



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2014

Banco de la República

Mayo 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

Juan Camilo Paz
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	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	13
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	16
6	Mercado Monetario y Renta Fija	18
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	18
6.2	Mercado de Deuda Pública Interna	23
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	23
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	25
6.3	Contratos de Futuros de TES	28
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	28
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	30
7	Mercado de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	32

Índice de Gráficos

1	Indices 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	9
4	Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro	10
5	CDS a 5 años de algunos países emergentes	10
6	Índices de Confianza	11
7	Índice de Confianza de la Economía (ICEA)	12
8	Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	13
9	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna	13
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	14
11	VIX vs. Índices de Monedas	14
12	Tasas de Cambio LATAM	15
13	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	16
14	COP/USD - LACI - VIX	17
15	Posición propia de contado, Posición propia y Obligaciones Netas a Futuro	18
16	Forwards y Futuros CRCC	18
17	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	19
18	Indice de Precios al Consumidor	20
19	Promedio Mensual de Saldos Diarios	21
20	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	21
21	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	21
22	Tasas de Interés Activa y Pasiva	22
23	Margen de Intermediación	22
24	Crecimiento Anual de Cartera	23
25	Curva Cero Cupón EE.UU.	23
26	Curvas Cero Cupón Países de la Región	24
27	Proyección de Vencimientos TES	25
28	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	25
29	Curvas Spot Colombia	26
30	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	26
31	Monto promedio negociado por plazos de TES	27
32	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	27
33	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	28
34	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	28
35	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	29
36	Spreads Deuda Soberana LATAM	29
37	Credit Default Swaps 5 años	29
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	30
39	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	30
40	TES Globales vs TES locales	31
41	Monto Total Colocado (2010 - 2014)	31
42	Monto Colocado por Sector	32
43	Colocaciones por Tasa de Interés	32

44	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	32
45	Monto Colocado VS Monto Demandado	33
46	Indices accionarios países desarrollados	33
47	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	34
48	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	35
49	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	35
50	S&P MILA 40	35
51	IGBC y Volumen Transado Diario	36
52	Capitalización Bursátil/PIB	36

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	14
3	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	14
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	16
5	Precio de Productos Básicos (en dólares)	16
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Marzo LATAM	19
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014	20
8	Crecimiento 4T13 y Expectativas para 2014	20

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.

Con el anterior objetivo, este reporte pretende proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte hace una descripción de 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 primer trimestre de 2014 estuvo caracterizado por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales ante las menores perspectivas de crecimiento económico de China, y los efectos que esto podría tener sobre el ritmo de la recuperación de la economía mundial. Al mismo tiempo, los mercados estuvieron atentos a las decisiones de la Reserva Federal (FED) sobre el programa de compra de activos y el momento en el que se iniciaría el primer incremento de la tasa de interés. Posteriormente, noticias positivas en EEUU y Europa, así como la continuidad de amplias condiciones de liquidez internacional ante las medidas y anuncios de otros BC de países desarrollados, mejoraron la percepción de los inversionistas así como su posición frente a los mercados emergentes.

En este contexto, las monedas de países desarrollados presentaron comportamientos mixtos con relación al dólar y sus mercados bursátiles se valorizaron frente al trimestre anterior, con excepción de Japón. Por su parte, en los países de la región se observaron comportamientos mixtos en el mercado cambiario y de renta variable mientras que los de deuda pública, en general presentaron valorizaciones. A nivel local, el *COLCAP* se valorizó y el peso colombiano se depreció. Además, algunos indicadores de percepción de riesgo local mejoraron, los bonos de deuda pública interna se valorizaron ante la publicación de datos positivos de crecimiento y el aumento de la participación de Colombia en los índices de deuda emergente de *JP Morgan*, mientras que las colocaciones de deuda privada disminuyeron con respecto a las observadas en el trimestre anterior.

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 primer trimestre de 2014 el dólar presentó un comportamiento mixto frente a sus principales cruces: se apreció frente al dólar canadiense, al franco suizo y al euro, mientras que se depreció frente al dólar neozelandés, al dólar australiano, al yen y a la libra esterlina. De igual manera, las monedas de países emergentes presentaron comportamientos mixtos frente al dólar. En particular, en la región el real brasilero y el peso mexicano se apreciaron mientras que el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano se depreciaron frente al dólar.

2.2 Mercado monetario

En el primer trimestre de 2014 la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25% y redujo el ritmo de compras de su programa de estímulo monetario en US\$20 billones, en vista del progreso del mercado laboral y de la actividad económica estadounidense. Por su parte, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 0,5% y en 0,25%, respectivamente.

En Latinoamérica, hubo diferentes decisiones de las autoridades monetarias. Los bancos centrales de México, Perú y Colombia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, mientras el de Chile la redujo 50 p.b. de 4,5% a 4,0%, y el de Brasil la aumentó 75 p.b. de 10% a 10,75%.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En cuanto a los mercados de deuda pública interna de EE.UU. y los países de la región, hasta principios de febrero estuvieron influenciados tanto por la desaceleración de la economía china y las preocupaciones con respecto a su impacto sobre la economía global, como por los temores de que la Reserva Federal aumentara el ritmo de recortes del programa de activos. De esta manera, con excepción de los de Chile, los bonos de la región presentaron desvalorizaciones, al tiempo que los de EE.UU. se valorizaron. Posteriormente, se descartó un cambio en el programa de desmonte de la Reserva Federal, por lo que durante el resto del trimestre se recuperó la confianza hacia las economías emergentes y los bonos de la región se valorizaron, lo cual también pudo estar influenciado por diferentes medidas de política económica o monetaria implementadas en cada país. Por su parte, los bonos de EE.UU. se desvalorizaron, pero en el caso del tramo largo no alcanzaron a compensar las valorizaciones que habían presentado hasta ese momento. De esta manera, los bonos de México, Chile, Colombia y los de los tramos mediano y largo de Brasil, y largo de EE.UU. se valorizaron. Los bonos de los tramos corto y medio de EE.UU. no presentaron cambios significativos.

Durante el trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron valorizaciones. La tendencia de la región estuvo asociada con la reducción de la incertidumbre internacional sobre las decisiones de política monetaria de EE.UU. Adicionalmente, durante este periodo, *Moody's* mejoró la calificación de deuda soberana de México, mientras que *Standard & Poor's* recortó la calificación de deuda soberana de Brasil.

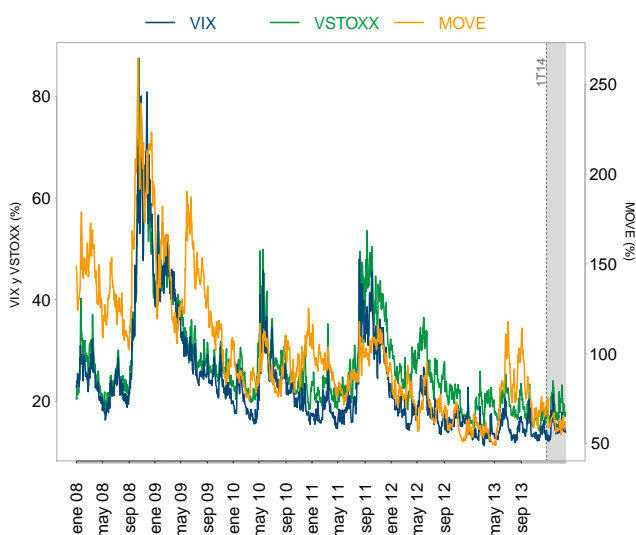
2.4 Mercado accionario

Durante el 1T14 los índices accionarios de países desarrollados y de América Latina presentaron comportamientos mixtos. En general, su evolución estuvo asociada principalmente a la percepción de riesgo internacional y a los precios de las materias primas. En América Latina, al comparar el cierre del trimestre con el del trimestre anterior, los índices accionarios de Colombia y Chile presentaron valorizaciones, mientras que los índices de Brasil, Perú y México se desvalorizaron. Es importante mencionar que hasta principios de febrero todas las bolsas de la región se desvalorizaron, principalmente por la incertidumbre sobre el desempeño económico de la economía china, mientras que en febrero y marzo los comportamientos fueron mixtos y estuvieron influenciados tanto por factores locales como internacionales. En la región se presentaron datos heterogéneos de crecimiento económico, modificaciones en las calificaciones de deuda y variaciones en los precios de los *commodities*.

3 Entorno internacional

En el primer trimestre de 2014 (1T14) los índices accionarios¹ y los indicadores de percepción de riesgo internacional presentaron un comportamiento mixto², el cual estuvo asociado principalmente a la publicación de datos económicos negativos en China y a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania (Gráfico 1).

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



Fuente: Bloomberg.

Al inicio del periodo analizado, la percepción de riesgo a nivel internacional se mantuvo relativamente estable tras la publicación de datos económicos positivos en EE.UU. que llevaron a los agentes del mercado a reforzar sus expectativas de que la Fed continuaría reduciendo su programa de compra de activos a un rit-

¹En el 1T14 los índices S&P500 y Nasdaq se valorizaron 1,3% y 0,5%, respectivamente, mientras que el Dow Jones se desvalorizó 0,5%. El FTSE 100 de Inglaterra, el Nikkey de Japón y el Shanghai Stock Exchange Composite de China se desvalorizaron 2,23%, 8,98% y 3,91%, respectivamente. El Eurostoxx se valorizó 1,69%; las bolsas de Alemania y Francia se valorizaron 0,04% y 2,22%, respectivamente.

²En el periodo analizado el VIX pasó de 13,72% a 13,88% y el VSTOXX pasó de 17,25% a 17,66%.

mo de USD10 billones en sus próximas reuniones. Lo anterior, sumado a la aprobación de Yanet Yellen a la presidencia de la Fed por parte del Senado estadounidense y a la publicación de datos favorables en la Zona Euro e Inglaterra, generó mayor optimismo en los mercados financieros con respecto a la recuperación de las economías desarrolladas. Sin embargo, la publicación de débiles datos de actividad manufacturera e inflación en China³, aumentó la percepción de riesgo considerablemente al finales del mes de enero, ante los riesgos que podría generar una posible desaceleración económica en este país sobre la recuperación de la economía global. Además, surgieron temores en torno a los efectos negativos que podría tener sobre el sistema financiero el posible default de la empresa *China Credit Trust*⁴. En este contexto, el 3 de febrero el VIX alcanzó su máximo nivel registrado desde diciembre de 2012.

Posteriormente, las declaraciones de Janet Yellen ante el Comité de Servicios Financieros del Congreso en las cuales afirmó que el FOMC⁵ continuará reduciendo su programa de estímulo de forma gradual en las próximas reuniones, mejoraron la percepción de riesgo. Además, la suspensión del límite de endeudamiento del Gobierno de EE.UU. hasta marzo de 2015 y la publicación de datos positivos en Europa, Reino Unido y Japón, también influenciaron las mejoras en la percepción de riesgo internacional.

Finalmente, cabe destacar que en marzo, los indicadores de riesgo presentaron incrementos temporales asociados a otras noticias negativas en China⁶ y a las ten-

³El PMI manufacturero del mes de enero se ubicó en 49,6 puntos, registrando su menor nivel en 5 años (esp: 50,3 puntos, ant: 50,5 puntos). Por su parte, la inflación para el mes de diciembre se ubicó en 2,5%, dato inferior al esperado de 2,7% (ant:3%).

⁴La firma *China Credit Trust* emitió un producto de inversión por USD 500 millones, y destinó recursos a un préstamo a la compañía *Zhengu Energy Group* (empresa minera al borde de la quiebra). La emisión vencía el 31 de enero de 2014.

⁵Federal Open Market Committee

⁶El anuncio de default de una empresa del sector energético en China suscitó mayores temores en el mercado de deuda del país, debido a que la nueva postura del Gobierno de permitir que empresas locales dejen de cumplir con sus obligaciones financieras, podría conducir a otros casos de default en el futuro.

siones políticas en Ucrania, debido a una posible intervención militar de Rusia y a los resultados del referendo en el cual la República Autónoma de Crimea decidió separarse de Ucrania y unirse a la Federación de Rusia. Bajo este contexto, líderes políticos de algunos países (EE.UU y algunos de la Unión Europea) manifestaron su preocupación afirmando que había una clara violación de la soberanía e integridad territorial de Ucrania, y advirtieron que podrían imponer sanciones económicas a Rusia⁷.

Con respecto a la política monetaria, la Fed (entre 0% y 0,25% - Gráfico 2), el Banco Central de Inglaterra (BoE) (0,5% - Gráfico 3) y el Banco Central Europeo (BCE) (0,25% Gráfico 4) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia.

