiación del grupo. Adicionalmente, incrementaron las preocupaciones en torno al crecimiento de la Zona Euro y sus implicaciones sobre la economía global, luego de conocerse que los indicadores de actividad económica de septiembre se deterioraron frente a los observados los meses anteriores¹⁰, y a las nuevas reglas tributarias en EE.UU. sobre adquisiciones empresariales fuera del país, las cuales llevaron a algunos inversionistas a liquidar acciones (tanto en EE.UU. como en el extranjero) de las empresas que se verían afectadas con mayores impuestos.

Finalmente, en este periodo se acentuó la incertidumbre en torno al referendo en el cual Escocia decidiría independizarse de Reino Unido, y al rumbo de la política monetaria en EE.UU. tras la publicación de un informe elaborado por la Reserva Federal de San Francisco en el cual afirmaba que los participantes del mercado tienen expectativas de que la Fed mantenga su tasa de interés de referencia en los niveles actuales

bancos, el Novo y BES. Se inyectaron EUR4.900 millones en el Novo Banco, que recibió los activos buenos (depósitos, oficinas, empleados) mientras que el banco BES mantuvo los activos con problemas.

¹⁰En septiembre el índice preliminar de confianza al consumidor de la Zona Euro disminuyó a -11,4 puntos (esp: -10,5 puntos, ant: -10 puntos). Asimismo, el índice compuesto PMI de Markit continuó mostrando una desaceleración de la actividad del sector privado en septiembre con un registro de 52,3 puntos, dato inferior al esperado por el mercado (esp y ant: 52,5 puntos).

por un periodo de tiempo más largo que el pronosticado previamente por el mismo *Federal Open Market Committee* (FOMC) en su reunión de junio. Con relación a estos factores, es importante señalar que en el referendo escocés la población eligió seguir siendo parte del Reino Unido, y que en la reunión de política monetaria de la Fed de septiembre, el FOMC reafirmó su compromiso de mantener la tasa de los fondos federales en los niveles actuales por un periodo de tiempo considerable¹¹.

Por su parte, la economía japonesa mostró señales mixtas de actividad económica, lideradas por la publicación de algunos datos positivos de actividad manufacturera y balanza comercial. No obstante, en el periodo se conoció que el PIB del 2T14 presentó su mayor caída desde el 1T11 (-1,8% con respecto al trimestre anterior), y se publicaron datos negativos de producción industrial¹². Estos resultados pudieron estar asociados al aumento del impuesto al consumo de 5% a 8% que entró en vigencia el pasado mes de abril, y pusieron en duda la viabilidad de un nuevo incremento de 8% a 10% proyectado para octubre de 2015.

En materia de política monetaria, la Fed¹³ (entre 0% y 0,25% - Gráfico 2) y el Banco Central de Inglaterra (0,5% - Gráfico 3) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia. De otro lado, el BCE (Gráfico 4) redujo su tasa de política en 10 p.b. a 0,05%¹⁴, y anunció que a partir del mes de octubre de 2014 iniciaría un programa de compra de títulos respaldados por activos de empresas no financieras (*Asset Backed*

Securities) y de bonos cubiertos para ayudar a aliviar las condiciones del crédito en el bloque. Por su parte, en el trimestre el Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012) y el Banco Central de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto, con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual entre JPY60 – JPY70 trillones.

Gráfico 3: Tasa de Política Monetaria e Interbancaria de Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a América Latina, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados mixtos. En el 2T14 el PIB de Chile (1,9% anual) y de México (1,6% anual) presentaron un crecimiento superior al esperado por el mercado¹⁵, mientras que el de Colombia (4,3% anual) y Brasil (-0,9% anual) resultaron inferiores a los esperados¹⁶. Por su parte, el PIB de Perú se expandió 1,7% anual, en línea con las expectativas del mercado.

Se destaca que durante el periodo la agencia de ca-

¹⁵El mercado esperaba un crecimiento de 1,8% para Chile y de 1,5% para México.

¹⁶El mercado esperaba un crecimiento de 4,6% para Colombia y de -0,6% para Brasil.

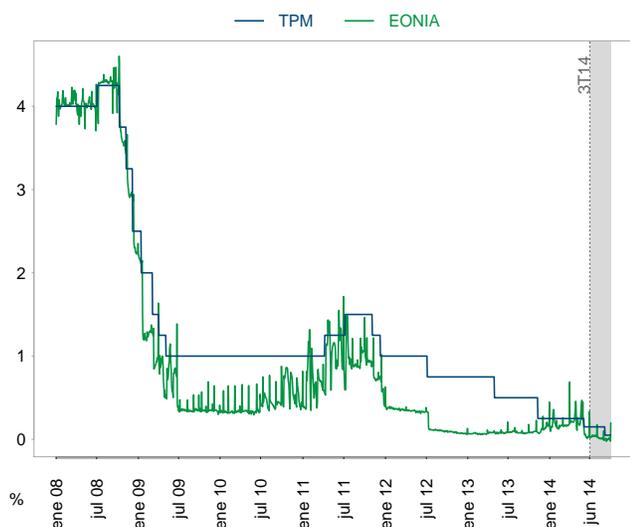
¹¹Adicionalmente, redujo sus proyecciones de crecimiento para 2014 de un rango de 2,1%-2,3% a uno de 2%-2,2%, para 2015 de 3%-3,2% a 2,6%-3% y para 2016 de 2,5%-3% a 2,6%-2,9%.

¹²En junio, julio y agosto la producción industrial presentó variaciones de -3,4% (esp: -1,2%), 0,4% (esp: +1%) y -1,5% (esp: +0,2%), respectivamente.

¹³En el trimestre el FOMC decidió reducir el ritmo de compras de títulos en USD20 mil millones. Las compras de títulos respaldados por hipotecas pasaron de USD15 mil millones a USD5 mil millones y las de títulos del tesoro de largo plazo de USD 20 mil millones a USD10 mil millones.

¹⁴Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y la facilidad marginal de depósito disminuyeron a 0,3% y -0,2%, respectivamente.

Gráfico 4: Tasa de Política Monetaria e Interbancaria de la Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

lificación *Moody's* aumentó en un escalón la calificación de deuda soberana de largo plazo de Colombia de Baa3 a Baa2¹⁷ con perspectiva estable, debido a expectativas de mayor crecimiento económico del país, el soporte de largo plazo que daría a la economía el programa de infraestructura 4G, y la gestión fiscal que había permitido moderar el déficit, junto con el cumplimiento continuo de la regla fiscal¹⁸. Adicionalmente, esta agencia aumentó en dos niveles la calificación de la deuda soberana de Perú de Baa2 a A3, por mayores expectativas de que se acelere su crecimiento y de que reformas estructurales mejoren su potencial de crecimiento, así como por una mejor posición fiscal del país. Finalmente, *Moody's* revisó a la baja la perspectiva de la calificación de deuda soberana de largo plazo de Brasil (Baa2) de estable a negativa, debido al deterioro en las perspectivas de crecimiento económico, a una menor confianza inversionista, y a los desafíos fiscales que enfrenta el país dados los crecientes índices de endeudamiento del Gobierno.

¹⁷También aumentó la de corto plazo de niveles de P-3 hasta P-2.

¹⁸Cabe destacar que con esta mejora, *Moody's* igualó la calificación de deuda establecidas previamente por *S&P* y *Fitch* (BBB).

Con respecto a la política monetaria de países emergentes, como se puede observar en el Cuadro 1, bancos centrales como el de India (+100 p.b.), Colombia (+50 p.b.), Rusia (+50 p.b.) y Sudáfrica (+25 p.b.) incrementaron sus tasas de referencia, mientras que los de Chile, Perú y Turquía las redujeron en 75 p.b., 50 p.b. y 50 p.b., respectivamente.

Cuadro 1: Comportamiento de las Tasas de Referencia en el Mundo

	Jun 2014	Sep 2014	Δ 3T14 (p.b)
Chile	4,00 %	3,25 %	-75
Israel	0,75 %	0,25 %	-50
Perú	4,00 %	3,50 %	-50
Turquía	8,75 %	8,25 %	-50
Corea del Sur	2,50 %	2,25 %	-25
Hungría	2,30 %	2,10 %	-20
México	3,00 %	3,00 %	0
Zona Euro	0,15 %	0,15 %	0
Brasil	11,00 %	11,00 %	0
Nueva Zelanda	3,25 %	3,50 %	25
Malasia	3,00 %	3,25 %	25
Sudáfrica	5,50 %	5,75 %	25
Colombia	4,00 %	4,50 %	50
Rusia	7,50 %	8,00 %	50
India	7,00 %	8,00 %	100
Egipto	8,25 %	9,25 %	100
Ucrania	9,50 %	12,50 %	300

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

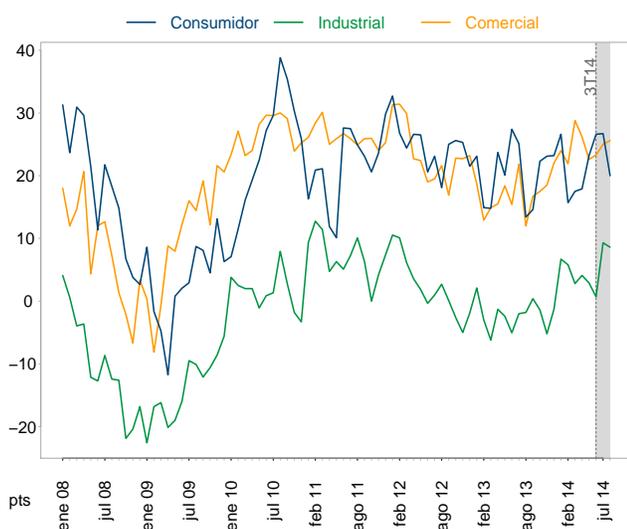
4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Respecto al promedio observado en el 2T14, en el 3T14 los indicadores de percepción de riesgo a nivel local registraron un comportamiento mixto. Por una parte, el indicador de confianza del consumidor y las expectativas respecto a la tasa a 10 años de los TES desmejoraron. Por su parte, los indicadores de confianza de industriales y comerciantes mejoraron durante el trimestre, los bancos sustituyeron sus tenencias de TES por cartera y las expectativas de crecimiento e inflación de los analistas financieros se mantuvieron estables. Adicionalmente, durante el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB para 2T14 (obs: 4,3 %, esp: 4,6 %), el cual se estuvo en línea con lo esperado por el BR, aunque se ubicó por debajo de lo

esperado por el mercado lo que pudo haber deteriorado la percepción de riesgo de algunos agentes a nivel local.

En el *Gráfico 5*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo¹⁹. Se puede observar que en el 3T14, respecto al promedio del 2T14, el indicador de los consumidores se deterioró, mientras que los indicadores de industriales y de comerciantes mejoraron.

Gráfico 5: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El índice de confianza industrial del mes de agosto (8,95 pps) aumentó respecto al de junio (0,7 pps). Cabe resaltar que el indicador se encuentra por encima de lo observado hace un año, continuando en terreno positivo y ubicándose 1,2 desviaciones estándar por encima de su media calculada desde 2008²⁰. El movi-

¹⁹Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

²⁰De acuerdo con las metodologías para identificar los ciclos de negocios en Colombia de Alfonso *et al.* (2011), un ciclo económico comprende la duración entre pico y pico de actividad economi-

miento del índice entre junio y agosto de 2014 se explica por la mejora de su componente volumen actual de pedidos que fue mayor al deterioro en los componentes expectativas de producción para los siguientes tres meses y nivel de existencias.

Por su parte, respecto a junio, el índice de confianza de comerciantes del mes de agosto aumentó 2,3 pps²¹ y se mantiene por encima de la media calculada desde 2008 (0,7 desviaciones estándar). El movimiento del indicador se explica principalmente por la mejora de su componente de situación actual del negocio que contrarrestó el deterioro de sus componentes de nivel de existencias y expectativas.

El comportamiento de los índices para el mes de julio estuvo en línea con los datos de producción industrial y ventas al por menor de ese mes publicados por el DANE, a pesar que estos fueron inferiores a los esperados por el mercado. En primer lugar la producción industrial aumentó 1,6% con relación a igual mes de 2013 (esp: +3,5%), al tiempo que las ventas al por menor crecieron 5,2% (esp: 7%).

No obstante, los movimientos de los indicadores para el mismo mes no estuvieron en línea con los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de julio de la ANDI, en la que se observó que la producción industrial y las ventas totales disminuyeron durante este mes²². Además no fueron acordes al Indicador de Seguimiento de la Economía del DANE²³, cuya variación anual desestacionalizada disminuyó, pasando de 4,1% en junio a 3,2% en julio²⁴.

ca. De esta manera, de acuerdo a una de las metodologías implementadas por los autores, el pico más reciente de la actividad fue en enero de 2008.

²¹Respecto al promedio del 2T14, el promedio del 3T14 aumentó 1,27 pps.

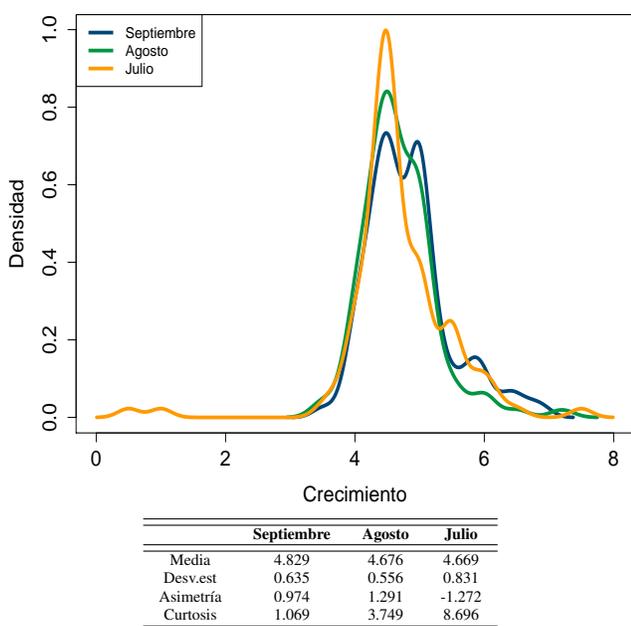
²²En lo corrido desde enero hasta julio, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial aumentó 2,9% (ene-jun 2014: 3,4%), al tiempo que las ventas totales aumentaron 2,6% (ene-jun 2014: 3,3%).

²³El fin del índice es proporcionar una medida de la evolución de la economía en un menor periodo. El indicador se compone a partir de un conjunto heterogéneo de indicadores mensuales de la actividad económica.

²⁴Adicionalmente, frente al observado en el mismo mes de 2013

Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de agosto disminuyó (-6,6 pps) respecto al registrado en el mes de junio. El movimiento del índice estuvo influenciado por el deterioro de su componente de expectativas el cual contrarrestó la mejora del componente de condiciones actuales. Pese a lo anterior, el promedio del 3T14 fue superior al promedio registrado en el mismo trimestre del año anterior. Adicionalmente, el índice actualmente se ubica 0,12 desviaciones estándar por encima de su promedio calculado desde 2008.