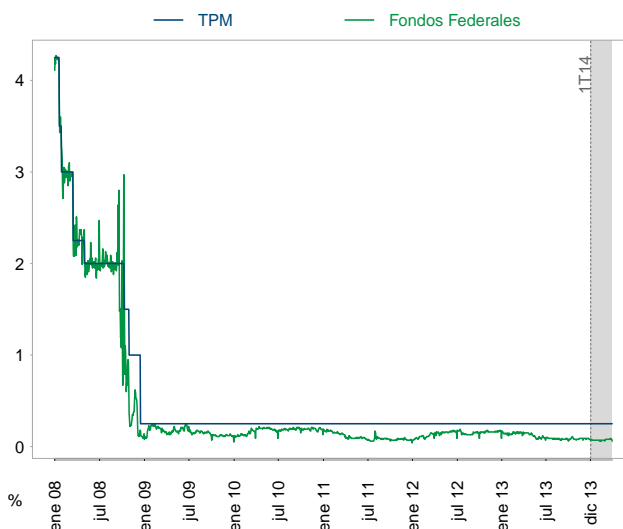
Se debe destacar que en el 1T14, la Fed redujo en dos oportunidades (en USD10 billones cada una) el ritmo de su programa de estímulo monetario, en línea con lo esperado por el mercado. De otro lado, el Banco Central Europeo reafirmó su compromiso de utilizar instrumentos no convencionales para combatir los riesgos de un periodo prolongado de baja inflación, para lo cual no excluye la posibilidad de una mayor flexibilización de su política monetaria. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado su programa de estímulo en GBP375 billones y estableció nuevos lineamientos para complementar su *Forward Guidance* y así seguir estimulando la economía con su política monetaria altamente expansiva una vez el desempleo alcance el umbral previamente establecido (7,0%)⁸.

Además, se conoció que en febrero el PMI manufacturero disminuyó a 50,2 puntos, frente al registro de 50,5 puntos del mes de enero. Además, la producción industrial aumentó 8,6% (esp: 9,5%, ant: 9,7%) y las ventas al por menor aumentaron 11,8% (esp: 13,5%, ant: 13,1%) frente al mismo periodo del año anterior, datos inferiores a las expectativas del mercado. Finalmente, la balanza comercial de febrero registró un déficit de USD22,99 billones, cifra inferior a la esperada por el mercado (esp: USD14,5 billones, ant: USD31,87 billones). En términos anuales, las exportaciones disminuyeron 18,1% (esp: 7,5%, ant: 10,6%) mientras que las importaciones aumentaron 10,1% (esp: 7,6%, ant: 10%).

⁷Entre las medidas se incluirían la expulsión de Rusia del G-8 y retirar empresas norteamericanas del país.

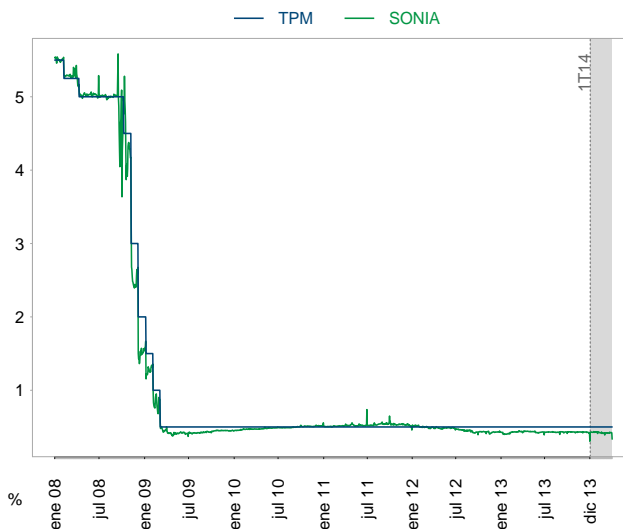
⁸Además, en su actualización trimestral de proyecciones de febrero, estimó que el desempleo se reduciría a 6,5% a comienzos de

Gráfico 2: Tasa de política monetaria e interbancaria de EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra

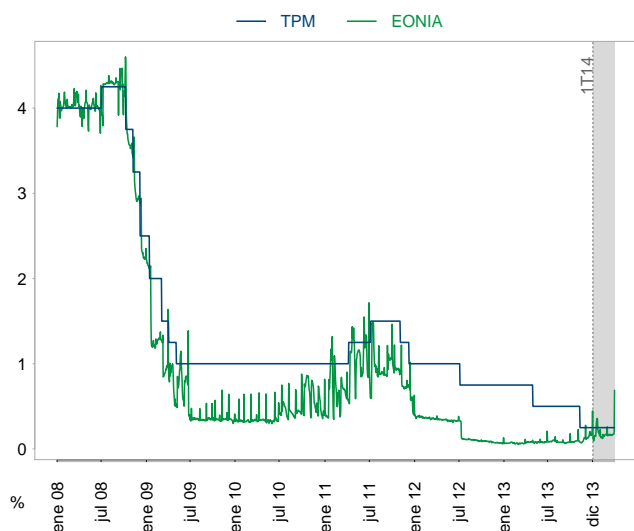


Fuente: Bloomberg.

Finalmente, en Japón, el Banco Central extendió por un año la vigencia de algunas medidas implementadas para estimular el crédito, y aumentó los montos y los plazos de los programas de préstamos a instituciones

2015 y revisó al alza sus pronósticos para los próximos 3 años.

Gráfico 4: Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

financieras⁹.

En cuanto a América Latina, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados mixtos. En el 4T13 el PIB de Colombia (4,9% anual) y de Brasil (1,9% anual) presentaron un crecimiento superior al esperado por el mercado¹⁰, mientras que el Chile (2,7% anual) y México (0,7% anual) resultaron inferiores a los esperados¹¹. Por su parte, el PIB de Perú se expandió 5,2% anual, en línea con las expectativas del mercado. Además, en el periodo se destaca el aumento que realizó la agencia Moody's sobre la calificación de deuda soberana de México de Baa1 a A3, argumentando que las reformas estructurales aprobadas en 2013 podrían fortalecer las perspectivas de crecimiento y reforzar la posición fiscal del Gobierno en el mediano plazo. Por su parte, para el caso de Bra-

⁹En particular, las instituciones financieras podrán obtener recursos a una tasa de 0,1% anual, por 4 años, en lugar de los plazos previstos de 1 a 3 años.

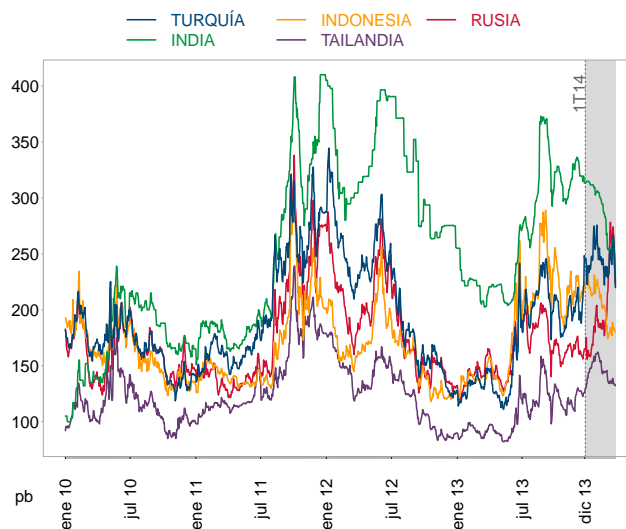
¹⁰El mercado esperaba un crecimiento de 4,7% para Colombia y de 1,5% para Brasil.

¹¹El mercado esperaba un crecimiento de 2,8% para Chile y de 1% para México

sil, Standard & Poor's redujo la calificación de deuda de BBB a BBB- y dejó su panorama en estable, argumentando que dicho recorte obedece al debilitamiento de las cuentas externas del país, a menores perspectivas de crecimiento para los próximos dos años y a la posibilidad de que la política fiscal se mantenga débil.

En cuanto a los indicadores de riesgo de países emergentes (CDS a 5 años), se observa que éstos disminuyeron para la mayoría de los países analizados (incluyendo a los países de la región)¹², con excepción de Rusia que aumentó 57 p.b., lo cual fue explicado principalmente por la crisis política con Ucrania (Gráfico 5).

Gráfico 5: CDS a 5 años de algunos países emergentes



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a política monetaria de países emergentes, como se puede observar en el Cuadro 1, los bancos centrales de Turquía (+550 p.b.), Rusia (+150 p.b.) y Brasil (+75 p.b.) incrementaron sus tasas de referencia. Por su parte, los bancos centrales de Chile y Tailandia las redujeron en 50 p.b. y 25 p.b., respectivamente, en un contexto de menor dinamismo en sus

¹²Las variaciones fueron: India (-77 p.b.), Indonesia (-43 p.b.), Turquía (-29 p.b.), Brasil (-24,77 p.b.), Perú (-21,88 p.b.), Colombia (-12,64 p.b.), Sudáfrica (-7,5 p.b.), México (-4,01 p.b.) y Chile (-2,21 p.b.)

economías.

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

	Dic 2013	Mar 2014	Δ 1T14 (p.b)
Chile	4,50 %	4,00 %	-50
Rumania	4,00 %	3,50 %	-50
Hungría	3,00 %	2,60 %	-40
Israel	1,00 %	0,75 %	-25
Tailandia	2,25 %	2,00 %	-25
Perú	4,00 %	4,00 %	0
Zona Euro	0,25 %	0,25 %	0
México	3,50 %	3,50 %	0
Colombia	3,25 %	3,25 %	0
Nueva Zelanda	2,50 %	2,75 %	25
Brasil	10,00 %	10,75 %	75
Rusia	5,50 %	7,00 %	150
Turquía	4,50 %	10,00 %	550

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

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

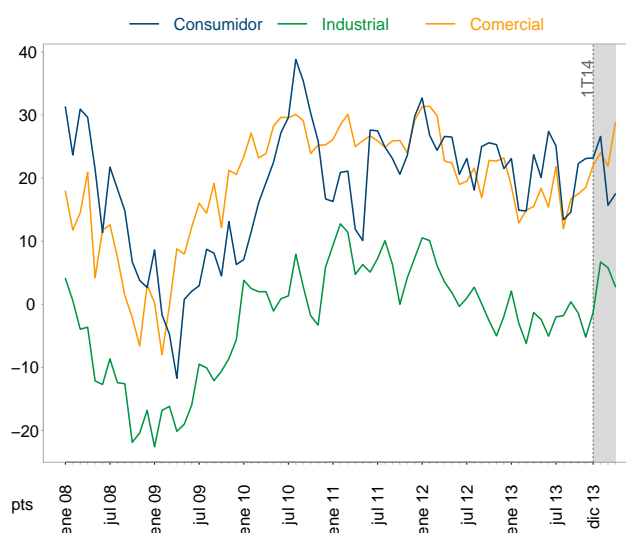
En el 1T14, la percepción de riesgo a nivel local registró un comportamiento mixto. Por una parte, los indicadores de confianza del consumidor y de los analistas financieros, presentaron un deterioro. Sin embargo, el indicador de los industriales y el de comerciantes mejoraron considerablemente. Por su parte, los *spreads* entre las tasa activas y las tasas de los TES disminuyeron y los bancos sustituyeron sus tenencias de TES por cartera. No obstante, cabe resaltar que recientemente se presentaron eventos que si bien, no han sido incorporados en estos indicadores, mejoraron la percepción de riesgo local. En primer lugar, al finalizar el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB del 4T13 (obs: 4,9%, esp: 4,7%) y de 2013 (obs: 4,3%, esp: 4,1%) los cuales superaron las expectativas. En segundo lugar, JP Morgan anunció que aumentará la participación de los TES locales de deuda pública de Colombia en los Índices Globales de Bonos de Emergentes de dicha entidad, como resultado del aumento de la transparencia y accesibilidad a inversionistas extranjeros al mercado local¹³. Finalmen-

¹³La participación en el índice GBI-EM Global Diversificado pasará de 3,2% a 8% y la del GBI-EM Global pasará de 1,8% a

te, el FMI presentó su diagnóstico sobre la economía colombiana, en el cual menciona que las políticas sanas han permitido a las autoridades responder adecuadamente a los choques externos y estabilizar el crecimiento.

En el *Gráfico 6*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo¹⁴. Se puede observar que los indicadores de consumidores desmejoró mientras los de industriales y comerciantes mejoraron respecto al trimestre anterior.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El índice de confianza industrial del mes de marzo aumentó respecto al de diciembre de 2013 (4,1 pps), se ubicó en terreno positivo durante todo el trimestre y estuvo por encima de su media calculada desde 2008¹⁵. El movimiento del índice entre diciembre

¹⁴Los 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.

¹⁵De acuerdo con las metodologías para identificar los ciclos de

de 2013 y marzo de 2014 se explica por la mejora de sus tres componentes: i) volumen actual de pedidos, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de producción para los siguientes tres meses.

Por su parte, respecto a diciembre de 2013, el índice de confianza de comerciantes del mes de marzo aumentó¹⁶ y se ubicó por encima de la media calculada desde 2008 (5,56 pps). El movimiento del índice se explica principalmente por una mejora en sus tres componentes: i) situación actual del negocio, ii) nivel de existencias, y iii) expectativas para el próximo semestre.

El comportamiento de los índices para los meses de enero y febrero, estuvo en línea con la publicación de los datos de producción industrial y ventas al por menor de estos meses publicados por el DANE, que en general resultaron superiores a los esperados por el mercado¹⁷. Del mismo modo, este comportamiento fue acorde con la publicación de los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de enero por parte de la ANDI, en las que se observó que para ese mes la producción industrial y las ventas totales mostraron incrementos¹⁸.

Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de marzo se deterioró (5,7 pps) respecto al registrado en el mes de diciembre. El movimiento del índice estuvo influenciado por el deterioro de sus dos componentes: i) expectativas y ii) condiciones

negocios en Colombia de *Alfonso et al. (2011)*, un ciclo económico comprende la duración entre pico y pico de actividad económica. 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.