Gráfico 6: Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 3T14 (EOF)



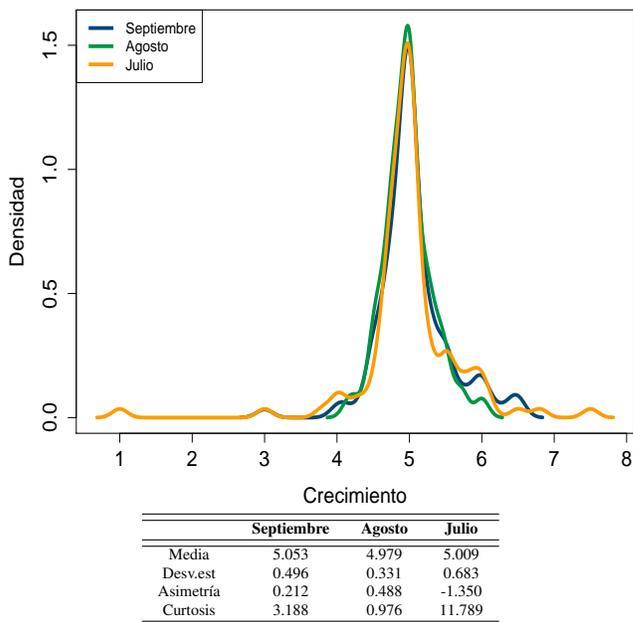
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

Por su parte, al analizar la encuesta de opinión financiera (EOF) que publica Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)²⁵, se observó que a lo largo del trimestre las expectativas de crecimiento tanto para el 3T14 como para 2014 aumentaron, fueron menos

(5,2%) el indicador desmejoró.

²⁵A partir de junio de 2014 Fedesarrollo y la BVC cambiaron la metodología empleada para la recolección de la encuesta. La información presentada en el presente documento incluye únicamente la información de la nueva encuesta.

Gráfico 7: Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2014 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

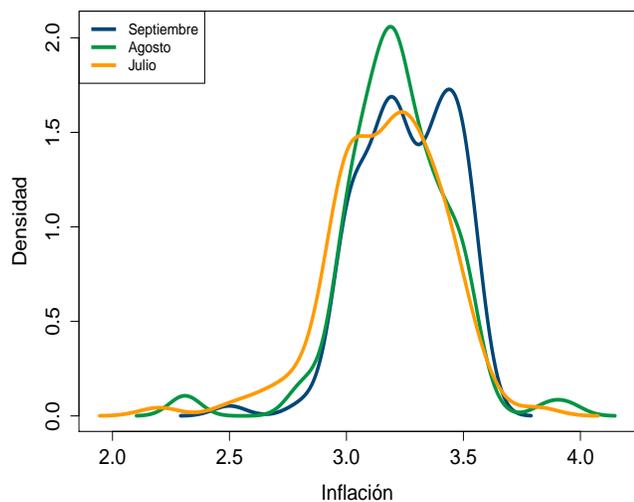
dispersas y presentaron cierto sesgo al alza²⁶ (Gráficos 6 y 7). Respecto a la inflación para 2014, a lo largo del trimestre puede observarse un leve incremento en la media aunque con menor dispersión en las respuestas de los analistas en el mes de septiembre (Gráfico 8). Por otra parte, respecto al rendimiento trimestral²⁷ de los TES que vencen en 2024 los agentes esperan una mayor tasa en septiembre respecto a la esperada 3 meses atrás (Gráficos 9). Finalmente, respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, respecto a junio, más agentes esperan disminuciones en las duraciones y menos incrementos en las mismas (Gráfico 10).

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES aumentaron para la ma-

²⁶Los datos de septiembre respecto a julio se concentraron en mayor medida sobre la cola derecha de la distribución.

²⁷El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta.

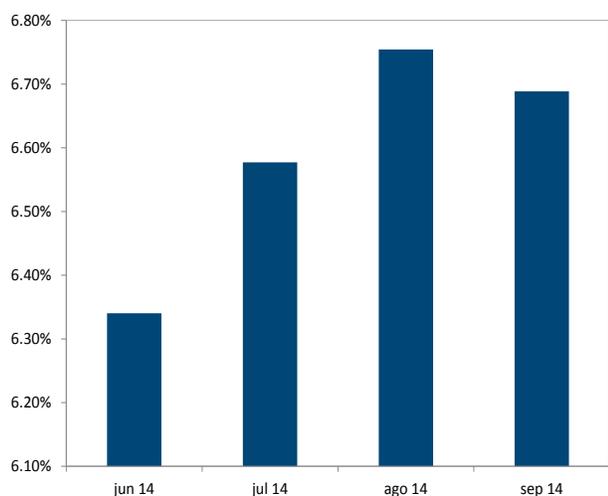
Gráfico 8: Densidades de las Expectativas de Inflación para el 2014 (EOF)



	Septiembre	Agosto	Julio
Media	3.259	3.215	3.172
Desv.est	0.198	0.231	0.241
Asimetría	-0.572	-0.567	-0.703
Curtosis	0.504	3.619	1.938

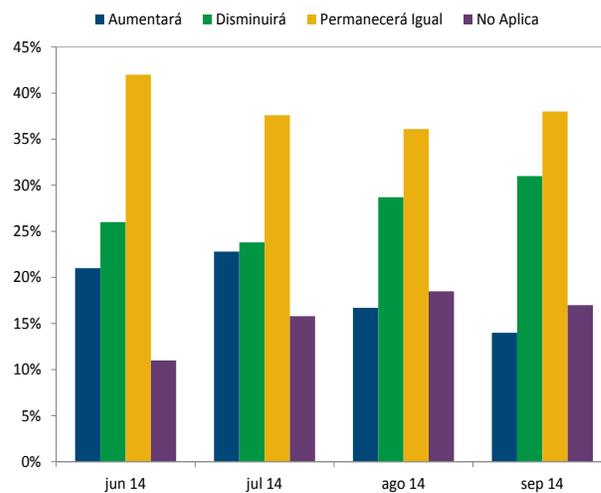
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 10: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



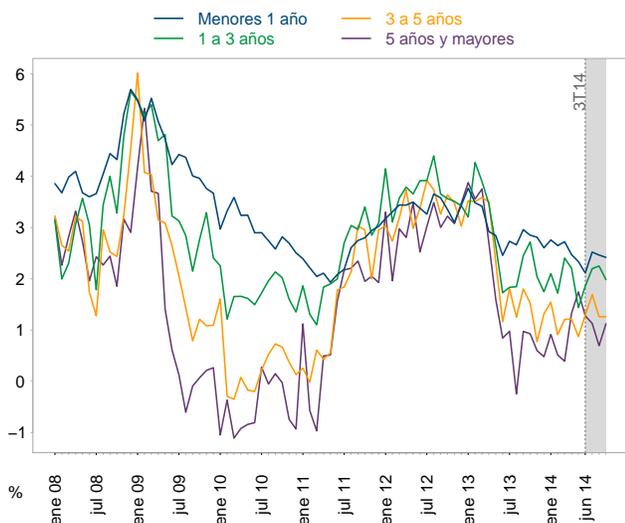
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

yoría de los plazos. El promedio del *spread* entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 3T14, respecto al promedio de 2T14, presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: +16 p.b., entre 1 y 3 años: +31 p.b., entre 3 y 5 años: +28 p.b. y a más de 5 años: -47 p.b. (Gráfico 11). El comportamiento para plazos entre 0 y 5 años se asocia al incremento de las tasas de cartera preferencial superior a las desvalorizaciones observadas en el mercado de deuda pública, mientras que el movimiento de los márgenes para plazos superiores a 5 años se explica por el incremento de las tasas de los TES. Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días se mantuvo estable (Gráfico 12), aunque en el trimestre aumentó hasta agosto (principalmente por el movimiento de las tasas de tesorería) y corrigió en septiembre ante el incremento de los TES y la caída en la tasa de tesorería.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes del activo total de los establecimientos de crédito²⁸

²⁸Con base en este indicador, un aumento en la proporción del activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inversiones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción

Gráfico 11: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

en el 3T14, respecto al promedio del trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública aumentó debido al incremento de la participación de la cartera y reducción de los TES (Gráfico 13).

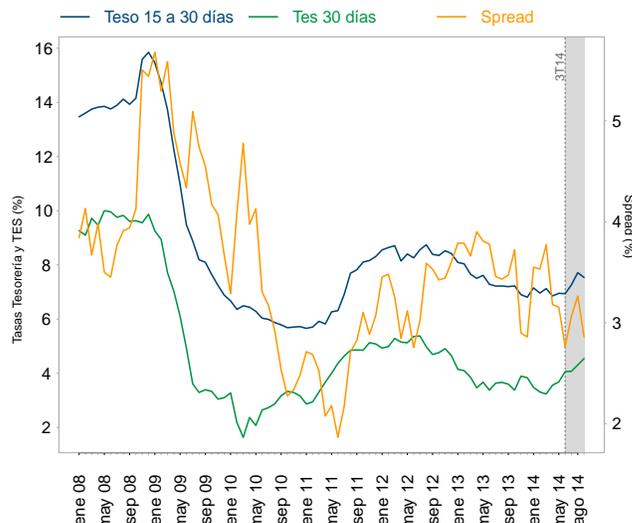
En términos generales los indicadores de percepción de riesgo a nivel local registraron un comportamiento mixto. Por un lado, mejoró la confianza de los industriales y comerciantes, y aumentó la razón cartera/inversiones en deuda pública. Por otro lado, las expectativas de los analistas financieros reflejaron una mayor incertidumbre y desvalorizaciones sobre ciertos activos.

5 Mercado Cambiario

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2014, el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces así como frente a las monedas de América

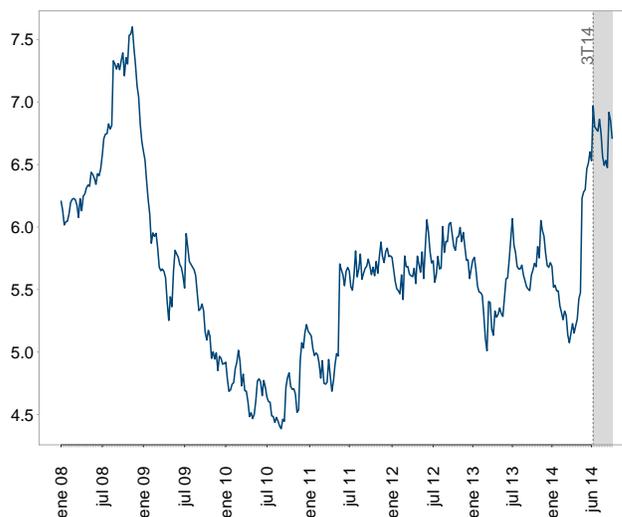
de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y una menor inversión en TES.

Gráfico 12: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13: Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República.

Latina y demás países emergentes. Durante este periodo se percibió una mayor preferencia de los agentes por el dólar estadounidense en un escenario de mayor

percepción de riesgo a nivel mundial, así como de mejores fundamentales económicos en EE.UU. que incrementaron las expectativas de que la Fed aumente sus tasas de interés antes de lo esperado.

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2014, las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el rublo ruso (16,5%) y el dólar neozelandés (12,2%), mientras que las que registraron la mayor apreciación fueron el franco suizo (7,2%) y el yuan chino (1%) (Cuadro 2). Cabe señalar que en este mismo periodo el índice elaborado por JP Morgan y que registra el comportamiento de una canasta de monedas de economías emergentes²⁹, mostró una depreciación de 6,3% de las monedas frente al dólar, y alcanzó niveles no observados desde el año 2003 (Gráfico 14).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2014	3T 2014	País	2014	3T 2014
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	9,3%	8,4%	Korea del Sur	-0,03%	4,3%
Gran Bretaña	1,8%	5,5%	India	-0,3%	2,6%
Australia	1,8%	7,8%	Hong Kong	0,1%	0,2%
Nueva Zelanda	5,1%	12,2%	China	1,3%	-1,0%
Canadá	5,2%	4,9%	Malasia	-0,4%	2,2%
Dinamarca	9,0%	8,2%	Tailandia	-1,2%	0,0%
Suiza	-7,1%	-7,2%	Indonesia	-0,2%	2,6%
Japón	4,3%	8,2%	índice I/ADXY	0,7%	1,0%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	4,9%	7,5%	Islandia	5,1%	7,1%
Brasil	3,7%	10,5%	Rusia	20,6%	16,5%
México	2,7%	3,5%	Polonia	10,2%	9,0%
Argentina	29,3%	3,6%	Turquía	7,3%	7,5%
Perú	3,3%	3,3%	Israel	5,9%	7,3%
Chile	13,8%	8,2%	Sur África	8,3%	6,1%
índice I/LACI	6,8%	6,6%	USTW	6,1%	6,7%

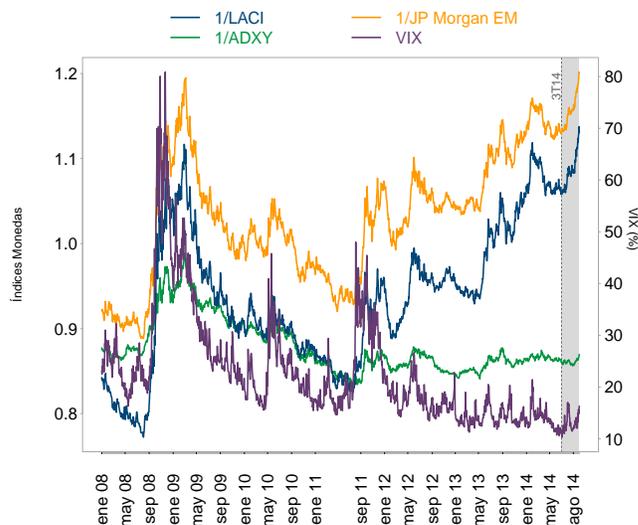
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX.

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2014, todas las monedas de América Latina se depreciaron: el real brasilero (10,5%), el peso chileno (8,2%), el peso colombiano (7,5%), el peso mexicano (3,5%) y el sol peruano (3,3%) (Gráfico 15).