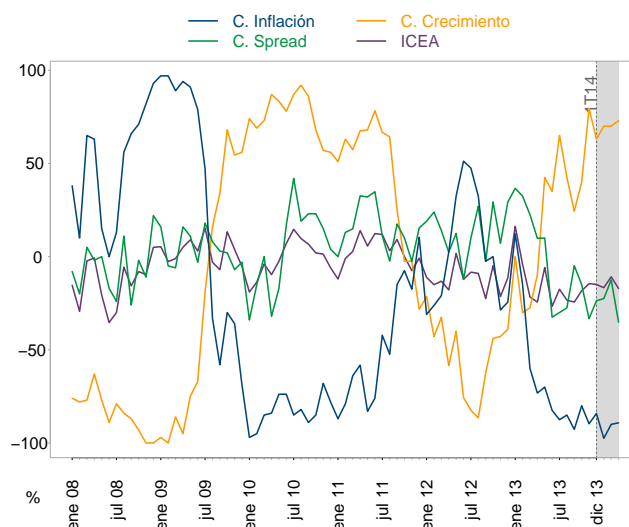
¹⁶Respecto a diciembre de 2013 el índice de marzo se ubicó 6,8 pps por encima, mientras que el respecto al promedio del trimestre anterior, el promedio del 1T14 se ubicó 3,61 pps por encima

¹⁷Variación producción industrial enero y febrero: 0,1% (esp: 1%) y 2,8% (esp: 1,5%), respectivamente. Variación ventas al por menor enero y febrero: 6,5% (esp: 5,9%) y 6,7% (esp: 6,2%), respectivamente.

¹⁸Para el mes de enero de 2014 la encuesta señaló que la producción industrial aumentó 2,2% frente al mismo periodo del año anterior. Por su parte, las ventas totales aumentaron en este mismo periodo 3,2% frente al mismo periodo del año anterior.

actuales. Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica 2,9 pps por debajo de su promedio desde 2008.

Gráfico 7: Índice de Confianza de la Economía (ICEA)



Fuente: Fedesarrollo.

Adicionalmente, al analizar el índice de confianza de la economía ICEA¹⁹ que publica Fedesarrollo, se encuentra un deterioro tanto en el componente de expectativas de inflación (más agentes esperan que la inflación aumente) como en el de expectativas de *spread* de deuda soberana (más agentes esperan que aumente). Debido a que la inflación se ubica actualmente por debajo del punto medio de la meta, el incremento de las perspectivas de inflación no son necesariamente negativas. También, es de anotar que para la fecha de elaboración de la encuesta de marzo, los agentes no conocían la nueva ponderación de los bonos locales en los índices de JP Morgan, lo cual sorprendió positivamente al mercado y posiblemente mejore las expectativas de *spread* soberano. El efecto de dichos componentes fue contrarrestado por el comportamiento de las expectativas de crecimiento las cuales mejoraron (más administradores esperan un mayor crecimiento). En el agregado²⁰, el ICEA de marzo disminuyó 2 pps

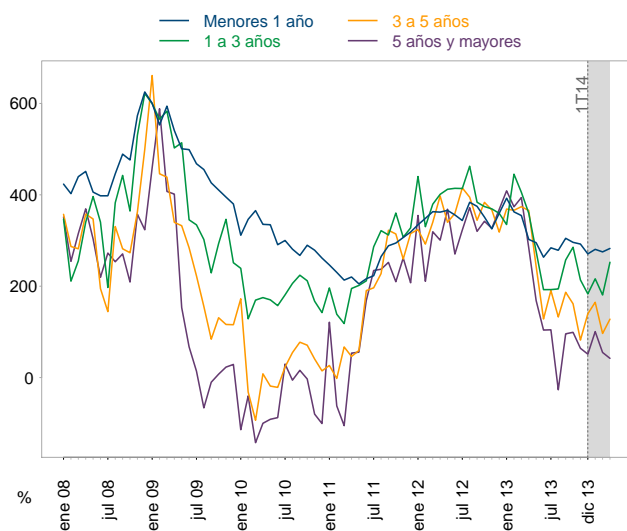
¹⁹Índice de Confianza de la Economía de los Analistas Financieros.

²⁰El ICEA se calcula como un promedio de los siguientes compo-

respecto a diciembre de 2013 (*Gráfico 7*). Cabe resaltar que el índice se ubicó 10,9 pps por debajo de su promedio desde 2008.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES presentaron disminuciones para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 1T14 respecto al promedio de 4T13 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: -6,8 p.b., entre 1 y 3 años: -10,9 p.b., entre 3 y 5 años: +2 p.b. y a más de 5 años: -5,6 p.b. (*Gráfico 8*). Este comportamiento se asocia principalmente a disminución de las tasas de cartera preferencial las cuales superaron las valorizaciones observadas en el mercado de deuda pública. Por su parte, el *spread* entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días disminuyó 17 p.b. (*Gráfico 10*) ante la disminución en las tasas de tesorería.

Gráfico 8: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES

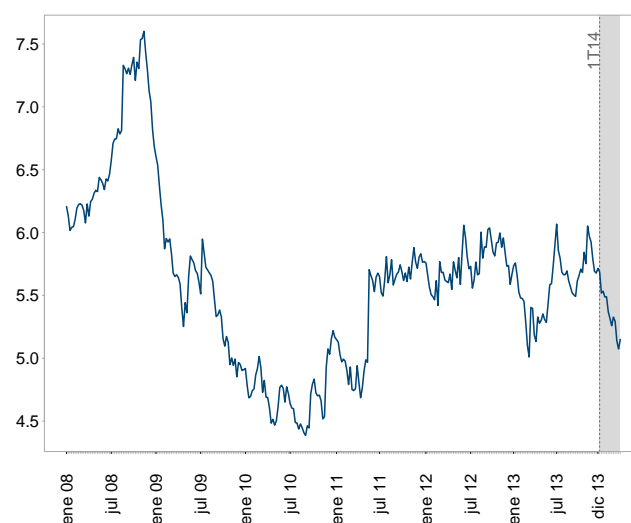


Fuente: Banco de la República.

nentes: i) expectativas de crecimiento económico, ii) expectativas de inflación y iii) expectativas de *spread* de deuda soberana, que a su vez se miden como la diferencia entre los agentes que esperan que cada componente aumente menos los que esperan que disminuya.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes del activo total de los establecimientos de crédito²¹, respecto al trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública disminuyó, registrando valores similares a los de marzo de 2013, aumentando la participación de la cartera y reduciendo la de TES (*Gráfico 9*).

Gráfico 9: Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna



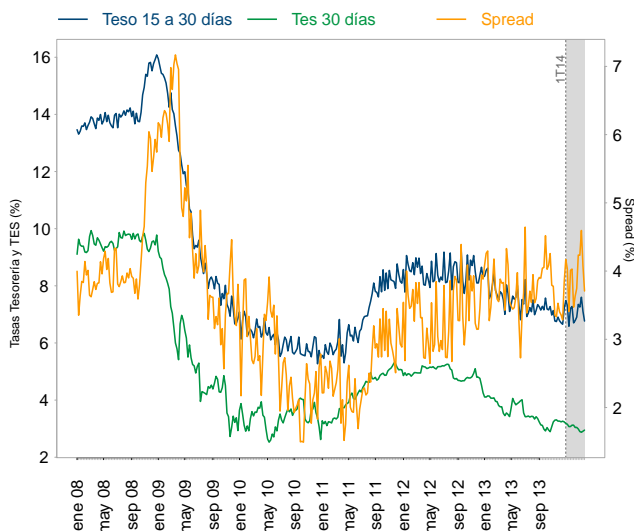
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

En el 1T14 el dólar presentó un comportamiento mixto frente a sus principales cruces: se apreció frente al dólar canadiense (3,8%), al franco suizo (0,4%), a la corona danesa (0,3%) y al euro (0,2%), mientras que se depreció frente al dólar neozelandés (5,3%), al dólar australiano (3,9%), al yen (1,8%) y a la libra esterlina (1%). De igual manera, las monedas de América Latina y demás países emergentes presentaron comportamientos mixtos frente al dólar.

²¹Con 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 de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y una menor inversión en TES.

Gráfico 10: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

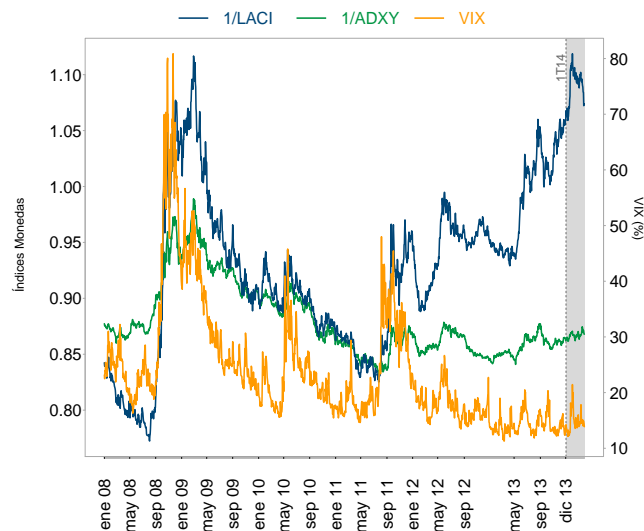
Entre el 30 de diciembre de 2013 y el 31 de marzo de 2014, las monedas de países emergentes que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso argentino, el rublo ruso y el yuan chino con variaciones de 22,7%, 7,1% y 2,6%, respectivamente. De otra parte, las monedas que presentaron la mayor apreciación fueron la rupia de indonesia, la rupia de india y el bath tailandés con variaciones de -7,0%, -3,3% y -1,2%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2013	1T 2014	País	2013	1T 2014
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	-4,2%	0,2%	Korea del Sur	-1,4%	0,9%
Gran Bretaña	-2,1%	-1,0%	India	13,0%	-3,3%
Australia	16,5%	-3,9%	Hong Kong	0,0%	0,0%
Nueva Zelanda	-0,1%	-5,3%	China	-2,7%	2,6%
Canadá	6,8%	3,8%	Malasia	7,6%	-0,9%
Dinamarca	-4,2%	0,3%	Tailandia	7,2%	-1,2%
Suiza	2,9%	0,4%	Indonesia	26,2%	-7,0%
Japón	22,3%	-1,8%	índice I/ADXY	2,0%	0,5%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	9,0%	2,2%	Islandia	-10,7%	-1,9%
Brasil	15,2%	-3,7%	Rusia	8,2%	7,1%
México	0,4%	-0,1%	Polonia	-2,6%	0,7%
Argentina	32,7%	22,7%	Turquía	18,6%	0,8%
Perú	9,7%	0,3%	Israel	-6,8%	0,2%
Chile	9,6%	4,5%	Sur África	22,9%	1,1%
índice I/LACI	10,3%	1,4%	USTW	4,0%	0,7%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Entre el 30 de diciembre de 2013 y el 31 de marzo de 2014, las monedas de América Latina presentaron resultados mixtos: el real brasilero (3,7%) y el peso mexicano (0,1%) se apreciaron mientras que el peso chileno (4,5%), el peso colombiano (2,2%) y el sol peruano (0,3%) se depreciaron frente al dólar (Gráfico 12).

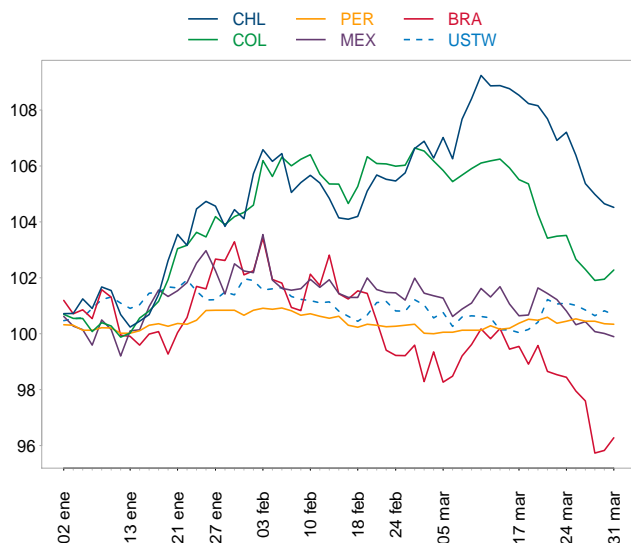
Cuadro 3: Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

	$\Delta T.C.$	ΔCDS	$\Delta EMBI$
México	-0,1%	-4,4%	0,7%
Chile	4,5%	-2,8%	-3,4%
Brasil	-3,7%	-12,8%	0,9%
Colombia	2,2%	-10,7%	0,6%
Perú	0,3%	-16,4%	7,1%

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

Entre enero y febrero, el comportamiento de la mayoría de monedas de la región estuvo influenciado por las dinámicas de la percepción de riesgo internacional (ver sección Entorno Internacional) que, como se mencionó anteriormente, estuvieron asociadas principalmente a la publicación de datos económicos negati-

Gráfico 12: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre 2013

vos en China y a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, es importante destacar que la valorización que presentaron las monedas a partir del mes de marzo obedece principalmente a la recuperación en el apetito de inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo y rendimiento, hecho que fue soportado por una reducción en las primas de riesgo de estos países (medida a través del nivel de los CDS-Cuadro 3).