En el trimestre el comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado por caídas en los precios de los *commodities* (como el petróleo, oro, cobre y plata), por factores locales, así como por las dinámicas

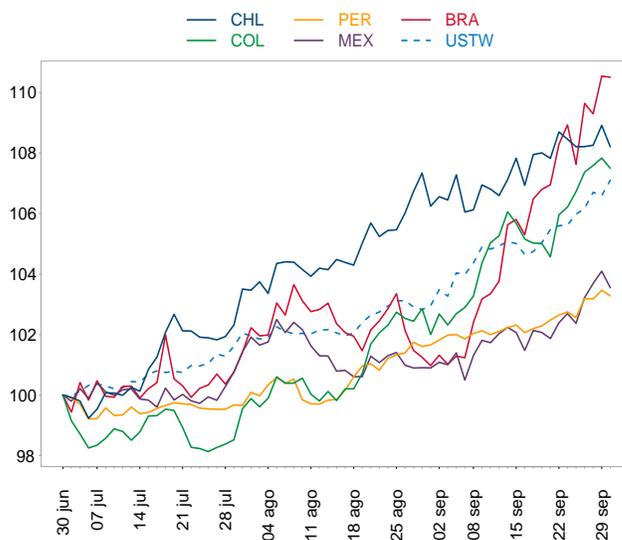
²⁹El índice tiene en cuenta las monedas de Chile, Brasil, México, Hungría, Sudáfrica, Rusia, Turquía, Singapur, China e India.

Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Base 100: 30 de junio 2014

de la percepción de riesgo internacional (ver sección Entorno Internacional) que, como se mencionó, estuvieron asociadas principalmente a la incertidumbre en torno al rumbo de la política monetaria en EE.UU., a

las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y Ucrania, y a la publicación de datos económicos desfavorables en Europa.

En Brasil, la depreciación del real durante el periodo pudo estar también influenciada por factores locales como la incertidumbre por las elecciones presidenciales que se llevaron a cabo en el mes de octubre, asociada principalmente a los resultados de las encuestas de intención de voto que reflejaron un mayor apoyo a la reelección de Dilma Rousseff; el recorte de la perspectiva de la calificación crediticia de estable a negativa por parte de la agencia *Moody's*; y por menores perspectivas de crecimiento económico para 2014 y 2015³⁰.

Por su parte, dentro los factores locales que pudieron influenciar la depreciación del peso chileno se destaca la caída del precio del cobre (-3%), la reducción de la tasa de interés de referencia por parte del Banco Central de 4% a 3,25%, menores expectativas de crecimiento económico después de que el Congreso aprobara la reforma tributaria con la cual se recaudarían USD8.200 millones anuales³¹, y la reducción del pronóstico de crecimiento del PIB de 2014 de 3,4% a 3,2% por parte del Gobierno, así como a su decisión de elevar la proyección de déficit fiscal de 0,9% a 2% para el mismo año.

Con respecto a la intervención en el mercado cambiario, el Banco Central de Brasil continuó interviniendo mediante *swaps* cambiarios, y Perú mediante ventas netas de dólares (USD516 millones) y subastas de Certificados de Depósito Reajustables. Finalmente, los bancos centrales de Colombia y México realizaron compras netas de dólares por un monto de USD2.000 millones y USD1.142 millones³², respectivamente.

³⁰Según la encuesta de expectativas publicada semanalmente por el Banco Central, entre el 27 de junio y el 3 de octubre la estimación de crecimiento pasó de 1,1% a 0,24% anual para 2014 y de 1,5% a 1% anual para 2015.

³¹La reforma tributaria se centra en un aumento del impuesto a las empresas con el cual se recaudaría USD8.200 m anuales, equivalentes a 3% del PIB, para financiar una reformas en el sistema educativo.

³²Corresponde al esquema estructural de operaciones cambiarias

En el *Cuadro 3* se presentan las compras netas de dólares realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado. Por su parte, en el *Cuadro 4* se muestra el cambio en el balance de los Bancos Centrales por la implementación de otros instrumentos de intervención cambiaria: en el caso del Banco Central de Perú se refiere a los Certificados de Depósitos Reajustables y en el del Banco Central de Brasil a los *swaps* cambiarios³³.

Cabe señalar que en el mes de septiembre, el Banco Central de Perú (BCRP) anunció que utilizaría los *swaps* cambiarios como un nuevo instrumento de intervención en el mercado cambiario. De acuerdo con el comunicado emitido por el BCRP, estos instrumentos no afectan la liquidez del sistema financiero y están diseñados para que una de las partes asuma el compromiso de pagar una tasa de interés variable sobre un monto denominado en moneda local (soles) a cambio del compromiso de la otra parte de pagar una tasa de interés fija sobre un monto denominado en dólares estadounidenses³⁴. Estas operaciones comenzaron a realizarse a partir del mes de octubre de 2014.

Adicionalmente, se debe resaltar que entre el 30 de junio y el 30 de septiembre los precios de los productos básicos en general disminuyeron (en el *Cuadro 5* se presentan los productos cuyos precios registraron las mayores caídas) y que los *Credit Default Swaps* (CDS) de las economías de la región aumentaron (*Cuadro 6*)³⁵.

entre el Banco Central de México y PEMEX.

³³Para el cálculo de estos balances se tuvo en cuenta tanto subastas como vencimientos de los contratos. Un cambio negativo de estos balances, implica que el banco central aumenta su posición deudora en moneda extranjera, mientras que un cambio positivo indica que disminuye dicha posición.

³⁴De acuerdo con el comunicado, al vencimiento de las operaciones, sólo se intercambiaría la diferencia entre los intereses generados en soles y dólares (expresados en moneda local). La autoridad monetaria realizará *swaps* de venta cuando existan presiones a la depreciación de la moneda, y *swaps* de compra en caso contrario.

³⁵Los CDS de los países de la región presentaron los siguientes incrementos entre el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2014: Perú 26,1%, Colombia 23,1%, México 29,9%, Chile 22,1% y Brasil 20,5%.

Cuadro 3: Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+Compras-Ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México*
2014	2.600,0	-1.986	0	0	8.009
1T14	600	-1.470	0	0	6.867
2T14	1.000	0	0	0	4.102
jul.	708	0	0	0	575
Ago.	608	10	0	0	27
Sep.	684	-526	0	0	933
3T14	2.000,0	-516,0	0,0	0,0	1.535
RI Jun. 30	45.508	62.101	41.088	380.517	190.277
3T14/ RI	4,4%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,8%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD\$ millones. * Corresponde en su totalidad a las compras netas de dólares del Banco de México a PEMEX.

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

	Colombia	Perú*	Chile	Brasil**	México
2014	0	-906	0	-15.107	0
1T14	0	-260	0	-4.129	0
2T14	0	1.178	0	-3.821	0
jul.	0	254	0	-825	0
Ago.	0	-472		-4.659	0
Sep.	0	-1.606	0	1.674	0
3T14	0	-1.824	0	-7.158	0

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD\$ millones. * Corresponde al mecanismo de intervención a través de subastas de Certificados de Depósitos Reajustables. ** Corresponde al mecanismo de intervención a través de swaps cambiarios

Cuadro 5: Precio de Productos Básicos (en Dólares)

	30 Jun 2014	30 Sep 2014	Variación
Soya	14,0	9,0	-35,7%
Maíz	4,2	2,9	-29,5%
Aceite de palma	1275,0	965,0	-24,3%
Algodón	79,9	63,4	-20,7%
Plata	21,0	17,0	-19,3%
Trigo	5,6	4,7	-16,1%
Pétroleo	105,4	91,2	-13,5%
Níquel	18715,0	16505,0	-11,8%
Carbón	60,1	54,6	-9,1%
Oro	1327,3	1208,2	-9,0%
Cobre	6955,0	6736,0	-3,1%
CRB INDEX	308,2	278,6	-9,6%

Fuente: Bloomberg.

En el trimestre analizado la volatilidad promedio de las monedas de la región presentó un comportamiento mixto con respecto a la observada el trimestre ante-

Cuadro 6: Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

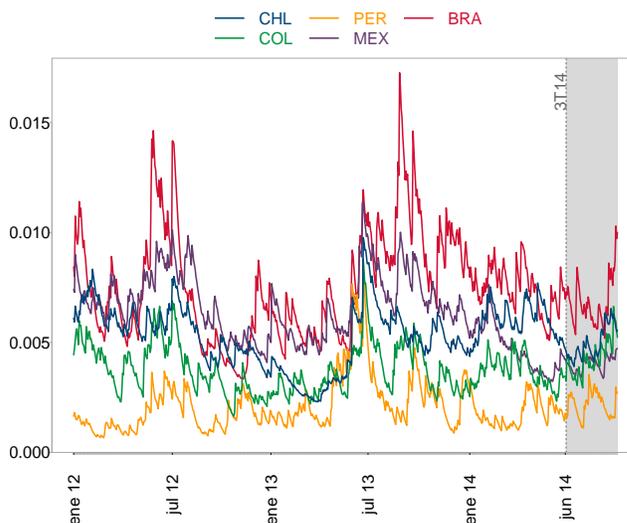
	Δ T.C.	Δ CDS	Δ EMBI
México	3,5%	29,9%	16,2%
Chile	8,2%	22,1%	11,4%
Brasil	10,5%	20,5%	10,7%
Colombia	7,5%	23,1%	19,9%
Perú	3,3%	26,1%	4,1%

Fuente: Fuente: SET-ICAP FX y Bloom-

berg.

rior: aumentó para el peso mexicano, el sol peruano y el peso colombiano, y disminuyó para el real brasilero y el peso chileno. El real brasilero presentó la mayor volatilidad condicional³⁶, seguida por el peso chileno, el peso colombiano, el peso mexicano y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 16).

Gráfico 16: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



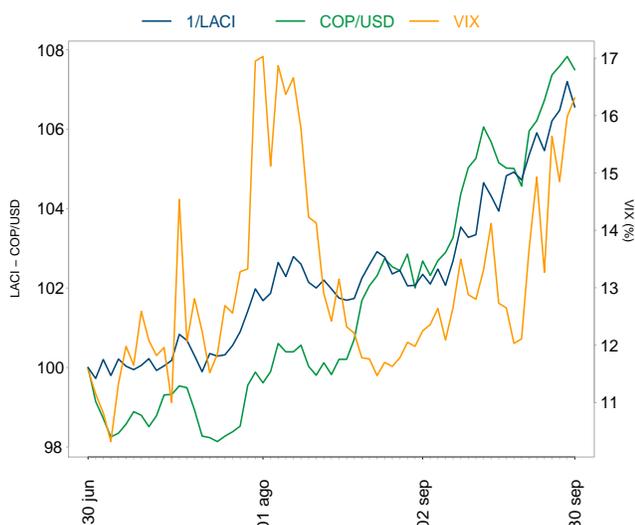
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM

³⁶Medida a través de modelos GARCH(1,1).

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre la tasa de cambio pasó de \$1.881,08 a \$2.022,03 por dólar³⁷, lo cual representa una depreciación de 7,45%³⁸. En el periodo analizado, el comportamiento del peso, al igual que el de las demás monedas de la región, estuvo influenciado principalmente por la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional (*Gráfico 17*) y en menor medida por factores internos.

Gráfico 17: COP/USD - LACI - VIX



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

Entre los factores locales que pudieron incidir en la depreciación del peso se encuentran: la publicación de datos de balanza comercial³⁹, menores expectativas de aumentos futuros en la tasa de política monetaria, expectativas de menores entradas de inversión de portafolio ante la finalización de la recomposición del índice GBI de *JP Morgan*, la caída en el precio

³⁷Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET-ICAP FX.

³⁸La variación de la tasa de cambio en julio fue de -0,12%, en agosto de 2,12% y en septiembre de 5,38%.

³⁹La balanza comercial presentó un déficit de USD1.913 millones entre enero y julio de 2014, comparado con un superávit de USD1.593 millones en el mismo periodo del año anterior.

del petróleo (-13,5%), y el anuncio por parte del Gobierno de posponer hasta 2015 la venta de Isagen, lo cual redujo las expectativas de monetizaciones de divisas. Adicionalmente, el proyecto de reforma tributaria para aumentar el impuesto al patrimonio y la incertidumbre sobre el frente fiscal, pudieron incidir sobre el comportamiento del peso colombiano ya que, de acuerdo con analistas del mercado, pudieron desincentivar las inversiones de capital en el país y generar salidas de divisas por parte de agentes del exterior e inversionistas institucionales.

Es importante señalar que en septiembre la Junta Directiva del Banco de la República anunció una extensión del programa de compra de reservas internacionales, mencionando que compraría hasta USD1.000 millones entre octubre y diciembre de 2014.

Por otro lado, en el trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)⁴⁰ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) aumentó en USD530 millones y se ubicó al cierre del mismo en USD2.030 millones (*Gráfico 18*). El promedio diario de la PPC fue de USD2.548 millones, superior al observado en el segundo trimestre (USD1.694 millones).

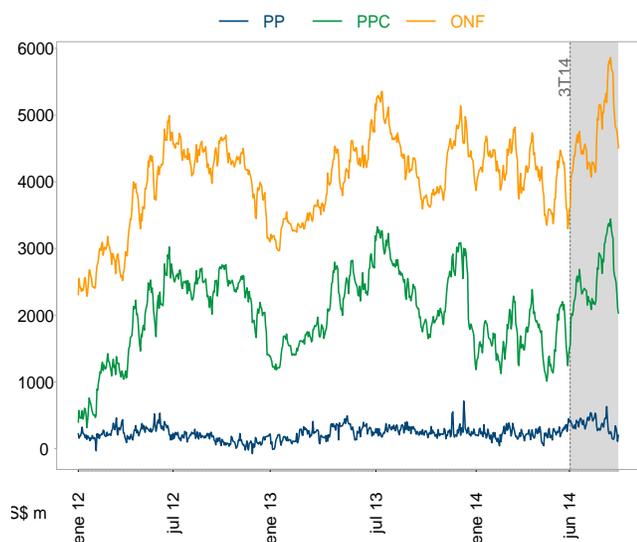
En el 3T14 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD88.136 millones⁴¹, de los cuales USD12.253 millones correspondieron a operaciones entre dos IMC y USD75.884 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente; en el mercado de contado se negociaron USD105.073 millones⁴². Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron

⁴⁰La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en m/l.

⁴¹USD28.281 millones en julio, USD28.031 millones en agosto y USD31.824 millones en septiembre. Fuente: reportes al BR.

⁴²USD32.752 millones en julio, USD37.393 millones en agosto y USD34.928 millones en septiembre. Fuente: SET-ICAP FX.

Gráfico 18: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

de USD9.962 millones en el 2T14 a USD9.867 millones en el 3T14 (Gráfico 19), y la posición abierta de los forwards de tasa de cambio al 30 de septiembre ascendía a USD2.852 millones.

Durante el 3T14 se negoció un total de 70.625 futuros de TRM⁴³, volumen superior al negociado durante el 2T14 (52.187 contratos), por un monto total de USD3.531 millones. Al 30 de septiembre de 2014 la posición abierta ascendía a 3.077 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2014. Respecto a los mini futuros de TRM⁴⁴, se negociaron un total de 17.070 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (6.415 contratos) por un total de USD85,35 millones (Gráfico 19). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre ascendía a 2.548 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre de 2014.