En Brasil, la apreciación que presentó el real durante el periodo pudo estar también asociada al anuncio del Gobierno de reducir el gasto en BRL44 billones con el fin de alcanzar la meta de superávit fiscal para 2014 de 1,9% del PIB, a mayores flujos de capital hacia el país²² y al aumento de la tasa interés de referencia en 75 p.b.²³. En este contexto el Banco Central de Brasil continuó con su política de intervención cambiaria a través de contratos swaps (entre el 30 de diciembre y

²²Entre enero y marzo de 2014 el flujo cambiario de Brasil registró un superávit de USD2.058 m, comparado con el déficit de USD2.100 m registrado en el mismo periodo del año 2013.

²³El Banco Central de Brasil aumentó la tasa de interés de referencia de 10% a 10,75%.

el 31 de marzo, el Banco Central de Brasil intervino en el mercado cambiario mediante la venta de swaps por USD32.345 m), anunciada el pasado mes de diciembre.

De otra parte, la depreciación del peso chileno pudo estar también influenciada por la caída que presentó el precio del cobre (10,2%) ante menores perspectivas de crecimiento en China, por la decisión del Banco Central de Chile de reducir su tasa de interés en 50 p.b. a 4%, y por el anuncio que hizo de que en los próximos meses podría ser necesario dar un mayor estímulo monetario a la economía.

Finalmente, el Banco Central de Perú (BCP) continuó interviniendo en el mercado cambiario a través de venta directa de dólares (USD1.470 millones) y subastas de certificados de depósito reajustables²⁴, mientras que los Bancos Centrales de Colombia y México realizaron compras netas de dólares en el mercado cambiario de contado por un monto de USD600 millones y USD6.867 millones²⁵, respectivamente.

Es importante destacar que en el periodo analizado el BCP realizó operaciones de compra con compromiso de recompra de moneda extranjera (PEN 300 m) con el propósito de dar liquidez en soles al sistema financiero²⁶.

Por su parte, se debe resaltar que entre el 30 de diciembre y el 31 de marzo los precios de los produc-

²⁴Los CDR son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú con la finalidad de regular la cantidad de dinero del sistema financiero. Los CDR están denominados en nuevos soles y están sujetos a un reajuste en función de la variación de la tasa de cambio entre el sol y el dólar. Entre el 1 de enero y el 31 de marzo el Banco Central colocó PEN 7.645 millones en CDR.

²⁵Corresponde al esquema estructural de operaciones cambiarias entre el Banco Central de México y PEMEX.

²⁶Instrumento monetario utilizado por el BCP para inyectar liquidez en moneda nacional al sistema financiero. Mediante este instrumento, el BCP compra moneda extranjera a las empresas del sistema financiero a la tasa de cambio del día de la operación (compra spot) con el compromiso de recompra por parte de éstas, en el día pactado en la operación. El plazo de estas operaciones podrá ser de un día o más, según las condiciones y necesidades del mercado.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2011	3,720	3,737	12,000	58,305	23,306
2012	4,844	13,497	0	3,491	16,287
2013	6,769	4	0	-137.885	17.296
Ene.	200	-1040	0	-7885,2	4542
Feb.	190	-430	0	-11010	657
Mar.	210	0	0	-9740,2	1668
1T14	600	-1470	0	-28635	6867
RI Ene. 31	43298	62641	40008	375462	179570
1T14/ RI	1,6%	-3,0%	0,0%	-15,9%	2,2%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. Incluye intervención a través de swaps y subastas de venta (compra) de dólares con pacto de recompra (reventa). ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México y las compras netas del BCM a PEMEX.

tos básicos en general aumentaron. En el Cuadro 5 se presentan los productos cuyos precios registraron los mayores aumentos.

Cuadro 5: Precio de Productos Básicos (en dólares)

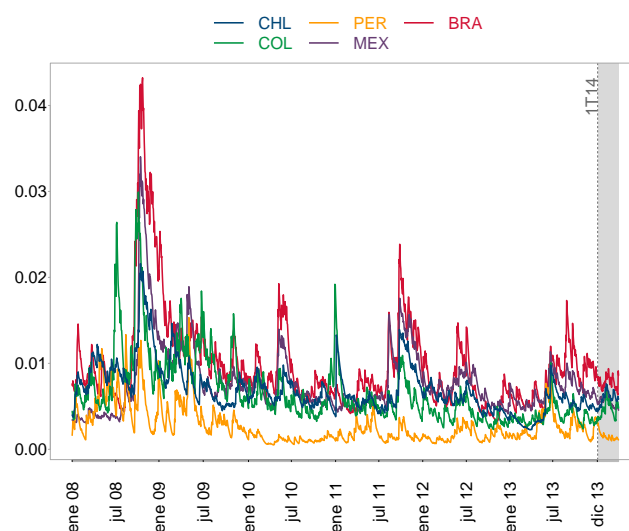
	30 Dic 2013	31 Mar 2014	Variación
Café Arabigo	128,75	204	58,4%
Café	1,147	1,779	55,1%
Aceite de palma	1195	1451,5	21,5%
Maíz	4,11	4,88	18,7%
Trigo	5,98	7,0725	18,3%
Níquel	14015	15735	12,3%
Pétroleo	99,29	101,58	2,3%
Arroz	15,30265	15,50654	1,3%
Plata	19,5725	19,7725	1,0%
CRB INDEX	282,57	304,67	7,82%

Fuente: Bloomberg.

En el trimestre analizado la volatilidad promedio de las monedas de la región presentó un comportamiento mixto con respecto al trimestre anterior: aumentó para el peso chileno y el peso colombiano, y disminuyó para el sol peruano, el real brasilero y el peso mexicano. En promedio, el real brasilero presentó la mayor volatilidad condicional²⁷, mientras que el sol peruano continúa siendo la menos volátil. El peso colombiano es la segunda moneda menos volátil de la región (Gráfico 13).

²⁷Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 13: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de diciembre y el 31 de marzo la tasa de cambio pasó de \$1.926,89 a \$1.969,6 por dólar²⁸, lo cual representa una depreciación de 2,22%²⁹.

En el periodo analizado, el comportamiento del peso, al igual que las demás monedas de la región, estuvo influenciado principalmente por la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional (Gráfico 14) y en menor medida por factores internos.

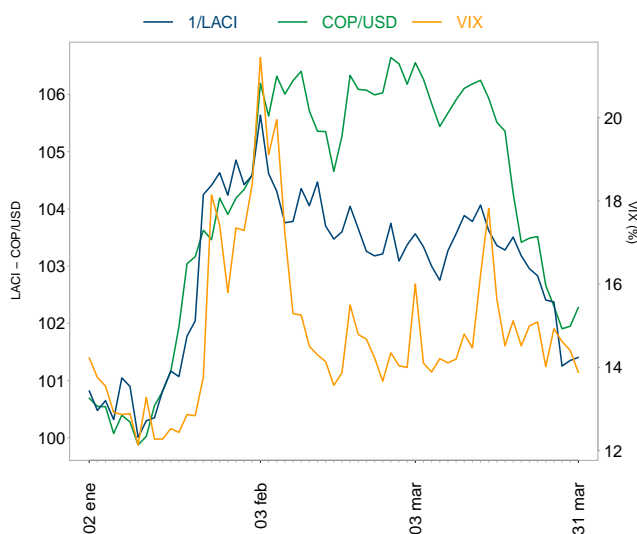
La depreciación del peso en enero y febrero se dio principalmente ante los temores sobre los posibles efectos del tapering en los países emergentes en general y temores ante datos débiles en China³⁰ Poste-

²⁸Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET-ICAP FX.

²⁹La variación de la tasa de cambio en enero fue de 4,89%, en febrero de 1,28% y en marzo de -3,78%.

³⁰El PIB de China del 4T13 se expandió 7,7% (esp:7,6%, ant: 7,8%) y el PMI manufacturero del mes de enero se ubicó en 49,6 puntos, dato inferior al esperado por el mercado (esp:50,3 puntos, ant:50,5 puntos). Por su parte, la inflación para el mes de diciem-

Gráfico 14: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/COP: 30 de diciembre 2013

riormente, en la segunda mitad de marzo el peso se apreció al igual que las monedas de otros países de la región, posiblemente debido a la disminución en la percepción de riesgo internacional e impulsado por la expectativas de mayores entradas de capitales al país ante el aumento de la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en los índices GBI-EM Global Diversified y GBI-EM Global de JP Morgan. Esto último puede estar relacionado con el aumento de la inversión extranjera de portafolio en Colombia en el mes de marzo que fue de US\$1.999 millones que equivale al 40% de las entradas netas por este concepto en 2013.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³¹, en el 1T14 se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por US\$2.144 millones, donde se presentaron salidas netas de capital privado por US\$819 millones y reintegros netos de capital oficial por US\$2.977 millones.

bre se ubicó en 2,5%, dato inferior al esperado por el mercado de 2,7% (ant:3%).

³¹La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

En el trimestre la cuenta de capital privado registró salidas de divisas por US\$819 millones, explicadas por el rubro de operaciones especiales del sector privado³², el cuál registró salidas por US\$7.521 millones. Por su parte los reintegros por inversión extranjera directa neta³³ (US\$3.642 millones), la cuenta de inversión extranjera de portafolio neta³⁴ (US\$2.651 millones), y los ingresos por préstamo neto (US\$716 millones) fueron las principales fuentes de divisas en el periodo.

De otro lado, los reintegros netos de capital oficial ascendieron a US\$2.977 millones mientras que la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por US\$1.480 millones, explicado por salidas netas de US\$1.399 millones en la balanza comercial y de US\$82 millones en la balanza de servicios y transferencias.

Por otro lado, en el primer trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)³⁵ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) aumentó en US\$304 millones y se ubicó al cierre del mismo en US\$1.485 millones (Gráfico 15). El promedio diario de la PPC fue de US\$1.617 millones, inferior al observado en el trimestre y el año anterior (US\$2.256 millones y US\$2.192 millones).

En el 1T14 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD91.390 millones³⁶, de los cuales USD14.372 mi-

³²Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado cambiario local y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

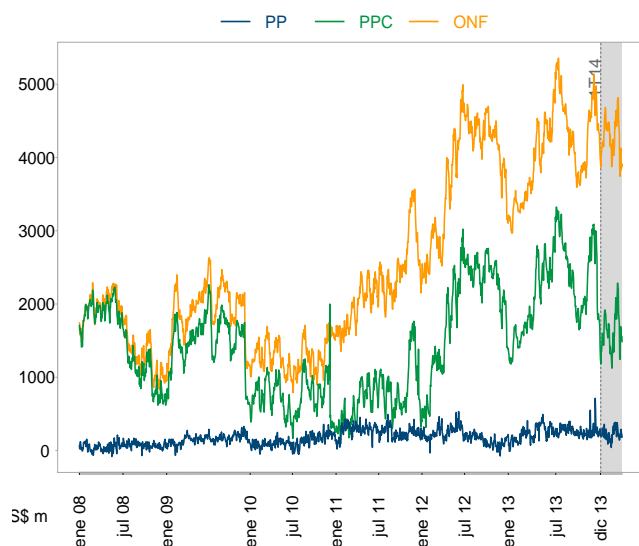
³³Inversión extranjera directa en Colombia neta de la inversión directa colombiana en el exterior

³⁴Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

³⁵La 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 liquiden en m/l.

³⁶USD27.541 en enero, USD30.983 en febrero y USD32.866 en

Gráfico 15: Posición propia de contado, Posición propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

lones correspondieron a operaciones entre dos IMC y USD77.018 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente. Adicionalmente, se negociaron USD85.217 millones en el mercado de contado³⁷ En cuanto a los futuros de TRM³⁸, durante el 1T14 se negociaron un total de 79.845 contratos, volumen superior al negociado durante el 4T13 (51.147 contratos), por un monto total de USD3.992 millones. Al 31 de marzo de 2014 la posición abierta ascendía a 3.145 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2014. Respecto a los mini futuros de TRM³⁹, se negociaron un total de 12.582 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (9.163 contratos) por un total de USD62,91 millones (Gráfico 16). La posición abierta de mini futuros al 31 de marzo ascendía a 697 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2014.

Por otra parte, las negociaciones de *forwards* de ta-

marzo. Fuente: reportes al BR.

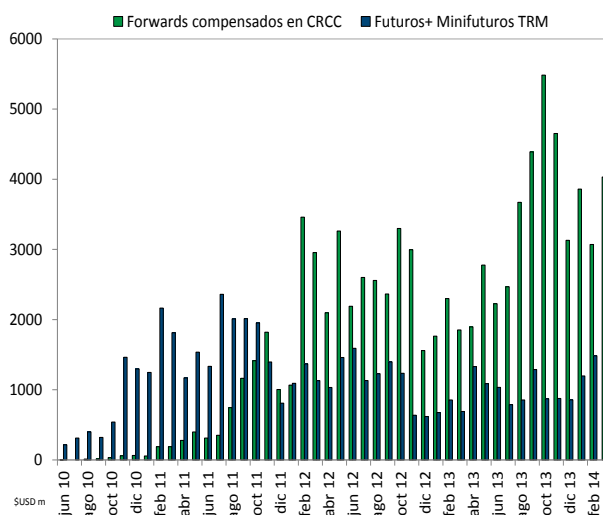
³⁷USD26.346 en enero, USD30.639 en febrero y USD28.232 en marzo. Negociaciones a través del sistema set-forex.

³⁸Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁹Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

sa de cambio compensados en la CRCC pasaron de USD13.265 millones en el 4T13 a USD10.961 millones en el 1T14 (Gráfico 16). La posición abierta de los forwards de tasa de cambio al 31 de marzo ascendía a alrededor de USD3.849 millones.

Gráfico 16: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

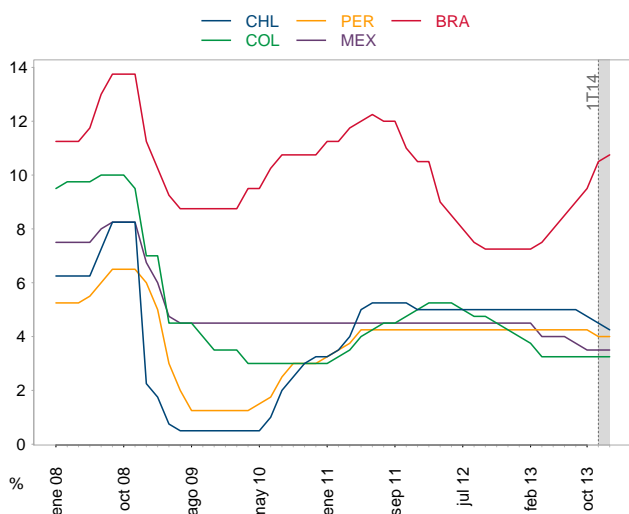
6 Mercado Monetario y Renta Fija

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. Por una parte, el BR mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia, al igual que los bancos centrales de México y Perú. Aunque el banco central de Perú no modificó su tasa de política, sí redujo sus tasas de encaje con el fin de sostener el dinamismo del crédito

en soles⁴⁰. Por su parte, en Brasil el banco central dio continuidad al ciclo de política contraccionista que había iniciado en abril de 2013 con el objetivo de controlar la inflación, de tal manera que anunció incrementos de su tasa de referencia que en total sumaron 75 p.b., y la llevaron a cerrar el trimestre en 10,75 %⁴¹. Por el contrario, el banco central de Chile continuó su política monetaria expansiva al realizar dos recortes durante el trimestre, de 25 p.b. cada uno, de tal manera que la tasa pasó de 4,5 % a 4,0 %. (Gráfico 17 y Cuadro 6).

Gráfico 17: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 6: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Marzo LATAM

País	Variación 1T14*	Variación 2014*	T.R Mar-14
COL	0	0	3,25 %
CHL	-50	-50	4,00 %
PER	0	0	4,00 %
BRA	+75	+75	10,75 %
MEX	0	0	3,50 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

⁴⁰En enero, febrero y marzo redujo la tasa de encaje en moneda nacional de 15 % a 14 %, de 14 % a 13 %, y de 13 % a 12,5 %, respectivamente.

⁴¹Los incrementos de la tasa se dieron el 15 de enero (50 p.b.) y el 26 de febrero (25 p.b.).

En Chile, los comunicados que acompañaron los recortes de la tasa señalaron que la demanda interna había crecido por debajo de lo anticipado, particularmente en aquellos sectores relacionados con la inversión. Por su parte, el banco de México mencionó que todavía no se observaba una clara recuperación en los diferentes componentes de la demanda agregada, pues pese a que el gasto público había presentado un mayor dinamismo, las exportaciones, el consumo y la inversión privados todavía no mostraban señales evidentes de aceleración. En otro escenario, en Perú se indicó que el crecimiento del PIB estaba registrando tasas menores a su potencial, y que aunque la actividad económica se había desacelerado hasta el 3T13, debido a un menor crecimiento de las exportaciones⁴², algunos indicadores y las encuestas de expectativas señalaban una recuperación en la actividad económica durante el 1T14.

Adicionalmente, en los comunicados de estos bancos centrales se mencionó que los indicadores mostraban señales mixtas de recuperación de la economía mundial, y que aunque había perspectivas de mejoría gradual de las economías desarrolladas, en especial la de EE.UU., existían riesgos a la baja en el caso de las economías emergentes, dado el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU..

Por su parte, el BR señaló en los comunicados de sus reuniones, entre otros factores, la recuperación gradual de las economías avanzadas, la desaceleración esperada en la tasa de crecimiento de países emergentes, y la contribución de los niveles de la tasa de referencia al estímulo del gasto agregado, para impulsar la economía hacia su capacidad productiva. Con respecto al “tapering”, el BR indicó que en la medida en que los niveles de liquidez continuaran siendo menos expansivos, el costo de financiación internacional podría aumentar. Con respecto al crecimiento, el BR anunció en enero que se calculaba que en el año 2013 la economía habría crecido entre 3,7 % y 4,3 %, y posteriormente el DANE⁴³ confirmó un dato de 4,3 %. Con

⁴²Relacionado con la desaceleración de la actividad económica de sus socios comerciales, y con los menores precios de exportación.

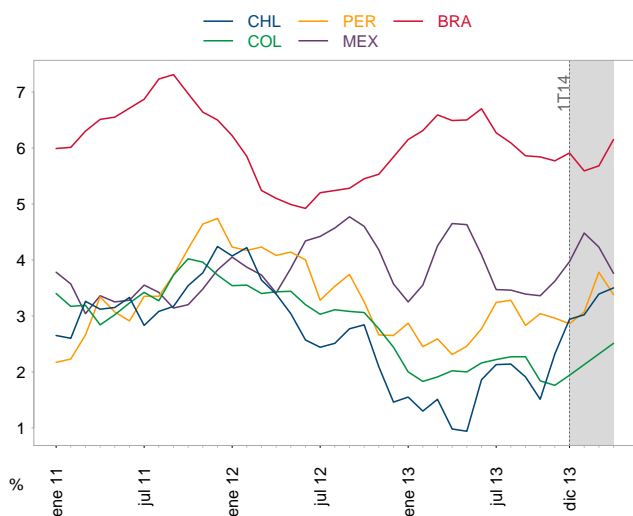
⁴³Departamento Nacional de Estadística.

respecto al crecimiento del año 2014, el BR pronosticó que estaría entre 3,3% y 5,3%, con 4,3% como cifra más probable.

Respecto a la inflación, durante el 1T14 ésta presentó comportamientos diferentes entre los países de la región. Al comparar los datos anuales de marzo de 2014 con respecto a los registrados en diciembre de 2013, se encuentra que la inflación aumentó en Colombia, Brasil, Chile y Perú, y en el caso de este último, se ubicó por encima del límite superior del rango meta. Por el contrario, la inflación de México disminuyó, y se alejó del nivel máximo del rango de tolerancia (Gráfico 18 y Cuadro 7).

En cuanto a los datos de crecimiento del 4T13 de los otros países de la región, en Brasil y Colombia los datos publicados superaron las expectativas, mientras que en Perú el dato fue igual al pronosticado. Para los casos de México y Chile, los datos de crecimiento fueron inferiores a los esperados (Cuadro 8).

Gráfico 18: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano, el Indicador Bancario de Referencia (IBR) *overnight* y la Tasa Interbancaria (TIB) disminuyeron y se alejaron de la tasa de política, de tal manera que

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014

País	Anual Dic 2013	Anual Mar 2014	Rango meta 2014
COL	1,94%	2,51%	2,0% - 4,0%
BRA	5,91%	6,15%	2,5% - 6,5%
CHL	3,0%	3,5%	2,0% - 4,0%
MEX	3,97%	3,76%	2,0% - 4,0%
PER	2,86%	3,38%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Crecimiento 4T13 y Expectativas para 2014

País	Esp 4T13	Obs 4T13	Esp 2014 (Dic 13)	Esp 2014 (Mar 14)
COL	4,7%	4,9%	4,04%	4,47%
BRA	1,5%	1,9%	2,4%	1,7%
CHL	2,8%	2,7%	4,6%	3,7%
MEX	1,0%	0,7%	3,41%	3,23%
PER	5,2%	5,2%	5,9%	5,6%

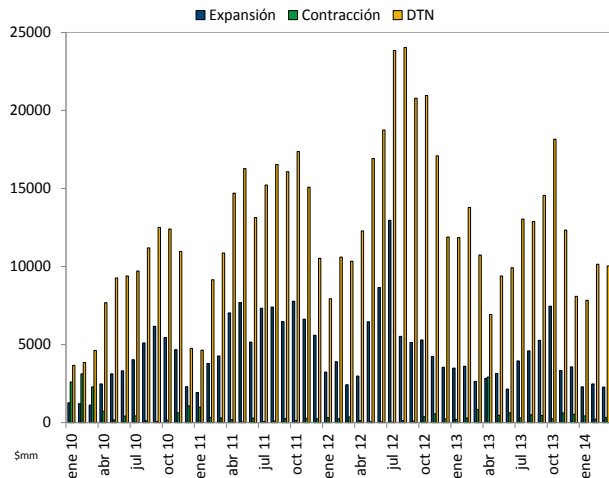
Fuente: Bloomberg.

llegaron a ubicarse por debajo de ésta en 12 p.b. y 13 p.b., respectivamente (Gráfico 21). La disminución de estas tasas fue más pronunciada en marzo, y estuvo asociada a las altas condiciones de liquidez en el mercado monetario, explicadas por los pagos de impuestos y giros que realizó la Tesorería⁴⁴. Lo anterior, pese a que las colocaciones de bonos de deuda pública fueron superiores a los vencimientos y pagos de cupones, y no se dieron ingresos extraordinarios (Gráfico 19). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas, que en el cuarto trimestre de 2013 había llegado a presentar una desviación de 125 p.b. por debajo de la tasa de referencia, en el 1T14 osciló en niveles más altos, de tal manera que presentó una desviación máxima de 81 p.b., y cerró el trimestre con una diferencia de 3 p.b.. Al parecer el comportamiento de esta tasa está relacionado con las expectativas de una valorización de los TES ante el rebalanceo de los índices de JP Morgan, lo que puede haber desincentivado las posiciones en corto de los agentes.

⁴⁴El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería pasó de \$13.034 miles de millones el 4T13 a \$9.317 miles de millones el 1T14. Sin embargo, pasó de \$4.335 miles de millones el 30 de diciembre a \$13.277 miles de millones el 31 de marzo.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre, con excepción de cinco días⁴⁵, aunque en algunas ocasiones disminuyó a niveles cercanos o inferiores a \$500 miles de millones. La posición del BR frente al sistema financiero pasó de +\$3.899 miles de millones a finales de diciembre, a +\$4.188 el 31 de marzo (Gráfico 20). No obstante, al comparar la posición promedio del BR en el 4T13 con la del 1T14, se encuentra que ésta disminuyó de \$4.444 miles de millones a \$2.017 miles de millones.

Gráfico 19: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

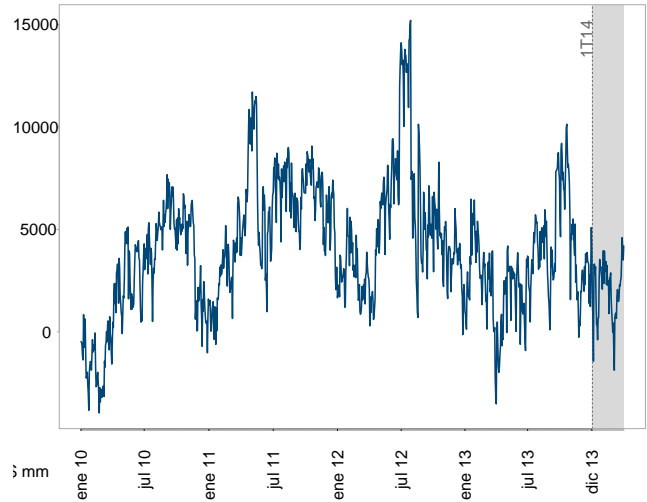
En cuanto al IBR a plazos superiores a un día, el 31 de marzo los indicadores a un (1) mes y tres (3) meses se ubicaron en 3,20% y 3,25%, respectivamente (en términos efectivos anuales), cerca de la tasa de referencia (3,25%)⁴⁶.

Durante el 1T14 la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR superó la tasa de referencia en

⁴⁵El BR fue deudor neto del sistema financiero los días 7 de enero (\$1.430 miles de millones), 17 de enero (\$385 miles de millones), 27 de febrero (\$20 miles de millones), 3 de marzo (\$981 miles de millones) y 4 de marzo (\$1.867 miles de millones).

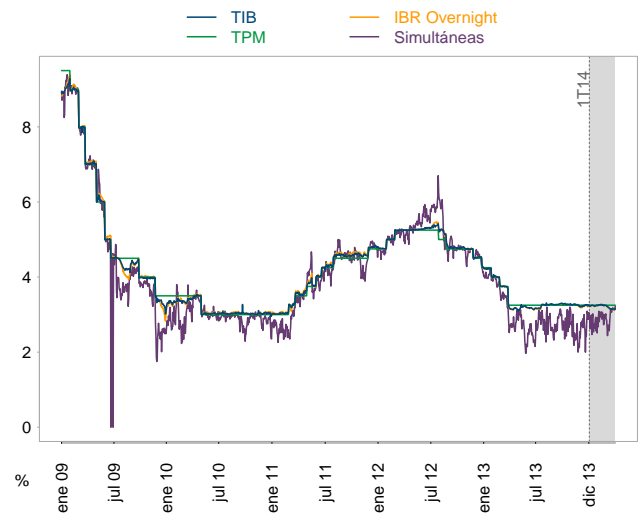
⁴⁶El 30 de diciembre, tanto el IBR a 1 mes como el de 3 meses se ubicaron en 3,25% E.A.