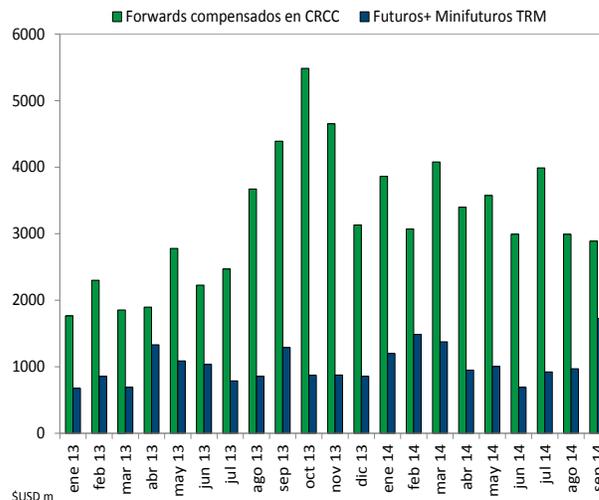
De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴⁵, en

⁴³Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

⁴⁴Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

⁴⁵La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace:

Gráfico 19: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

el 3T14 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD2.135 millones, explicado por salidas netas de USD1.146 millones en la balanza comercial y de USD989 millones en la balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD3.635 millones, donde los reintegros netos de capital privado y oficial ascendieron a USD396 millones y USD5.392 millones, respectivamente; el rubro de otras operaciones especiales del Banco de la República y la Tesorería presentó salidas netas de divisas por USD1.362 millones.

Las principales entradas de divisas en la cuenta de capital privado se dieron en inversión extranjera de portafolio neta⁴⁶ (USD3.713 millones), que fue similar a la presentada el trimestre anterior (USD3.614 millones), y en inversión extranjera directa neta (USD3.563 millones). Este último rubro presentó una disminución

<http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

⁴⁶Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

frente al trimestre anterior (USD4.373 millones) y al tercer trimestre de 2013 (USD3.925 millones). Por su parte, el rubro de operaciones especiales presentó la principal salida de divisas en esta cuenta⁴⁷ (USD8.042 millones).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante este trimestre se observaron diferentes decisiones de las autoridades monetarias de la región. Los bancos centrales de Chile y Perú redujeron sus tasas de interés de referencia en 75 p.b. y 50 p.b., respectivamente, de tal manera que la de Chile cerró el tercer trimestre en 3,25% y la de Perú en 3,50%. En Brasil y México los bancos centrales mantuvieron sus tasas inalteradas en 11% y 3%, respectivamente. Por su parte, en Colombia el BR la incrementó 50 p.b., pasándola de 4,0% a 4,50% (Gráfico 20 y Cuadro 7).

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

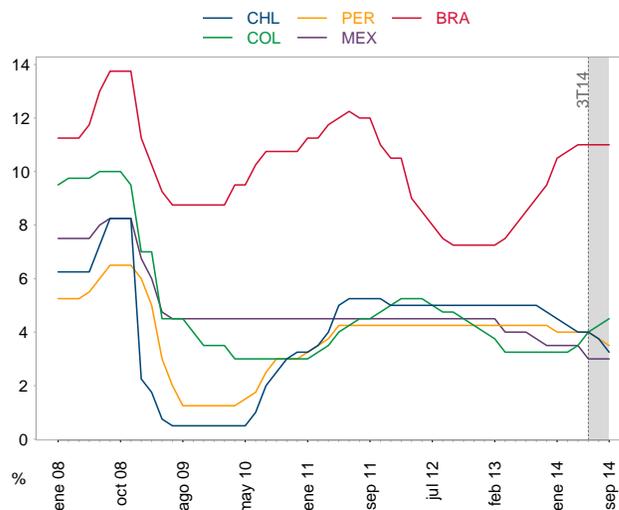
País	Variación 3T14*	Variación 2014*	T.R Sep-14
COL	+50	+50	4,50%
CHL	-75	-75	3,25%
PER	-50	-50	3,50%
BRA	0	0	11,0%
MEX	0	0	3,0%

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

En los comunicados que acompañaron sus decisiones de relajar la política monetaria, los bancos centrales de Chile y Perú reflejaron preocupaciones por el dinamismo de sus economías. En primer lugar, en Chile el banco central mencionó que el ritmo de expansión de la actividad y de la demanda se había reducido con una intensidad mayor a la prevista, y que a la disminución

⁴⁷Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados

Gráfico 20: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

de la inversión se había sumado una marcada desaceleración del consumo privado. En la misma línea, la autoridad monetaria de Perú manifestó que el PIB estaba registrando tasas inferiores a su potencial, y su crecimiento era menor al esperado. Por su parte, en México el Banco Central destacó que, gracias al mayor dinamismo de las exportaciones, su economía se había recuperado durante del 2T14, después de la debilidad que había registrado en los dos trimestres anteriores. La entidad agregó que el grado de holgura de la economía seguía siendo mayor al anticipado anteriormente, y que posiblemente la brecha de producto seguiría en niveles negativos hasta finales del año 2015.

Por su parte, el BR dio continuidad al proceso de normalización de la política monetaria que había iniciado en abril, al incrementar la tasa de referencia 25 p.b. en cada una de las reuniones de julio y agosto, de tal manera que ésta pasó de 4,0% a 4,5%. En la reunión de septiembre mantuvo la tasa inalterada y explicó que esta decisión obedecía en parte a una mayor incertidumbre sobre la actividad económica global y del costo de financiamiento externo. Esto, teniendo en cuenta que la recuperación de la economía de EE.UU. contrastaba con el menor dinamismo de la Zona Eu-

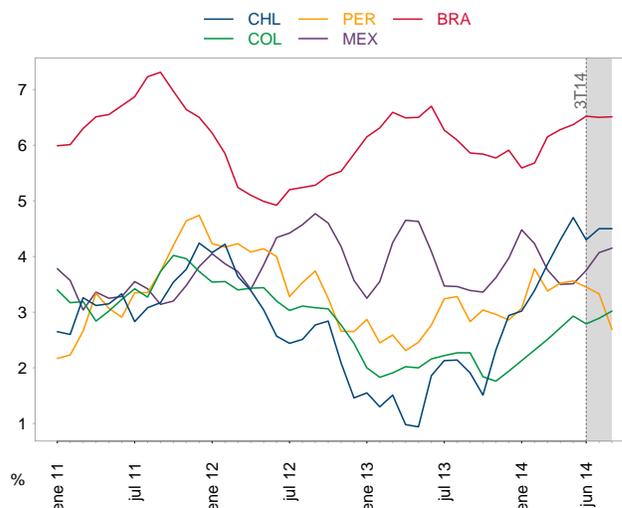
ro, China y algunos países de Latinoamérica. El BR informó que se esperaba que una tasa de 4,5% mantuviera la inflación y sus expectativas en un nivel cercano a 3,0%, y la actividad económica en su nivel potencial.

En cuanto a la inflación, al comparar los datos anuales de septiembre de 2014 con respecto a los registrados en junio, se encuentra que, con excepción de Perú, los índices de precios presentaron incrementos en los países de la región. En los casos de Brasil, Chile y México la inflación llegó a ubicarse por encima del rango meta de cada banco central (*Gráfico 21 y Cuadro 8*). Por su parte, la inflación de Perú disminuyó y volvió a ubicarse dentro del rango. Cabe mencionar que el Banco Central de Chile mencionó en sus comunicados que estaba monitoreando la inflación con especial atención, y que consideraba que ésta se mantendría por algunos meses por encima del límite superior del rango de tolerancia, para luego retornar a la meta. La autoridad monetaria de México señaló que la inflación subyacente se mantenía en niveles cercanos a 3%, y que se esperaba que la inflación cerrara el año 2014 alrededor de 4%.

Con respecto al crecimiento del 2T14 (datos publicados durante el 3T14), en Perú los datos publicados coincidieron con las expectativas del mercado, mientras que los datos para Chile y México superaron en 10 p.b. los pronosticados por los analistas. Por su parte, en Colombia y Brasil éstos fueron inferiores a los esperados en 30 p.b., y en el caso de Brasil se ubicaron en terreno negativo (*Cuadro 9*). Vale la pena resaltar que el BR anunció que el crecimiento del segundo trimestre (4,3%) había sido igual al esperado por su equipo técnico, y que pronosticaba que en el año 2015 la economía crecería cerca de 5%. Por su parte, el Banco Central de Perú redujo su pronóstico de crecimiento para 2014 de 4,4% a 4,1%.

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano, el Indicador Bancario de Referencia (IBR) *overnight* y la Tasa Interbancaria (TIB) aumentaron en línea con la tasa de política, aunque permanecieron en niveles inferiores a la misma, ubicándose hasta 20 p.b.

Gráfico 21: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014

País	Anual Jun 2014	Anual Sep 2014	Rango meta 2014
COL	2,79%	2,86%	2,0% - 4,0%
BRA	6,52%	6,75%	2,5% - 6,5%
CHL	4,3%	4,9%	2,0% - 4,0%
MEX	3,75%	4,22%	2,0% - 4,0%
PER	3,45%	2,74%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 9: Crecimiento 2T14 y Expectativas para 2014

País	Esp 2T14	Obs 2T14	Esp 14 (Jun 14)	Esp 14 (Sep 14)
COL	4,6%	4,3%	4,60%	4,86%
BRA	-0,6%	-0,9%	1,24%	0,33%
CHL	1,8%	1,9%	3,0%	2,0%
MEX	1,5%	1,6%	2,77%	2,47%
PER	1,7%	1,7%	5,2%	3,9%

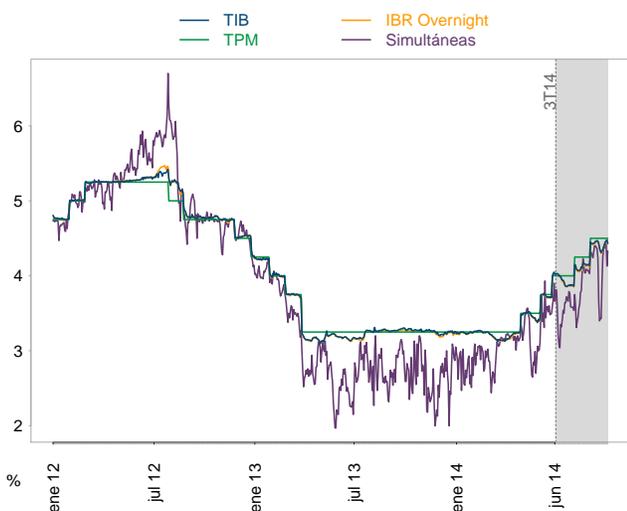
Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

por debajo (aproximadamente) (*Gráfico 22*). Lo anterior, debido a las condiciones de amplia liquidez en el mercado monetario, explicadas en parte por los vencimientos y pagos de cupones de TES⁴⁸. En el *Gráfi-*

⁴⁸Durante el trimestre hubo vencimientos de TES por \$9.227 mi-

co 23 puede observarse que durante el trimestre los saldos de expansión de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) superaron a los saldos de contracción. Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas, que en el segundo trimestre había llegado a presentar una desviación máxima de 85 p.b. por debajo de la tasa de referencia, en el 3T14 presentó una desviación máxima de 110 p.b., aunque cerró el trimestre con una diferencia de 18 p.b..

Gráfico 22: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día)



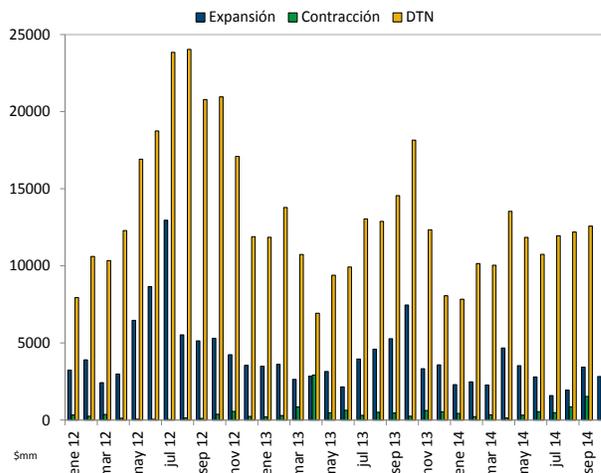
Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre, con excepción de once días⁴⁹. La posición del BR frente al sistema financiero pasó de \$3.557 miles de millones a finales de

les de millones y pagos de cupones por \$4.566 miles de millones. El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería pasó de \$12.081 miles de millones el 2T14 a \$12.236 miles de millones el 3T14. Aunque el saldo pasó de \$10.717 miles de millones el 27 de junio a \$13.165 miles de millones el 30 de septiembre, durante el período llegó a ubicarse en \$7.982 miles de millones.

⁴⁹El BR fue deudor neto del sistema financiero los días 7 de julio (\$1.125 miles de millones), 8 de julio (\$2.353 miles de millones), 14 de julio (\$195 miles de millones), 15 de julio (\$15 miles de millones), 4 de agosto (\$588 miles de millones), 5 de agosto (\$1.831 miles de millones), 15 de septiembre (\$2.030 miles de millones), 16 de septiembre (\$3.280 miles de millones), 17 de septiembre (\$526 miles de millones), 18 de septiembre (\$498 miles de millones) y 19 de septiembre (\$387 miles de millones).

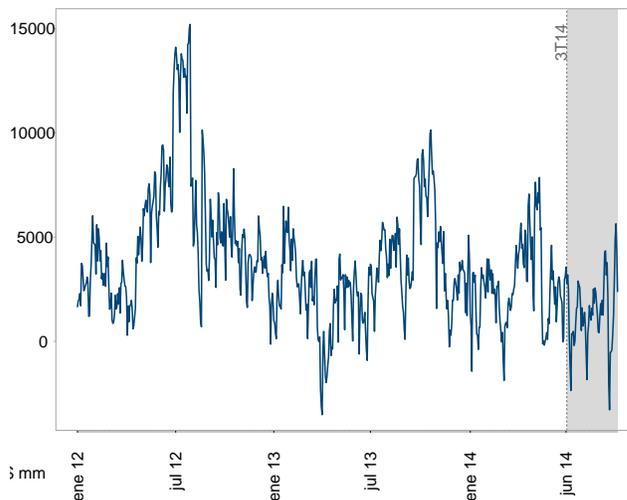
Gráfico 23: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

junio, a \$2.395 miles de millones el 30 de septiembre (Gráfico 24). Al comparar la posición promedio del BR en el 2T14 con la del 3T14, se encuentra que ésta pasó de \$3.368 miles de millones a \$1.373 miles de millones.