Gráfico 20: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 21: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



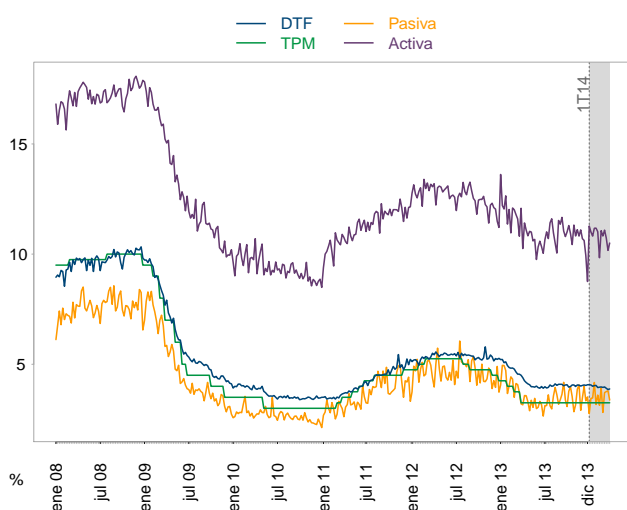
Fuente: Banco de la República.

una ocasión⁴⁷.

⁴⁷El 9 de enero la tasa de corte superó la tasa de referencia en 100 p.b., dado que la demanda en la subasta de repos sobrepasó el cupo asignado en \$842 mm, lo que se asocia a una entidad en particular (con ofertas por un 52% del cupo), la cual al parecer debía sobreencajar los primeros días de la semana, casi exclusivamente con

Al comparar los promedios de las tasas del mercado entre el 4T13 y el 1T14, se encuentra que el promedio de la tasa activa⁴⁸ aumentó 14 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero disminuyó 3 p.b. (Gráfico 22). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 6,94 % a 7,10%⁴⁹ (Gráfico 23).

Gráfico 22: Tasas de Interés Activa y Pasiva



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

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque en los casos de la cartera de microcrédito y de consumo, a un ritmo inferior al observado el trimestre anterior. Con datos disponibles a marzo de 2014, los montos de las carteras hipotecaria⁵⁰, de microcrédito, comercial y de consumo aumentaron 16,1 % (ant: 15,8 %), 15,7 % (ant:

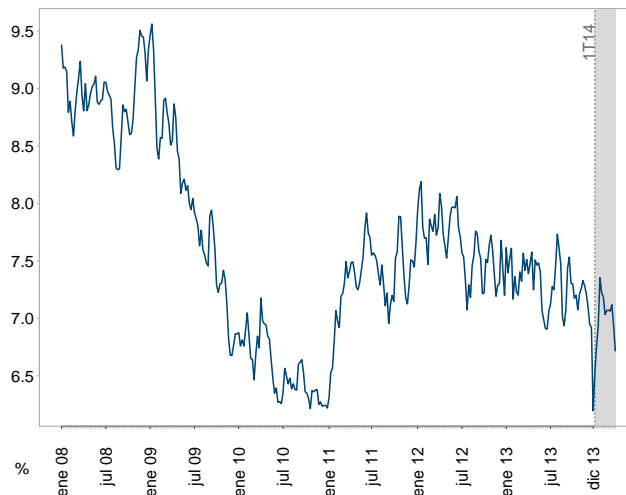
recursos del BR para cumplir con indicadores internos.

⁴⁸Se 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.

⁴⁹Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 4T13 se calcularon con datos semanales entre el 4 de octubre y el 27 de diciembre, y los promedios del 1T14 se calcularon con datos semanales entre el 3 de abril y el 18 de marzo de 2014.

⁵⁰tradicional ajustada

Gráfico 23: Margen de Intermediación



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República. El margen de intermediación se calcula así: $MI = \frac{1 + i_{activa}}{1 + i_{pasiva}} - 1$. Promedio móvil de orden 4.

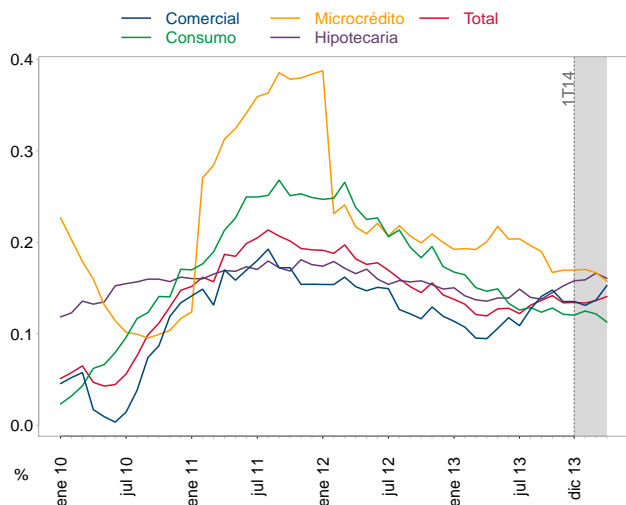
17 %), 15,3 % (ant:13,5 %), y 11,3 % (ant: 12,0 %), respectivamente⁵¹ (Gráfico 24).

Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁵², los intermediarios financieros señalaron que en el 1T14 percibieron una menor demanda de crédito para todas las modalidades de cartera, con excepción de la hipotecaria. Según los encuestados, las solicitudes para créditos de consumo fueron las que presentaron la menor disminución. De acuerdo con esta encuesta, y presentando resultados similares a los del trimestre anterior, la mayoría de entidades coincidieron en que en un escenario de exceso de recursos, éstos serían destinados a otorgar crédito, y en el caso de los bancos, la primera opción sería el crédito de consumo, y la segunda opción otorgar créditos a empresas que producen para el mercado interno.

⁵¹Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

⁵²Realizada durante las dos primeras semanas de marzo.

Gráfico 24: Crecimiento Anual de Cartera



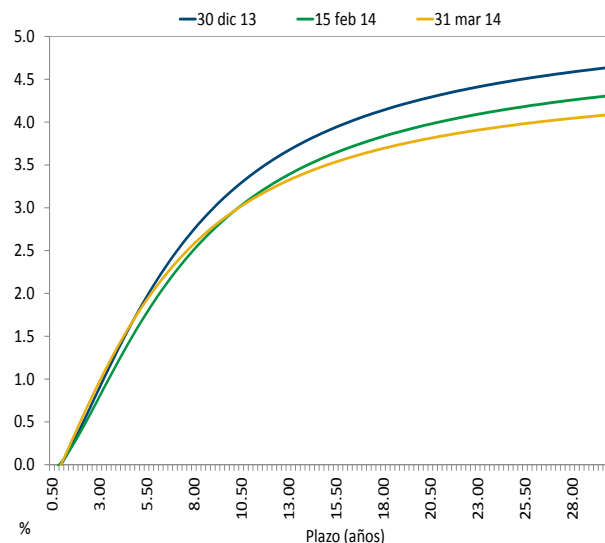
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República. *El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

6.2 Mercado de Deuda Pública Interna

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

Aunque hasta principios de febrero, los títulos de deuda pública interna de EE.UU. y la mayoría de los países de la región estuvieron influenciados principalmente por la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la economía local e internacional y sobre la política monetaria de la Reserva Federal, posteriormente más que compensaron estos movimientos, de tal manera que en el 1T14 presentaron valorizaciones. Estas valorizaciones estuvieron asociadas a la menor incertidumbre, el mayor apetito por emergentes, y las medidas de impulso económico implementadas en diferentes países, entre ellas, cambios en las posturas de política monetaria. De esta manera, al comparar las tasas de finales de marzo de 2014 con las de diciembre de 2013, se encuentra que los bonos de México, Chile, Colombia y los de los tramos mediano y largo de Brasil se valorizaron, al tiempo que se desvalorizaron

Gráfico 25: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

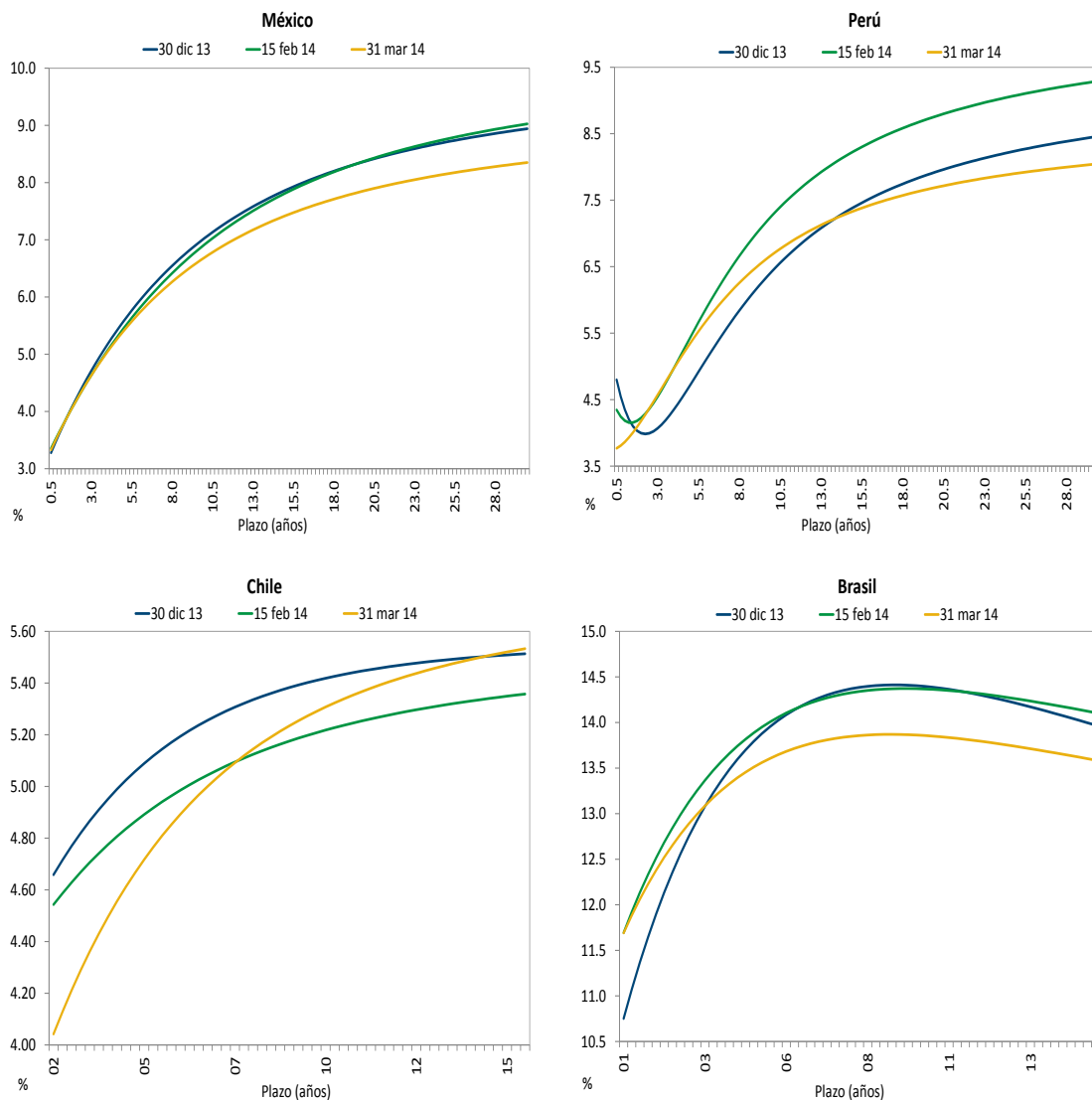
los de Perú y los del tramo corto de Brasil.

Al comparar las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. de finales de diciembre de 2013 con las del 31 de marzo de 2014, se encuentra que las del tramo largo disminuyeron (los bonos se valorizaron) (Gráfico 25). Hasta mediados de febrero, dicho comportamiento fue explicado por una mayor demanda de activos refugio por parte de los inversionistas ante la incertidumbre sobre el ritmo de crecimiento de la economía a nivel global, particularmente la de China y algunos países emergentes. Aunque estos temores se disiparon en marzo y las tasas aumentaron, las de largo plazo no alcanzaron a compensar las disminuciones presentadas hasta principios de febrero. Vale la pena mencionar que la tasa cero cupón del bono a 10 años, la referencia más líquida, osciló en un rango entre 2,85 % y 3,27 % entre el 2 de enero y el 31 de marzo de 2014⁵³. En cuanto a las tasas de los plazos corto y mediano, éstas no presentaron variaciones significati-

⁵³Entre el 1 de octubre y el 30 de diciembre de 2013 osciló entre 2,74 % y 3,33 %.

vas.

Gráfico 26: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

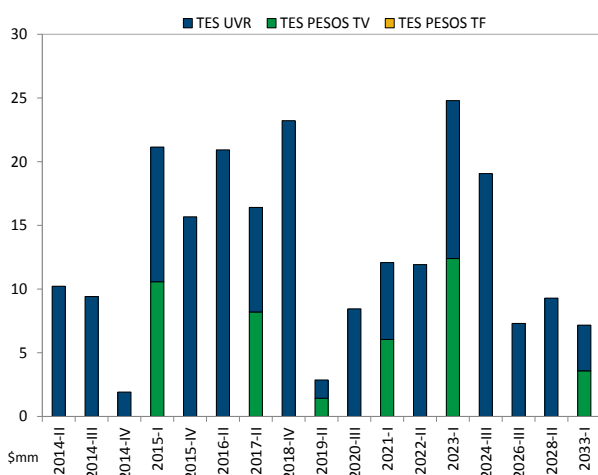
Por su parte, los bonos de Colombia, México, Perú y Brasil se valorizaron ante las mejoras en la percepción internacional hacia economías emergentes, así como algunos fundamentales favorables y otros factores de cada país. El comportamiento de los bonos de México está asociado a la mejora en la calificación de su deuda soberana y las mejores expectativas sobre su economía, explicadas en parte por las reformas económicas implementadas por el gobierno. Los bonos de largo plazo de Brasil reflejan las expectativas positivas sobre el impacto del anuncio del plan de control de gastos incluido en su nuevo plan fiscal, así como el apetito por parte de inversionistas extranjeros. Por su parte, los bonos del tramo corto incorporaron los incrementos de la tasa de referencia. Las valorizaciones

de los bonos de Chile están relacionadas con los recortes de su tasa de referencia. De forma contraria, los bonos de Perú se desvalorizaron ante el menor apetito de inversionistas extranjeros, quienes posiblemente sustituyeron estas inversiones por otras en países con tasas más atractivas (Gráfico 26).

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Gráfico 27: Proyección de Vencimientos TES



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

Entre el 31 de diciembre de 2013 y el 31 de marzo de 2014, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$172.115 miles de millones a \$183.011 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2014 es de \$30.500 miles de millones, de los cuales al 31 de marzo se habían colocado bonos por un valor nominal cercano a \$12.042 miles de millones⁵⁴.

En cuanto a los TES de corto plazo para operacio-

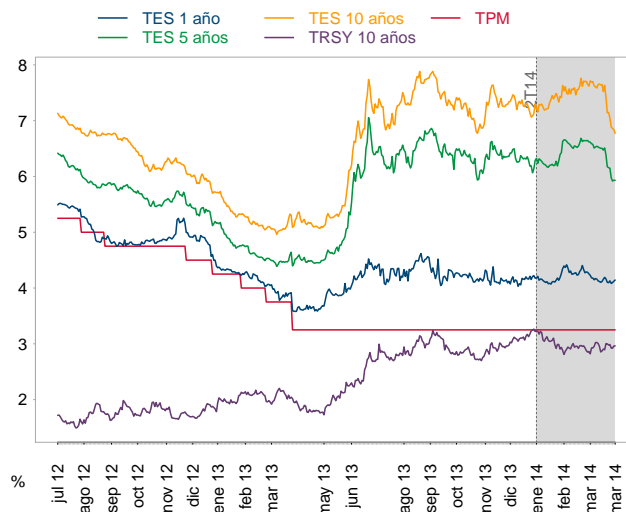
⁵⁴\$7.981 miles de millones de TES en pesos, y \$4.061 miles de millones de TES UVR.

nes de Tesorería, el saldo autorizado para 2014 es de \$7.500 miles de millones, pero no se ha realizado ninguna subasta. Tampoco se han emitido TES para regular la liquidez de la economía en 2014.

Por otro lado, en el Gráfico 27 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 1 de abril, se observa que los vencimientos para el resto del año 2014 representaban un 12% del saldo en circulación.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Gráfico 28: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



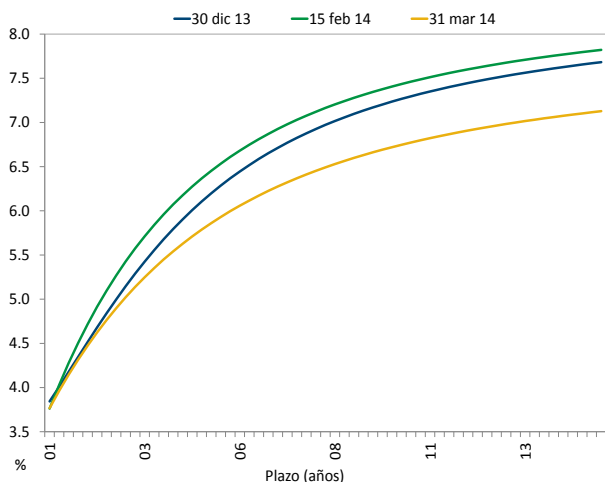
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Al analizar el comportamiento de los TES en moneda local para el 1T14, se encuentra que aunque la mayor percepción de riesgo a nivel internacional ocasionó desvalorizaciones de los bonos hasta mediados de marzo, éstas fueron más que compensadas por las valorizaciones que se presentaron luego del anuncio de JP Morgan de, aumentar la ponderación de los bonos colombianos en sus índices GBI.

Así, al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 1T14 con las de finales

de 2013, se observan disminuciones en promedio de 6 p.b. entre 0 y 2 años, 16 p.b. entre 2 y 5 años, y 50 p.b. entre 5 y 15 años⁵⁵.

Gráfico 29: Curvas Spot Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

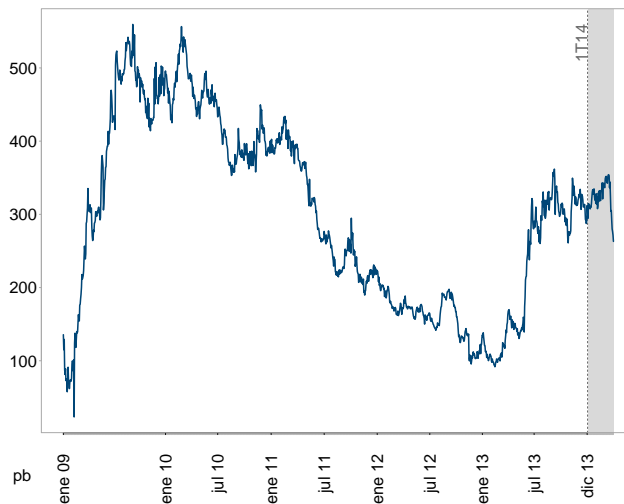
Adicionalmente, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años disminuyó al pasar de 312 p.b. el 30 de diciembre de 2013 a 263 p.b. el 31 de marzo de 2014 (Gráfico 30).

Las desvalorizaciones que los TES presentaron hasta mediados de marzo, estuvieron relacionadas principalmente con el aumento en la percepción de riesgo. Los bonos que más se desvalorizaron fueron los de mediano y largo plazo, debido a que algunos agentes, ante la mayor incertidumbre, pudieron haber reducido la duración de sus portafolios, y además, las emisiones se hicieron en estos tramos.

A partir del 19 de marzo los bonos registraron valorizaciones, en mayor magnitud los de largo plazo, luego que se conociera que a partir del 30 de mayo aumentaría la participación de los TES locales de deuda pública de Colombia en los Índices Globales de

⁵⁵Estos 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).

Gráfico 30: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Bonos de Emergentes de JP Morgan⁵⁶, debido a las mejoras en materia impositiva⁵⁷ y la mayor accesibilidad al mercado local de inversionistas extranjeros. Esta noticia generó especulaciones de una demanda potencial por bonos locales cercana a los US\$9.420 millones, por parte de los fondos de inversión que siguen el índice de JP Morgan⁵⁸. Algunos analistas estimaron que con el rebalanceo del índice la participación de extranjeros podría aumentar de 8% a 16% (incluyendo los TES UVR).

⁵⁶JP Morgan anunció el incremento de la participación de Colombia en el índice GBI-EM Global Diversified (de 3,2% a 8%), el GBI-EM Global (de 1,81% a 5,60%) y GBI-EM Global Diversified 15% IG (de 3,07% a 8,26%), explicando que dichas participaciones se ajustarían gradualmente desde el 30 de mayo, hasta alcanzar el respectivo porcentaje en septiembre de 2014.

⁵⁷La reforma tributaria de finales de 2012, ley 1607 de 2012, estableció dos tasas para las inversiones extranjeras de portafolio, una de 25% y la otra de 14% dependiendo de si las inversiones provienen de paraísos fiscales o no. El Decreto 2218 del 23 de octubre de 2013, simplifica el cálculo de retención en la fuente y aclara que las retenciones solamente se realizarán en los días en los que los inversionistas perciban ingresos de recursos, como pagos de cupones o venta del título (anteriormente las retenciones se hacían mensualmente).

⁵⁸Dado que los fondos activos no necesariamente invierten en todos los bonos que componen el índice, y que no se cuenta con el perfil de inversión de los mismos, este monto podría variar.

Debido a que hasta mediados de marzo los bonos colombianos habían presentado desvalorizaciones, al tiempo que los bonos del Tesoro de EE.UU. se valorizaron, la correlación entre las tasas de los bonos a 10 años de Colombia y EE.UU. disminuyó, de tal manera que pasó de ser positiva en el 4T13 (44 % en promedio), a ser negativa durante el primer trimestre de 2014 (en promedio -43 %).

Por otra parte, es importante señalar que durante el trimestre el mercado estuvo caracterizado por bajas expectativas de modificaciones de la tasa de referencia⁵⁹. También se destaca que las expectativas de inflación para finales de 2014 se mantuvieron estables en lo corrido del trimestre. Así, la inflación esperada en diciembre de 2013 para diciembre de 2014 era 2,89 %, y en marzo de 2014 se ubicó en 2,90 %.

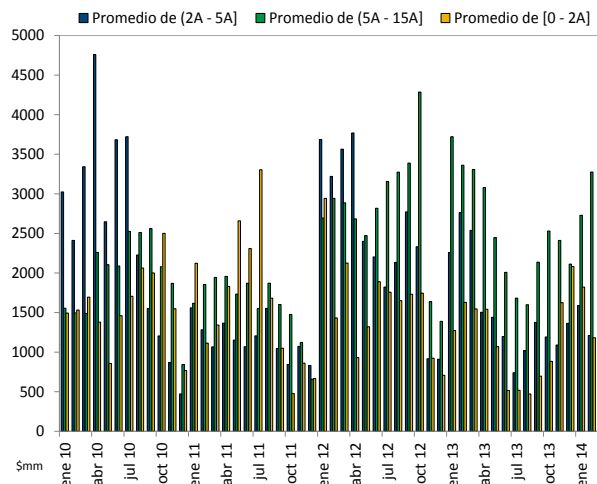
El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$6.087 miles de millones⁶⁰, superior al observado en el mismo período del año 2013 (aproximadamente \$5.097 miles de millones) (Gráficos 31 y 32). En el Gráfico 31 puede observarse que, igual a lo ocurrido en los trimestres anteriores, este trimestre 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 pasó de 25 % a 28 % entre el 4T13 y el 1T14, seguidos de los títulos que vencen en octubre de 2015 cuya participación permaneció estable en 14 %. Por su parte, la participación de los bonos con vencimiento en mayo de 2014 pasó de 15 % a 6 %.

Durante este trimestre se dieron a conocer otras noticias importantes para el mercado de deuda pública. En primer lugar, se anunció y se realizó la emisión de dos referencias nuevas a cinco años (con vencimiento en 2019), una en pesos y otra en UVR, y se informó que se continuarían emitiendo bonos denomi-

⁵⁹La estabilidad en las expectativas con respecto a la tasa de referencia puede verse reflejada en la estabilidad del IBR a 3 meses, el cual fue 3,25 % tanto el 30 de diciembre de 2013 como el 31 de marzo de 2014.

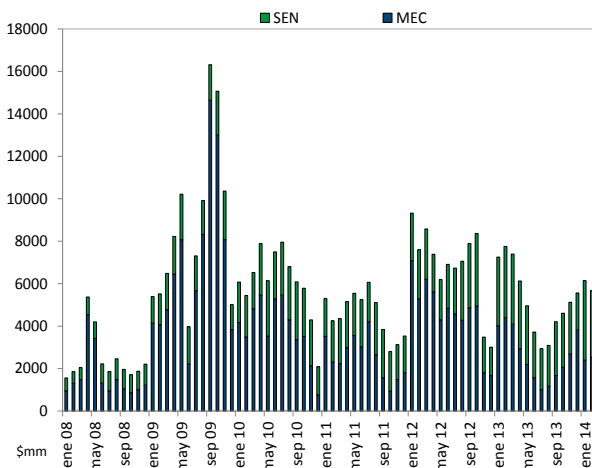
⁶⁰Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 31: Monto promedio negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. Billones de pesos.

Gráfico 32: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

nados en pesos que vencen en 2024 y 2028, y denominados en UVR con vencimientos en 2021 y 2033. En segundo lugar, en la revisión del Plan Financiero para la vigencia del año 2014 que llevó a cabo el Ministerio de Hacienda en enero, señaló que las emisiones de TES serían por un monto de \$30,3 billones, inferior al

valor de los pagos por intereses y amortizaciones de \$31,9 billones. Posteriormente, en marzo, anunció la reducción en la meta de emisión de TES en pesos para este año (de \$30,3 billones a \$29,4 billones), luego de realizar un canje de deuda por \$1,3 billones en el que recogió TES de corto plazo (con vencimientos entre 2014 y 2015) a cambio de papeles con vencimientos en 2017 y 2028⁶¹.