Gráfico 24: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

En cuanto al IBR a plazos superiores a un día, el indicador a tres meses pasó de 4,25 % E.A. el 27 de junio a 4,51 % E.A. el 30 de septiembre, reflejando expectativas de estabilidad de la tasa de referencia durante el cuarto trimestre del año. Vale la pena destacar que las expectativas de inflación para diciembre de 2014 se mantuvieron relativamente estables al pasar de 3,36 % en junio a 3,39 % en septiembre⁵⁰. Con respecto a la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR, durante el 3T14 ésta no superó a la tasa de referencia en ninguna ocasión.

Al comparar los promedios de las tasas del mercado monetario entre el 2T14 y el 3T14, se encuentra que el promedio de la tasa activa⁵¹ aumentó 80 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero presentó un incremento de 40 p.b.. De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación se amplió al pasar de 6,90 % a 7,26 %⁵².

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo menor al del trimestre anterior. Al comparar el 3T14 con el mismo trimestre del año anterior, se encuentra que los montos promedio de las carteras hipotecaria⁵³, comercial, de consumo y de microcrédito aumentaron 16,0 % (ant: 17,2 %), 12,7 % (ant: 17,2 %), 12,0 % (ant: 12,0 %), y 11,4 % (ant: 13,8 %), respectivamente⁵⁴ (Gráfico 25).

⁵⁰Cifras extraídas de la encuesta mensual realizada por el Banco de la República.

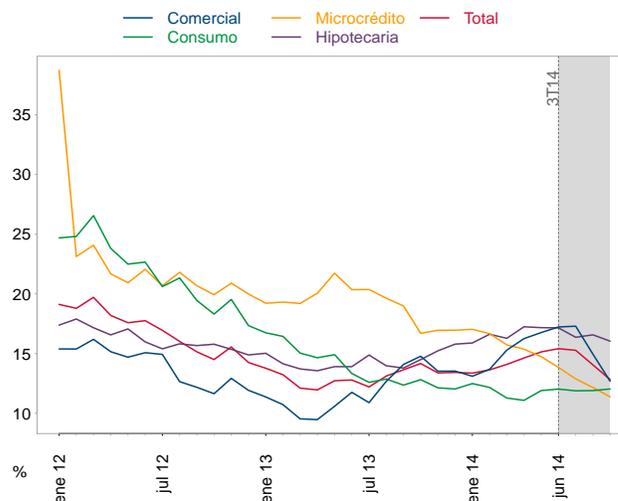
⁵¹Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

⁵²Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 2T14 se calcularon con datos semanales entre el 4 de abril y el 27 de junio de 2014, y los promedios del 3T14 se calcularon con datos semanales entre el 4 de julio y el 26 de septiembre de 2014.

⁵³Tradicional ajustada.

⁵⁴Estas variaciones se calcularon comparando el último dato de septiembre de 2014 respecto al último dato del tercer trimestre del año anterior.

Gráfico 25: Crecimiento Anual de Cartera



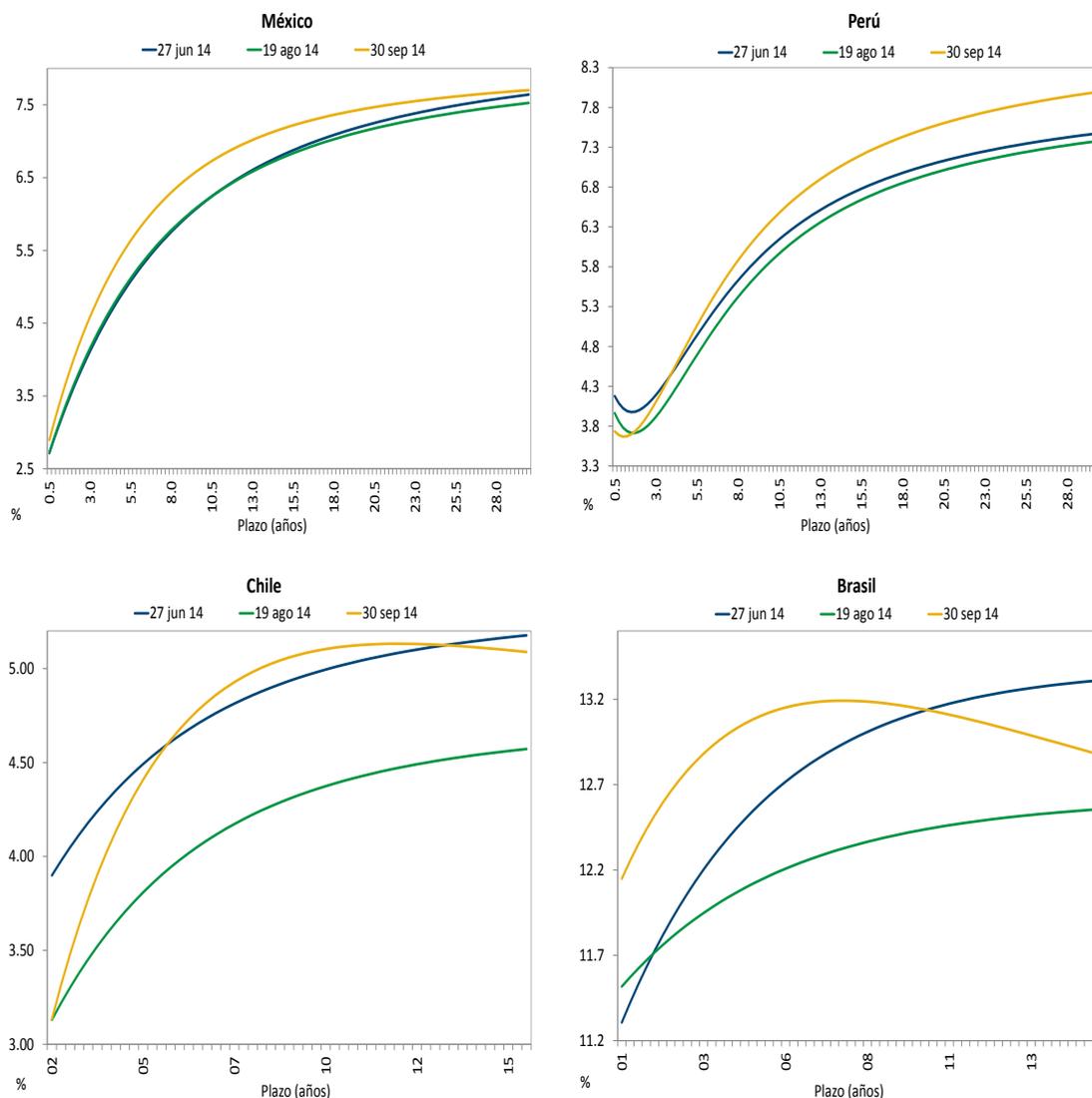
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República. *El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

En el 3T14 los títulos de deuda pública interna de los países de la región presentaron algunas desvalorizaciones en los tramos largos ante expectativas de que la Reserva Federal diera inicio a la normalización monetaria antes de lo que se había previsto; y comportamientos diferentes en los tramos cortos y medianos debido a las diferentes decisiones de los bancos centrales con respecto a sus tasas de intervención. Puntualmente, al comparar las tasas de finales de septiembre de 2014 con las del último día hábil de junio, se encuentra que se desvalorizaron los bonos de los tramos largos de México y Perú, mientras que los títulos de Brasil y Chile se valorizaron. Con respecto a los tramos cortos y medianos, hubo desvalorizaciones en Brasil y México, mientras que se valorizaron los bonos de Chile y Perú, países en los que las tasas de política fueron recortadas (Gráfico 26).

Gráfico 26: Curvas Cero Cupón Países de la Región

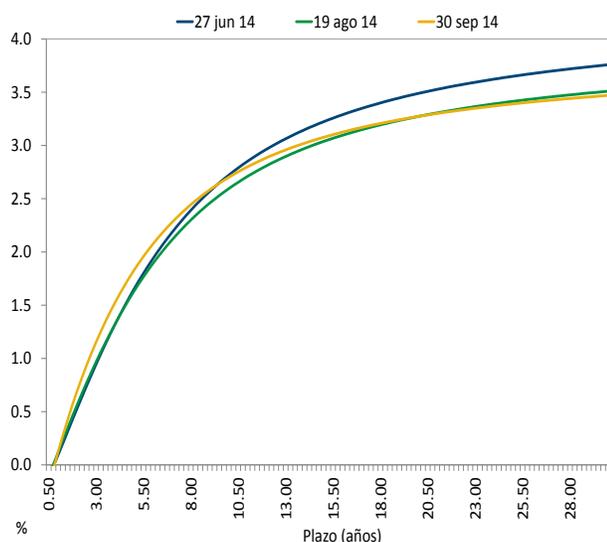


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

En cuanto a los bonos de EE.UU., estos permanecieron estables en los tramos corto y largo, dado que las desvalorizaciones de septiembre compensaron las valorizaciones presentadas hasta agosto. En el caso del tramo medio, las desvalorizaciones registradas en septiembre fueron superiores a las valorizaciones que habían presentado hasta agosto. Los bonos se habían valorizado hasta agosto ante las compras por parte de inversionistas extranjeros⁵⁵, y la mayor demanda de activos refugio debido a los conflictos geopolíticos y las preocupaciones con respecto al crecimiento mundial, principalmente el de la economía europea.

⁵⁵Se destaca China, país que en lo corrido del año hasta agosto incrementó sus reservas internacionales en cerca de US\$200 billones.

Gráfico 27: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

El apetito por bonos estadounidenses también estuvo relacionado con sus mayores retornos en comparación con los de otros activos de menor calificación crediticia en los mercados internacionales. Las desvalorizaciones de septiembre se explican por las expectativas en torno a las decisiones de la Reserva Federal (*Gráfico 27*).

Las desvalorizaciones de los tramos largos de las curvas de los países de la región se presentaron principalmente en el mes de septiembre y coinciden con una mayor percepción de riesgo sobre estas economías (reflejada en los CDS y los EMBI), y las expectativas de salidas de capitales ante un futuro menor estímulo de la Reserva Federal.

Cabe mencionar que las desvalorizaciones en Brasil pudieron estar relacionadas con la incertidumbre en torno a los resultados de las elecciones presidenciales y la decisión de *Moody's* de revisar a la baja la perspectiva de la calificación de su deuda soberana (Baa2) de estable a negativa, argumentando un bajo ritmo de crecimiento económico, un deterioro en la confian-

za inversionista y desafíos en materia fiscal⁵⁶. Por su parte, en Chile el comportamiento del mercado pudo haber estado influenciado por las mayores expectativas de inflación, luego que fuera publicado el dato de agosto que resultó superior al esperado⁵⁷.

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 27 de junio y el 30 de septiembre de 2014, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$185.028 miles de millones a \$188.735 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2014 para financiar el Presupuesto General de la Nación fue ampliado en septiembre de \$30.500 miles de millones a \$33.200 miles de millones⁵⁸. Entre julio y septiembre se emitieron bonos de este tipo por \$7.218 miles de millones⁵⁹.

Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el saldo autorizado para 2014 es de \$7.500 miles de millones, pero no se ha llevado a cabo ninguna subasta. En cuanto a los TES de control monetario, luego de no realizarse ninguna subasta de este tipo de títulos durante los dos primeros trimestres del año, en julio se comenzaron a subastar con un cupo inicial de \$6.000 miles de millones⁶⁰, que fue

⁵⁶En el momento de elaboración de este informe las calificaciones de la deuda de Brasil asignadas por *S&P* y *Fitch* eran BBB- y BBB, respectivamente.

⁵⁷El dato publicado fue 4,5%, 20 p.b. por encima del esperado (4,3%).

⁵⁸Fue ampliado en \$2.700 miles de millones mediante el Decreto 1729 del 11 de septiembre de 2014.

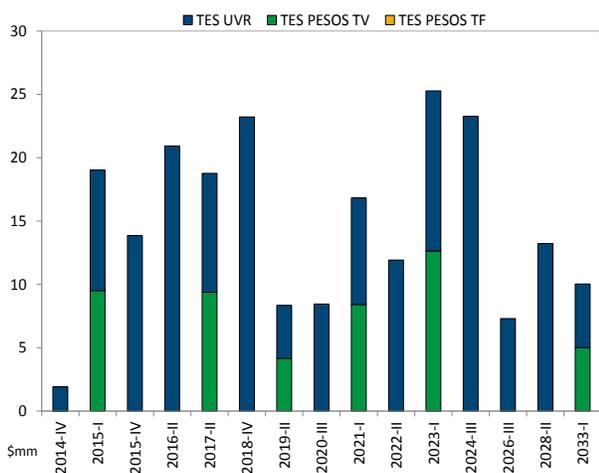
⁵⁹Valores nominales. \$4.959 miles de millones de TES en pesos, y \$2.259 miles de millones de TES UVR.

⁶⁰El 2 de julio el Ministerio de Hacienda anunció que hasta noviembre de 2014 se emitirían TES Clase B para regular la liquidez de la economía hasta por \$6 billones, teniendo en consideración el programa de acumulación de reservas internacionales en el mercado cambiario, y que durante el segundo semestre de 2014 había vencimientos de esta clase de títulos por cerca de \$5,5 billones. Se indicó que estas colocaciones se realizarían semanalmente mediante subastas por \$300 miles de millones los jueves a partir del

ampliado en agosto a \$10.000 miles de millones⁶¹. En el tercer trimestre, se realizaron subastas de TES de control monetario por \$5.456 miles de millones, correspondientes en su totalidad a TES de plazos de 1 y 2 años⁶².

Por otro lado, en el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 30 de septiembre, los vencimientos para el resto del año 2014 representaban un 1,1% del saldo en circulación.

Gráfico 28: Proyección de Vencimientos TES



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

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Al analizar el comportamiento de los TES en moneda

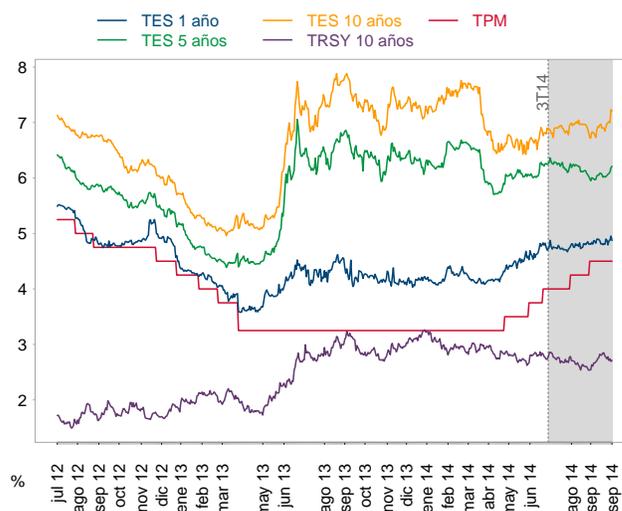
3 de julio hasta la segunda semana de noviembre. Durante este período se emitirían dos nuevas referencias de TES Clase B con plazo de vencimiento a uno y dos años (3 de julio de 2015 y 1 de julio de 2016, respectivamente).

⁶¹Los cupos de las subastas aumentaron a \$500 miles de millones semanales.

⁶²Los TES para regular la liquidez de la economía no pueden utilizarse para financiar apropiaciones del Presupuesto General de la Nación y son administrados mediante depósito remunerado en el BR. En 2013 se emitieron \$4.489 miles de millones de largo plazo y \$9.197 miles de millones de corto plazo, para un total de \$13.686 miles de millones.

local durante el 3T14, se encuentra que, similar a lo sucedido con los bonos de otros países de la región, los TES de largo plazo presentaron desvalorizaciones. Por su parte, los bonos del tramo corto también se desvalorizaron y los del tramo mediano permanecieron estables. Así, al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 3T14 con las de finales del 2T14, se observan variaciones en promedio de +16 p.b. entre 0 y 2 años, -3 p.b. entre 2 y 5 años, y +28 p.b. entre 5 y 15 años⁶³ (*Gráficos 29 y 30*).

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



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

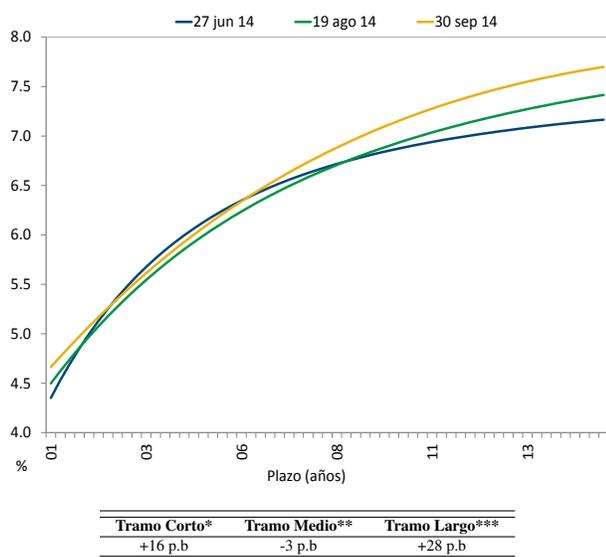
Ante el mayor incremento de las tasas de largo plazo, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años aumentó al pasar de 221 p.b. el 27 de junio a 234 p.b. el 30 de septiembre. (*Gráfico 31*).

Las desvalorizaciones de los TES de corto plazo obedecen principalmente al incremento de la tasa de referencia por parte del Banco de la República, que se transmitió rápidamente a las tasas de estos bonos⁶⁴.

⁶³Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

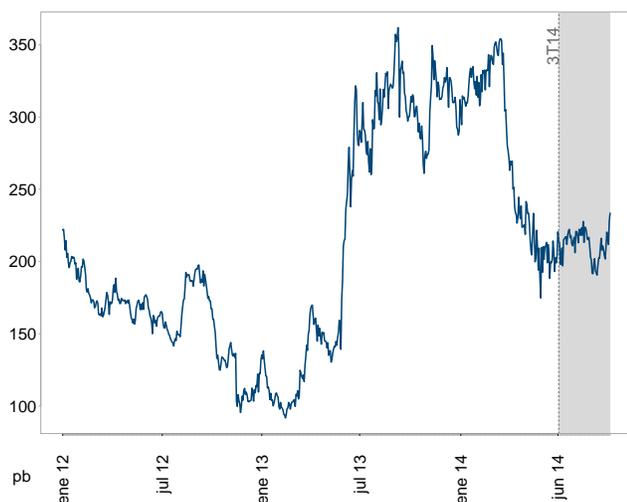
⁶⁴El Banco de la República incrementó 25 p.b. su tasa de referencia en las reuniones que la JDBR llevó a cabo en julio y agosto, de tal manera que ésta pasó de 4,0% a 4,50%.

Gráfico 30: Curvas Spot Colombia



Fuente: SEN y MEC. 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.

Sin embargo, al parecer este efecto fue parcialmente contrarrestado por la preferencia de los agentes por menor duración ante la incertidumbre a nivel internacional.

En cuanto a los TES de largo plazo, sus desvalorizaciones parecen estar asociadas a mayor apetito por activos en moneda extranjera ante expectativas de que la normalización de la política monetaria en EE.UU. comenzaría antes de lo esperado⁶⁵, expectativas de una menor demanda de TES ante la finalización del proceso de rebalanceo del índice GBI, e incertidumbre con respecto al esquema de financiación para el año 2015. Con respecto a esto último, surgieron especulaciones en el mercado en torno a la posible realización de un canje de deuda, teniendo en cuenta que en ese momento los vencimientos para el próximo año ascendían a cerca de \$25 billones, y que la venta de Isagen fue prorrogada hasta por un año⁶⁶. Este canje fue anunciado a finales de septiembre⁶⁷. Cabe mencionar también que durante el trimestre la inflación esperada para diciembre de 2014 pasó de 3,36% en junio a 3,39% en septiembre. En cuanto al comportamiento estable del tramo mediano de la curva, este parece obedecer a que las valorizaciones que se habían registrado hasta agosto fueron compensadas por las desvalorizaciones presentadas en el mes de septiembre.

El promedio de la correlación a 60 días entre las tasas de los bonos a 10 años de Colombia y EE.UU. disminuyó entre el segundo y el tercer trimestre del año, pasando de 36% a 6%. Por su parte, el promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue apro-

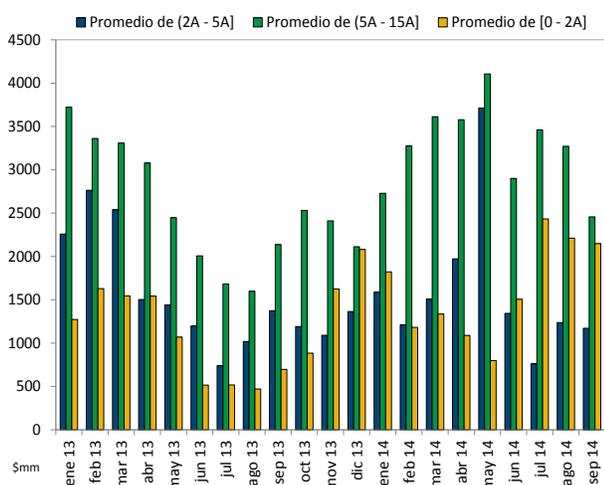
⁶⁵ Como resultado de la publicación de datos favorables de la economía interna y de un estudio de la Fed de San Francisco que resaltaba que el mercado estaba rezagado frente al FOMC en relación con el momento en que comenzarían los aumentos de la tasa de política. De acuerdo con datos extraídos de *Bloomberg* (tasas implícitas en futuros de los fondos federales) en junio se esperaba que el primer incremento de la tasa de referencia de EE.UU. ocurriera en octubre de 2015, en julio se esperaba en agosto y al cerrar el trimestre, en septiembre de 2015.

⁶⁶ El 3 de julio el Gobierno anunció que durante la segunda semana de agosto se llevaría a cabo la subasta de venta de la participación estatal en la generadora de energía, y que se esperaba que la Nación recibiera más de \$5 billones en esta transacción. Sin embargo en agosto el Ministro de Hacienda anunció la decisión de prorrogar, hasta por un año, el plazo de vigencia del proceso de venta dado que varios proponentes habían solicitado un plazo adicional para evaluar su decisión.

⁶⁷ El Gobierno intercambió títulos con vencimientos en 2015 y 2018 por bonos con vencimiento entre 2017 y 2026.

ximadamente \$6.384 miles de millones⁶⁸, superior al observado en el mismo período del año 2013 (aproximadamente \$3.412 miles de millones) (Gráficos 32 y 33). En el Gráfico 32 puede observarse que en este trimestre, igual a lo ocurrido en los anteriores, el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación permaneció estable en 24% entre el 2T14 y el 3T14, seguidos de los títulos que vencen en junio de 2016 cuya participación pasó de 26% a 24%.

Gráfico 32: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES

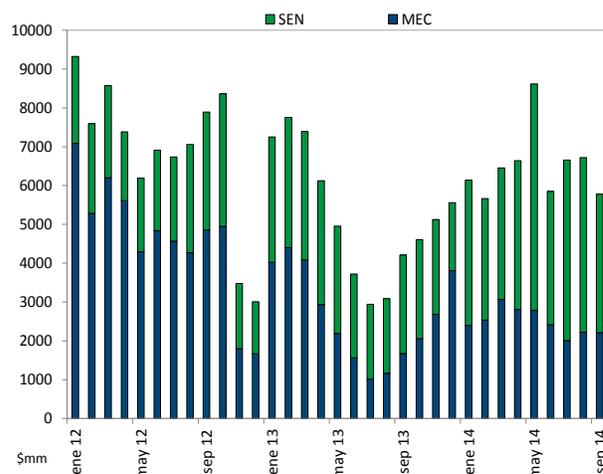


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. Billones de pesos.

Durante este trimestre se dieron a conocer otras noticias importantes para el mercado de deuda pública. En primer lugar, *Moody's* mejoró la calificación de la deuda soberana de Colombia argumentando expectativas de mayor crecimiento del país a pesar de las condiciones externas, el soporte de largo plazo que daría a la economía el programa de infraestructura 4G, y la gestión fiscal que había permitido moderar el déficit, junto con el cumplimiento continuo de la regla fiscal. En segundo lugar, el Gobierno anunció que presentaría al Congreso una reforma tributaria con propuestas como modificaciones al impuesto al patrimonio, lo que

⁶⁸Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 33: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

podría desincentivar la inversión en títulos de deuda pública. Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda anunció que podría prefinanciar parte de las necesidades de 2015 mediante la emisión de bonos en el mercado internacional antes de que finalizara el año 2014.

6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con el mercado de TES, los futuros de largo plazo presentaron desvalorizaciones. El número de contratos negociados de futuros de TES⁶⁹ disminuyó al pasar de 60.814 contratos en el 2T14 a 59.989 en el 3T14 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$14.997 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 9.212 contratos el 30 de septiembre, la mayoría con vencimiento en el 2016.

⁶⁹Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

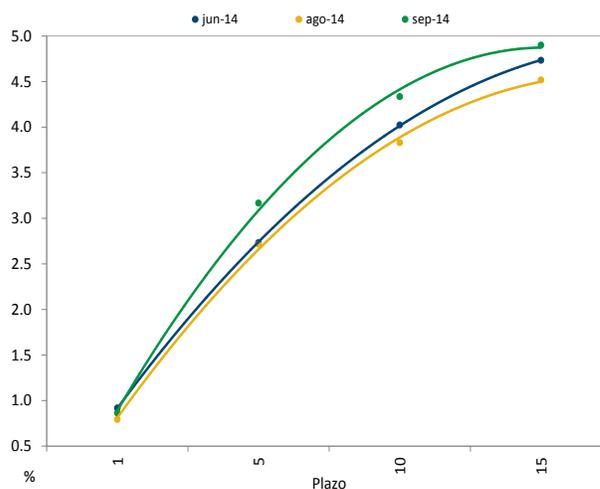
Durante el 3T14, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron desvalorizaciones, principalmente en septiembre (Gráficos 34, 35 y 36). Lo anterior pudo estar relacionado con la incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria de la Fed frente a la publicación de algunos datos favorables de la economía estadounidense, los ataques contra el Estado Islámico en Oriente Medio y el conflicto entre Rusia y Ucrania que incrementaron la percepción de riesgo internacional. No obstante, vale la pena destacar que los títulos de la región habían presentado valorizaciones hasta agosto, comportamiento que coincide con la disminución de la percepción de riesgo observada ese mes ante expectativas de un mayor estímulo monetario por parte del BCE, la intervención del Banco Central de Portugal para contrarrestar los efectos de la crisis del BES en su sistema financiero, el discurso de Janet Yellen en el que defendió la postura expansiva de la política monetaria de la Fed, y algunos datos positivos de la economía china que contribuyeron a reducir la percepción de riesgo hacia las economías emergentes.

En línea con lo anterior, las primas de riesgo para los países de la región aumentaron durante el trimestre. En primer lugar, los EMBI país, para la muestra de los países de la región, aumentaron en promedio 18,4 p.b. (12,4%)⁷⁰, y el EMBI+ aumentó 46,8 p.b. (16,6%) (Gráfico 37). Asimismo, los CDS de bonos a 5 años de los países de la región se incrementaron en promedio 20,8 p.b. (24,3%)⁷¹ (Gráfico 38).

⁷⁰Variaciones EMBI+ países: Colombia: 28,0 p.b. (19,9%), Brasil: 22,0 p.b. (10,7%), México: 22,0 p.b. (16,2%), Perú 6,0 p.b. (4,1%) y el EMBI Global Chile: 14 p.b. (11,4%).

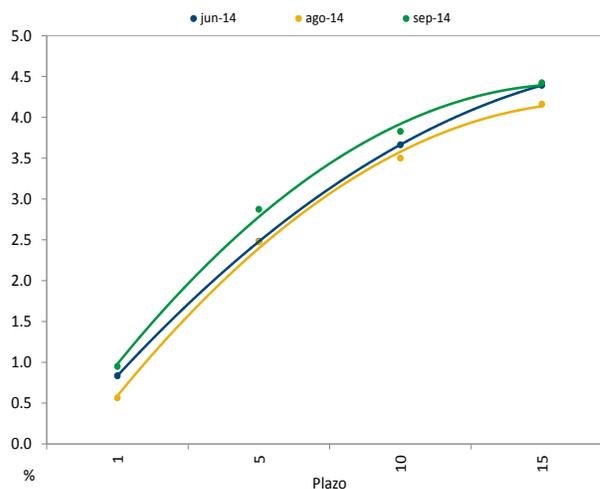
⁷¹Variaciones: Colombia: 18,7 p.b. (23,1%), Brasil: 29,6 p.b. (20,5%), México: 20,1 p.b. (29,9%), Chile: 14,0 p.b. (22,1%) y Perú: 21,6 p.b. (26,1%).

Gráfico 34: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 35: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú

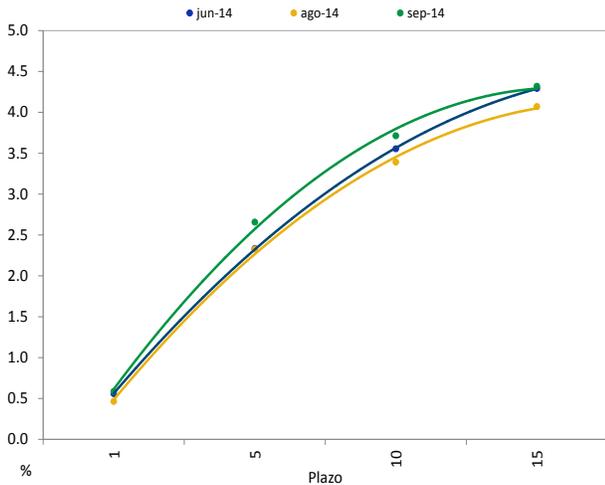


Fuente: Bloomberg.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

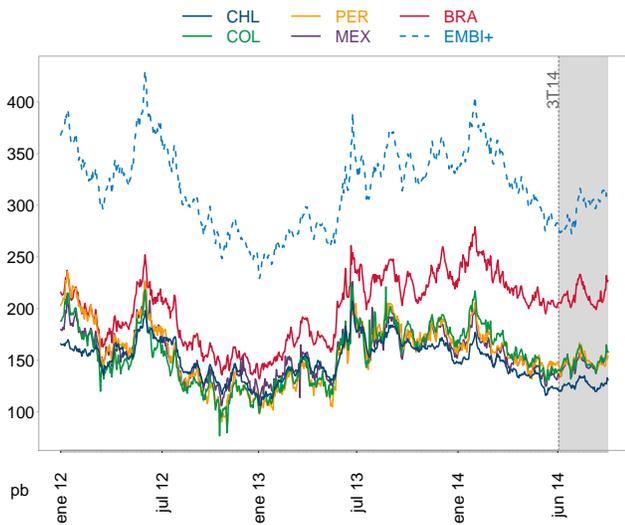
Durante el tercer trimestre del año, los bonos de deuda externa colombiana tanto en dólares como en pesos

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



Fuente: Bloomberg.

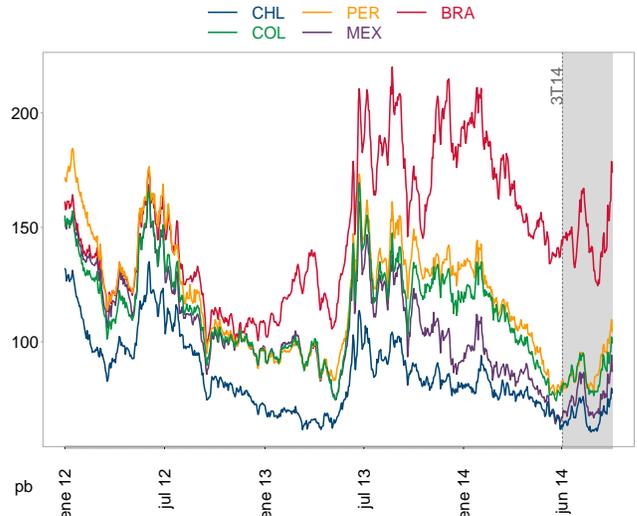
Gráfico 37: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

presentaron desvalorizaciones (Gráficos 39 y 40), en línea con el comportamiento de la región. En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, en comparación con los últimos datos del

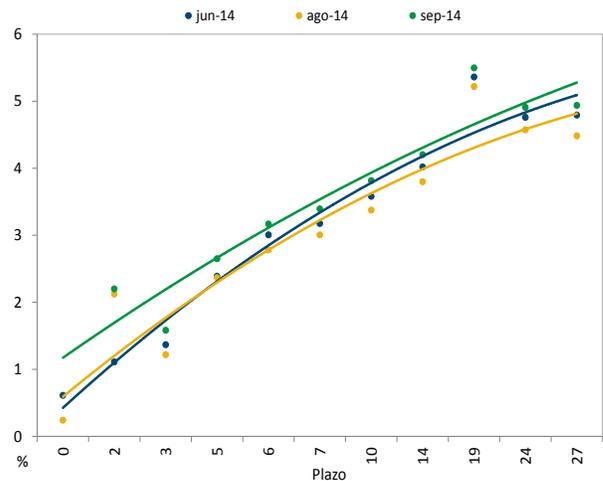
Gráfico 38: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

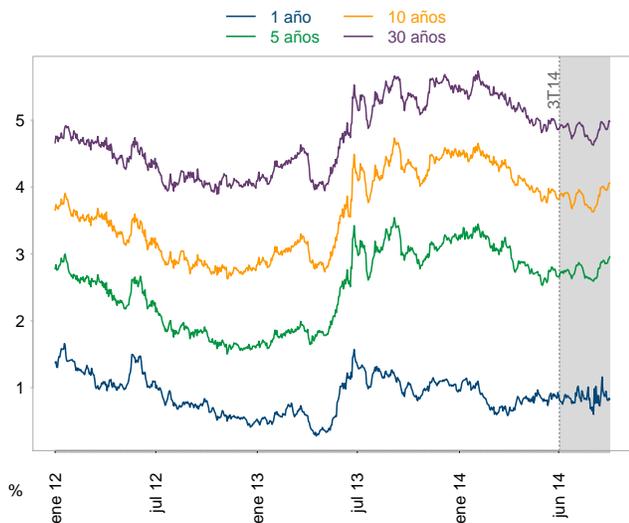
trimestre anterior, el EMBI+ Colombia presentó un incremento de 28,0 p.b. (19,9%) y el CDS a 5 años aumentó 18,7 p.b. (23,1%).

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



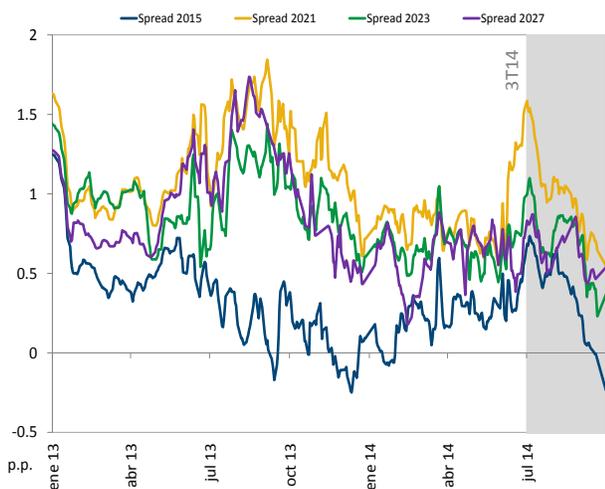
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 40: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: TES Locales - TES Globales



Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 41 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denominados en la misma moneda pero emitidos en los mer-

cados internacionales. A lo largo del último trimestre, este *spread* disminuyó para cada uno de los plazos. Para los títulos con vencimiento en el 2015 el comportamiento del *spread* fue resultado de desvalorizaciones de los bonos Globales acompañadas de valorizaciones de los TES locales, mientras que para los demás vencimientos la caída del *spread* se explica por desvalorizaciones de los bonos Globales superiores a las desvalorizaciones de los TES locales.

7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 3T14 el mercado primario de deuda privada presentó una disminución de 27% frente a lo observado el trimestre anterior en términos de los montos colocados, con un monto trimestral equivalente a \$2.590 miles de millones⁷² (ant: \$3.564 miles de millones) (Gráfico 42). La disminución de las colocaciones pudo estar relacionada con el entorno internacional, y con algunos factores locales mencionados anteriormente que pudieron aumentar la aversión de los inversionistas.

En el periodo analizado, el sector financiero tuvo una participación de 15% en las colocaciones. Las colocaciones del sector financiero durante el trimestre fueron de \$400 miles de millones⁷³. Por otra parte, el sector no financiero tuvo una participación de 85% en los montos colocados, con un monto de \$2.190 miles de millones⁷⁴ (Gráfico 43).

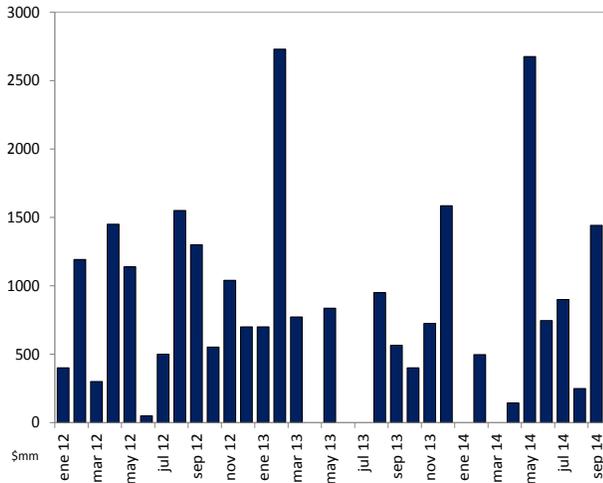
Durante el trimestre distintas entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). La mayor parte de las emisiones se ataron a IPC (70%), seguidas por Tasa Fija (17%) IBR (9%) y DTF (4%) (Gráfico 44). El 44% de las emisiones se realizaron a plazos entre 5 y 10 años, seguidas por los plazos de 10 a 20 años (30%) de 2 a 5 años (18%), 0 a 2 años (4%) y mayor a 20 años (4%) (Gráfico 45).

⁷²Dicho monto equivale a 1,43 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

⁷³Equivale a 0,27 veces su promedio histórico de colocaciones.

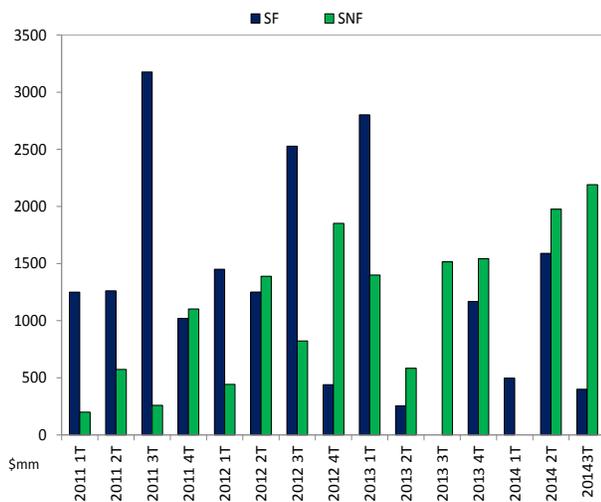
⁷⁴Equivale a 2,09 veces su promedio histórico.

Gráfico 42: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

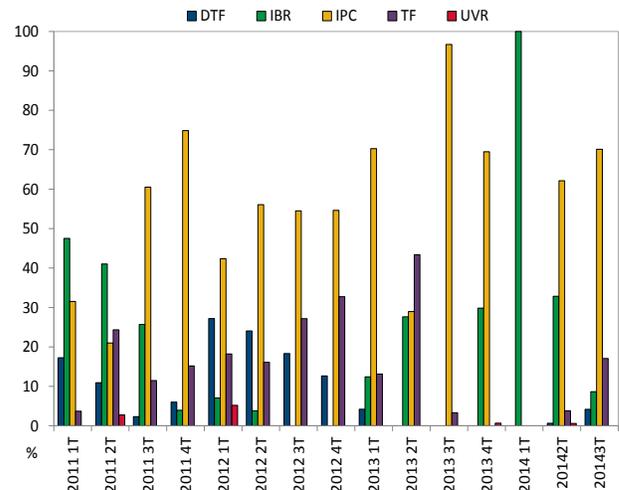
Gráfico 43: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

De otra parte, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas disminuyó 0,27 respecto al trimestre anterior; la demanda por colocaciones (\$5.029 miles de millones) fue 1,94 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior:

Gráfico 44: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 3T14

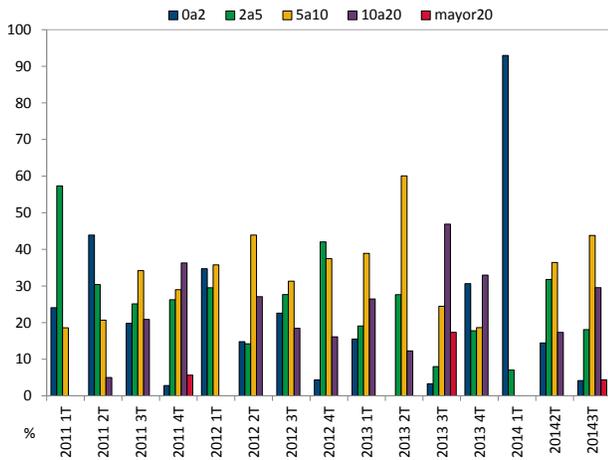
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Leasing Bancolombia	400	3 a 10	IPC, IBR
EPM	500	6 a 20	IPC
Municipio de Medellín	249	10, 30	IPC
Grupo Argos	1000	2 a 15	DTF, IBR, IPC
Titularizadora Colombiana	441.8	10	Tasa Fija

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

\$7.906 miles de millones, 2,22 veces) (Gráfico 46).

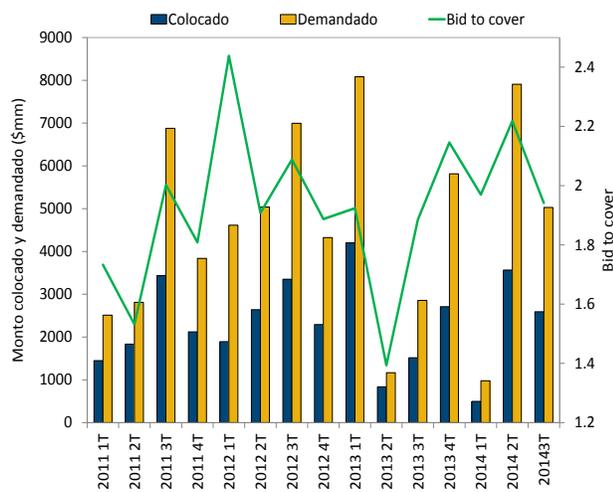
Finalmente, se resalta que durante el trimestre Findeter, Empresas Públicas de Medellín (EPM) y Ecopetrol realizaron colocaciones en los mercados internacionales a un plazo de 10 años por USD500 millones, USD500 millones y USD1200 millones respectivamente. Las colocaciones de Empresas Públicas de Medellín y Findeter fueron denominadas en pesos colombianos y pagaderas en dólares.

Gráfico 45: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 46: Monto Colocado vs Monto Demandado



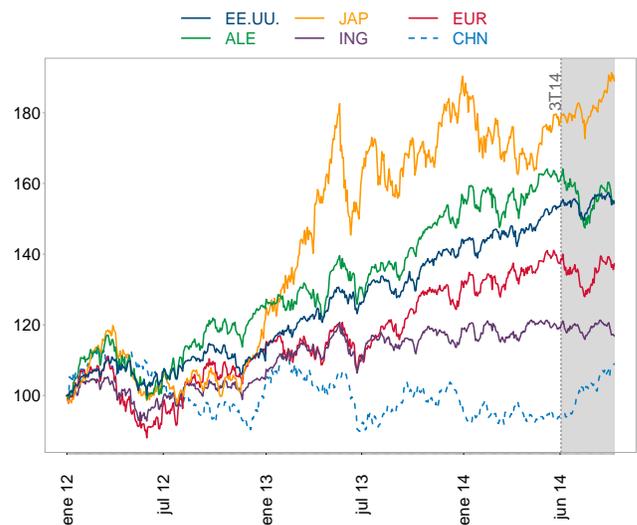
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

En el 3T14 los índices accionarios de países desarrollados y de países de América Latina presentaron com-

portamientos mixtos y su evolución estuvo influenciada principalmente por el comportamiento de los indicadores de percepción de riesgo internacional, la reducción en el precio de los *commodities* y por factores locales. La valorización de los índices accionarios de Estados Unidos⁷⁵ se presentó fundamentalmente en agosto ante la publicación de datos positivos de producción y vivienda y la reducción en los indicadores de percepción de riesgo internacional. Los índices accionarios de China y Japón fueron los más valorizados en el trimestre, aumentando el *Shanghai Index* 15,4% y el *Nikkei* 6,7%, impulsados por la publicación de datos económicos positivos en China y por la depreciación del yen. Por su parte, la desvalorización del *Eurostoxx* de 0,1% en el trimestre se explica principalmente por la reducción que presentó el índice hasta la primera semana de agosto debido al aumento en la percepción de riesgo internacional, la crisis financiera del BES en Portugal y la publicación de datos negativos de producción en la Zona Euro (Gráfico 47).

Gráfico 47: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

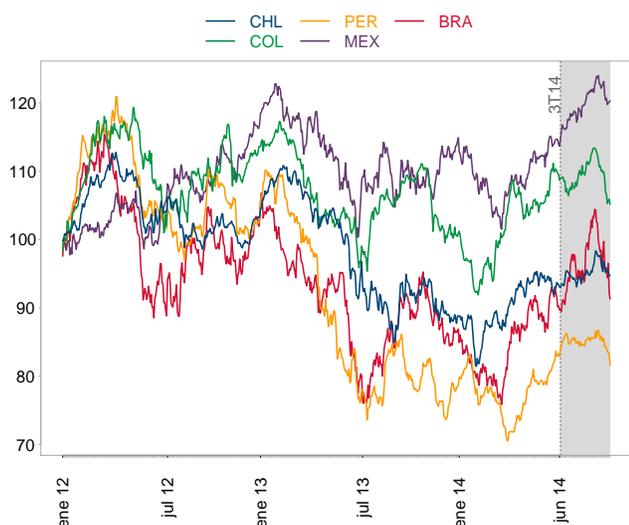
De forma similar, el comportamiento de las bolsas de América Latina fue mixto y estuvo afectado por la

⁷⁵El *S&P500* se valorizó 0,6%, el *Nasdaq* 1,9%, y el *Dow Jones* 1,3%.

evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional, de tal manera que en general hubo movimientos mixtos en julio, valorizaciones en agosto y desvalorizaciones en septiembre. Además del riesgo internacional, los índices accionarios de la región estuvieron influenciados por la reducción del precio de los *commodities* en el trimestre, la cual se dio principalmente a partir de la última semana de julio⁷⁶. Específicamente, en América Latina, en el 3T14 se valorizaron los índices accionarios de México 5,3%, Brasil 1,58% y Chile 1,8%, y se desvalorizaron los de Perú 2,6% y Colombia 3,2% (*COLCAP*) (*Gráfico 48*).

En Colombia, la desvalorización del *COLCAP* se dio principalmente en septiembre (7,2%) y pudo estar influenciada por el aumento en la percepción de riesgo internacional y por el proyecto de reforma tributaria, que de acuerdo con analistas del mercado podría desincentivar las inversiones de capital en el país y generar salidas de divisas.

Gráfico 48: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



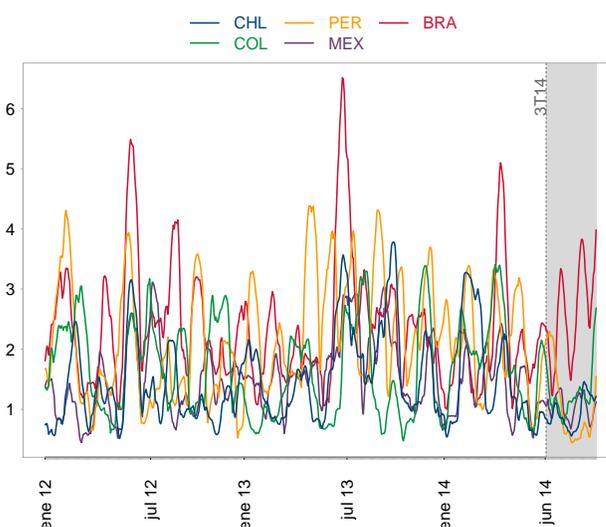
Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

En el *Gráfico 49* se puede observar que el promedio

⁷⁶En el trimestre el índice CRB cayó 10%, el petróleo WTI 13%, el petróleo Brent 15%, el oro 9%, la plata 19%, el cobre 3% y el carbón 6%.

de los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región en el tercer trimestre de 2014 fue inferior al promedio observado en el segundo trimestre para Chile, Colombia, Perú y México, y superior para Brasil⁷⁷. El *IBOV* de Brasil fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (2,6), seguido por el *IGBC* de Colombia (1,26), el *IGBVL* de Perú (1,05), el *MEXBOL* de México (1,04) y el *IPSA* de Chile (0,94).

Gráfico 49: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

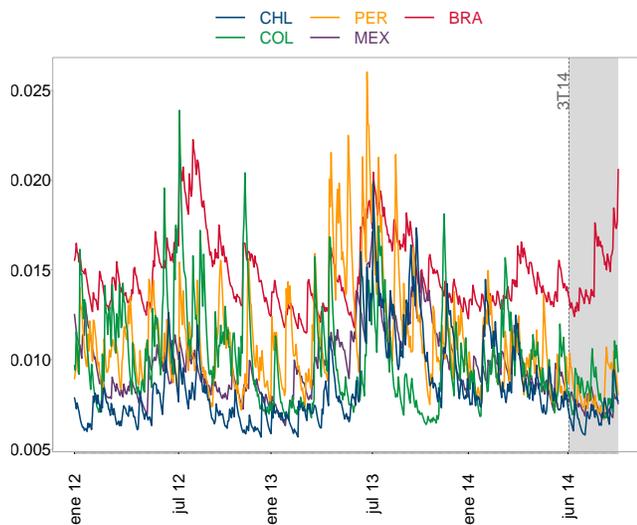
En materia de volatilidad condicional⁷⁸, durante el 3T14 el promedio en la región se redujo 9,6% respecto al trimestre anterior. En particular, en el trimestre todas las volatilidades de los índices accionarios de los países analizados se redujeron: del *MEXBOL* de México 15,2%, del *IPSA* de Chile 13,7%, del *IGBVL* de Perú 11,7%, del *IGBC* de Colombia 10,6% y del *IBOV* de Brasil 3,1%⁷⁹ (*Gráfico 50*).

⁷⁷En términos de promedios, disminuyeron los coeficientes de variación del *IPSA* de Chile 22% (de 1,21 a 0,94), del *IGBC* de Colombia 27% (de 1,72 a 1,26), del *IGBVL* de Perú 48% (de 1,99 a 1,05) y del *MEXBOL* de México 21% (de 1,31 a 1,04); y aumentó el del *IBOV* de Brasil 4% (de 2,49 a 2,6).

⁷⁸Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁷⁹La volatilidad condicional promedio en el trimestre del *IBOV* de

Gráfico 50: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



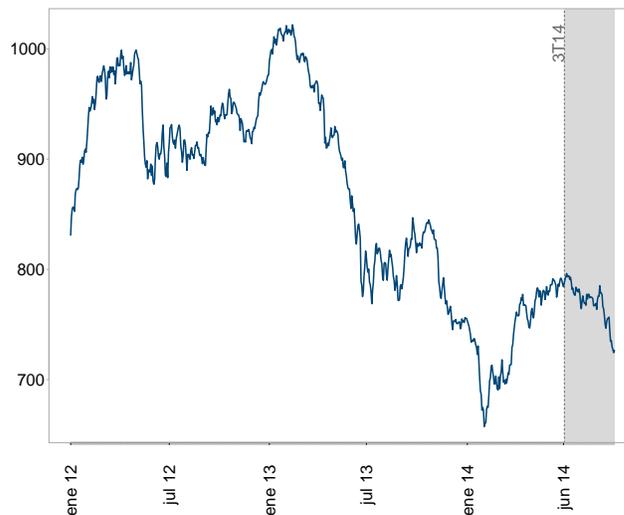
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 3T14 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones en el mercado MILA por \$3.135 millones (ventas de \$16.881 millones y compras de \$13.746 millones), frente a ventas netas de \$1.455 millones, \$8.196 millones, \$3.990 millones y \$1,752 millones observadas en el 2T14, 1T14, 4T13 y 3T13, respectivamente. Es importante anotar que en el periodo, el 83 % de las ventas realizadas por la BVC fue de activos colombianos, y el 85 % de las compras realizadas fue de activos colombianos que estaban en poder de extranjeros. El índice *S&P Mila 40*, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado, presentó una desvalorización de 7,4% durante el tercer trimestre de 2014. Este índice se desvalorizó 22,6% en 2013 pero se había valorizado 3,8% en el primer semestre de 2014 (Gráfico 51).

En Colombia, el promedio diario negociado durante el tercer trimestre de 2014 en el mercado accionario fue de \$163 miles de millones, inferior al observado en

Brasil fue 0,0149, la del *MEXBOL* de México 0,0075, la del *IGBC* de Colombia 0,0083, la del *IGBVL* de Perú 0,0083 y la del *IPSA* de Chile 0,0070.

Gráfico 51: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

el segundo trimestre del año (\$168 miles de millones) pero superior al observado en el primer trimestre de 2014 y en el 2013⁸⁰. El *COL20*, presentó una desvalorización durante el periodo analizado de 3,5%.

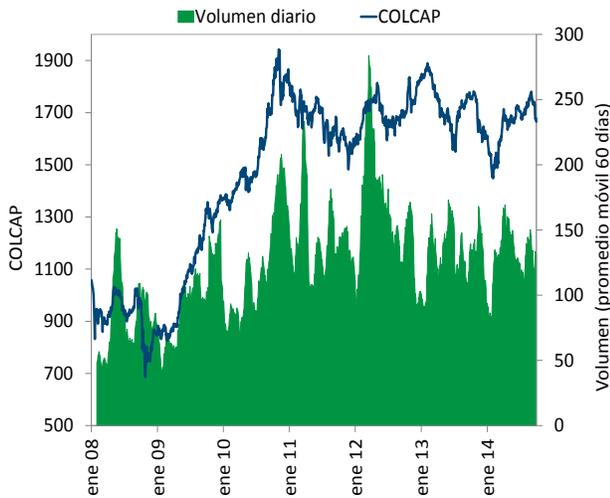
Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el tercer trimestre de 2014 fueron las personas naturales, las compañías de seguros, el sector real y los fondos de pensiones y cesantías, que ofrecieron en neto \$324 mil millones, \$181 mil millones, \$163 mil millones y \$142 mil millones, respectivamente. Por otra parte, los principales demandantes netos fueron los extranjeros, las sociedades comisionistas de bolsa y los programas ADR, que demandaron en neto \$412 mil millones, \$156 mil millones y \$116 mil millones, respectivamente.

En cuanto a la negociación de futuros de *COLCAP*, durante el trimestre se negociaron 355 contratos frente a 219 contratos negociados en el 2T14⁸¹ y su valor

⁸⁰\$158 miles de millones en el 1T14 y \$150 miles de millones, \$159 miles de millones, \$148 miles de millones y \$150 miles de millones en los cuatro trimestres de 2013.

⁸¹El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del *COLCAP*.

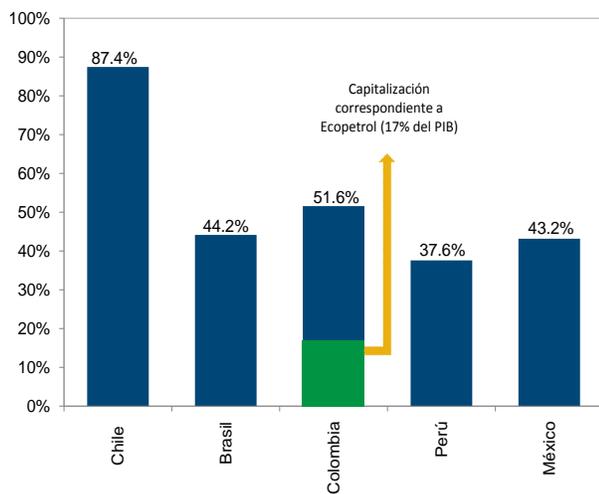
Gráfico 52: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

tuvo un comportamiento similar al del índice.

Gráfico 53: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: FMI y Federación Mundial de Bolsas.

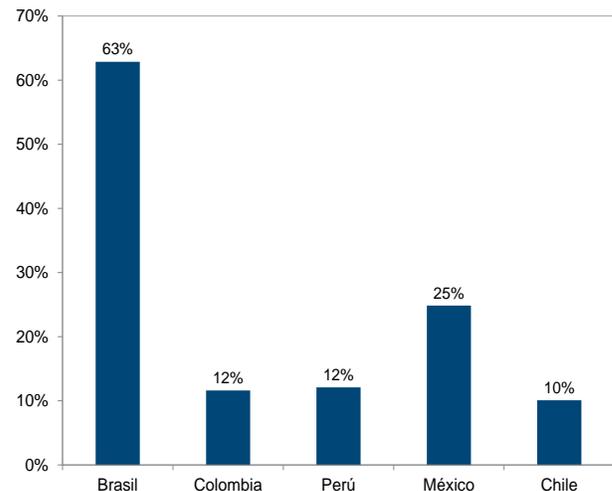
Con datos del PIB de 2013⁸² y datos de capitalización

⁸²Fuente: FMI.

bursátil a septiembre de 2014⁸³, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 53 se puede observar que la bolsa de Chile tiene una capitalización bursátil como porcentaje del PIB de 87,4%, siendo la más alta de la región, seguida por la de las bolsas de Colombia (51,6%), Brasil (44,2%), México (43,2%) y Perú (37,6%).

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a septiembre de 2014⁸⁴, en la región la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 62,9% (dato a julio⁸⁵); seguida por las bolsas de México (24,8%), Perú (12,1%), Colombia (11,6%) y Chile (10,1%) (Gráfico 54).

Gráfico 54: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable



Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

En el tercer trimestre de 2014, el Grupo Aval culminó una colocación de acciones en la Bolsa de Nueva

⁸³Fuente: World Federation of Exchanges.

⁸⁴Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil. Fuente: World Federation of Exchanges.

⁸⁵Para agosto y septiembre de 2014 no hay información disponible para Brasil.

York por un monto aproximado de US\$1.265 millones⁸⁶, recursos que serán destinados a continuar con la estrategia expansionista del conglomerado financiero.

⁸⁶Se colocaron 1.874.074.100 acciones preferenciales (20 acciones preferenciales por un ADR), a un precio de US\$13,50 por ADR.