6.3 Contratos de Futuros de TES

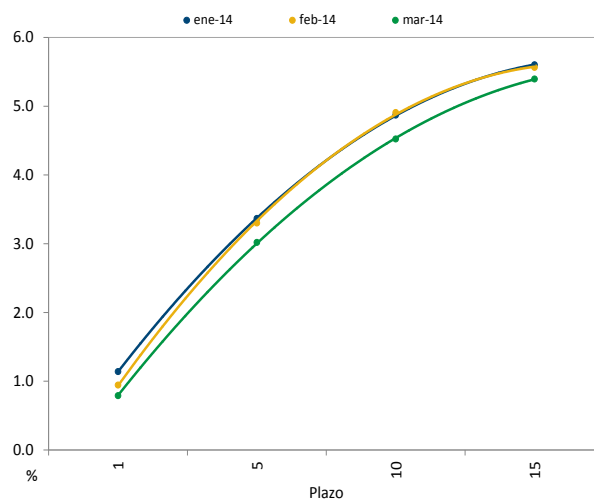
En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC presentaron leves desvalorizaciones hasta el 19 de marzo, fecha a partir de la cual presentaron en general valorizaciones importantes. Además, el número de contratos negociados de futuros de TES⁶² aumentó al pasar de 29.573 contratos en el 4T13 a 51.633 en el 1T14 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$12.908 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 3.706 contratos el 31 de marzo, la mayoría con vencimiento en el 2016.

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el 1T14, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron valorizaciones en todos los tramos (Gráfico 33, Gráfico 34 y Gráfico 35), lo cual estuvo relacionado con el contexto internacional.

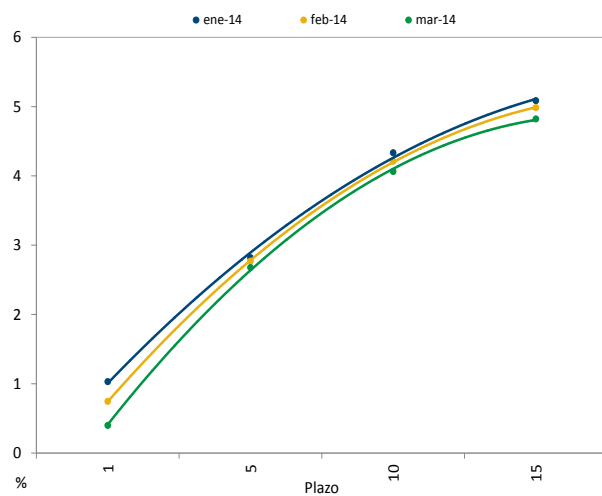
Por otra parte, las primas de riesgo para los países de la región tuvieron un comportamiento mixto. En primer lugar, durante el 1T14 los EMBI país, para la muestra de los países de la región, aumentaron en promedio 2 p.b. (1,17%)⁶³, a pesar de que el EMBI+ dismi-

Gráfico 33: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

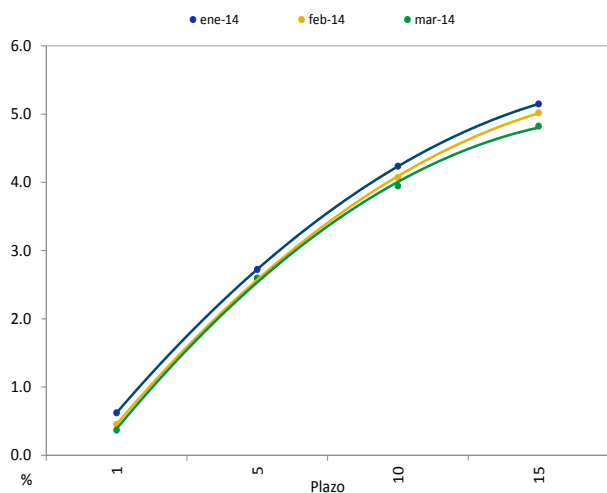
nuyó 6,85 p.b. (2,05%) (Gráfico 36). Adicionalmente, se destaca el caso de Chile en donde EMBI Glo-
EMBI Global Chile: -5 p.b. (-3,38%).

⁶¹Esta operación se realizó el martes 11 de febrero.

⁶²Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

⁶³Variaciones EMBI+ países: Colombia: 1 p.b. (0,61%), Brasil: 2 p.b. (0,9%), México: 1 p.b. (0,66%) y Perú 11 p.b. (7,05%).

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



Fuente: Bloomberg.

bal disminuyó 5 p.b. (3,38%). Por otra parte, los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 13,1 p.b. (9,4%)⁶⁴ (Gráfico 37).

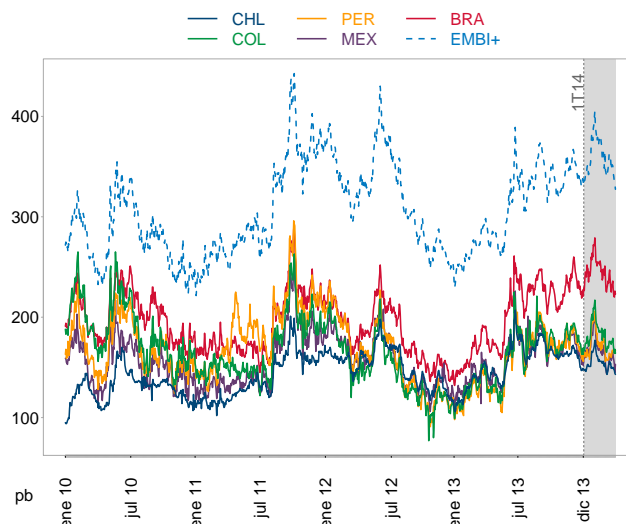
En cuanto a las calificaciones crediticias de los países de la región, el 5 de febrero *Moody's* aumentó la calificación de deuda soberana de México de *Baa1* a *A3* con panorama estable⁶⁵, argumentando que las reformas estructurales aprobadas en el 2013 podrían fortalecer las perspectivas de crecimiento y reforzar la posición fiscal del Gobierno en el mediano plazo. Por otra parte, el 24 de Marzo *Standard & Poor's* disminuyó la calificación de deuda a largo plazo en moneda local y extranjera de Brasil de *A-* y *BBB* a *BBB+* y *BBB-*, respectivamente, con perspectiva estable⁶⁶. Adicionalmente, esta entidad también recortó la calificación de

⁶⁴Variaciones: Colombia: -12,64 p.b. (-10,65%), Brasil: -24,77 p.b. (-12,78%), México: -4,01 p.b. (-4,39%), Chile: -2,21 p.b. (-2,78%) y Perú: -21,88 p.b. (-16,45%).

⁶⁵La calificación de deuda a largo plazo en moneda extranjera para México de *Standard & Poor's* y de *Fitch Ratings* es *BBB+*.

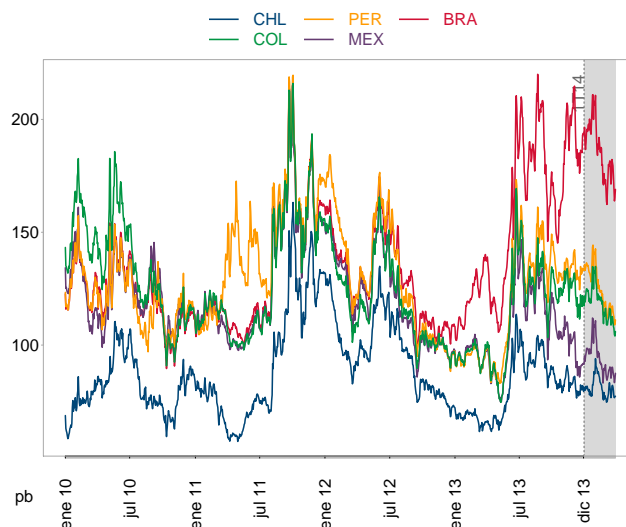
⁶⁶Las calificaciones de deuda a largo plazo en moneda local y extranjera para Brasil de *Moody's* y *Fitch Ratings* son *Baa2* y *BBB*, respectivamente.

Gráfico 36: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

deuda de corto plazo en moneda extranjera de Brasil de *A-2* a *A-3*⁶⁷. La decisión reflejó el debilitamiento de las cuentas externas del país, las menores perspec-

⁶⁷La calificación de la deuda a corto plazo en moneda extranjera para Brasil de *Moody's* es *P-2* y la de *Fitch Ratings* es *F2*.

tivas de crecimiento para los próximos dos años y la posibilidad de que la política fiscal continuaría siendo débil.

En otro escenario, el Gobierno mexicano colocó el 12 de marzo un bono soberano a 100 años por 1.000 millones de libras esterlinas a una tasa de 5,75%⁶⁸. La Secretaría de Hacienda de ese país indicó que la emisión "tuvo una demanda de 2,5 veces el monto emitido, con una participación de 163 inversionistas institucionales, lo que mostró el amplio interés de los inversionistas por un instrumento de deuda de tan largo plazo emitido por el Gobierno Federal". Se indicó que la colocación buscó aprovechar las condiciones del mercado para captar recursos a tasas favorables y diversificar la base de inversionistas.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

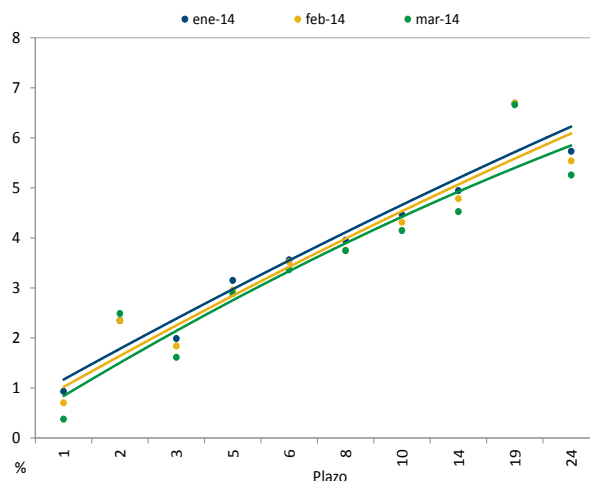
Durante el primer trimestre del año, los bonos de deuda externa colombiana denominada tanto en dólares como en pesos presentaron valorizaciones (Gráfico 38 y Gráfico 39).

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, en comparación con los últimos datos del trimestre anterior, el EMBI+ Colombia presentó un incremento de 1 p.b. (0,61%) y el CDS a 5 años disminuyó 12,64 p.b. (10,65%). Entre los factores que pudieron tener incidencia en el comportamiento de la deuda externa del país, se destaca que el 19 de marzo J.P. Morgan incrementó la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en dos de sus índices de bonos más importantes de mercados emergentes⁶⁹, lo cual provocó que los inversionistas aumentaran su exposición a Colombia ante una mejor perspectiva de esta economía y expectativas de revaluación de la moneda.

⁶⁸Con calificaciones de A3/BBB+/BBB+, con un cupón de 5,625% y a un precio de 97,834.

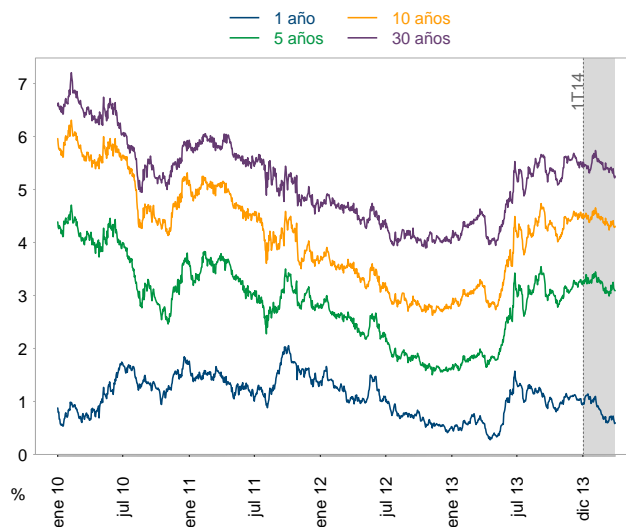
⁶⁹La ponderación de la deuda colombiana en el índice GBI-EM Global Diversified pasó de 3,2% a 8%, y en el índice GBI-EM Global pasó de 1,8% a 5,6%.

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



Fuente: Bloomberg.

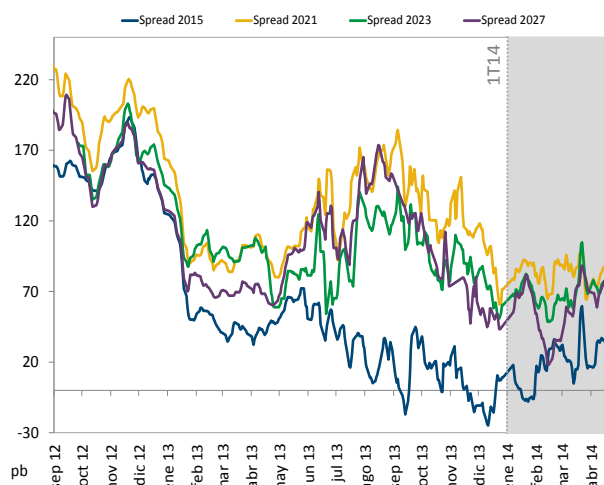
Gráfico 39: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 40 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales deno-

Gráfico 40: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg.

minados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. A lo largo del 1T14, este *spread* aumentó principalmente por valorizaciones de los TES Globales mayores a las valorizaciones de los TES locales.

Por otra parte, el 21 de enero el Gobierno realizó la emisión de un bono en dólares a 30 años⁷⁰ por un monto de USD\$2.000 millones, mientras que su demanda alcanzó los USD\$4.200 millones. Al respecto, el Gobierno anunció que, en consistencia con su política de no ejercer presión sobre el mercado cambiario, los recursos obtenidos no serían monetizados y se mantendrían en cuentas en el exterior para ser utilizados en el pago del servicio de la deuda externa.

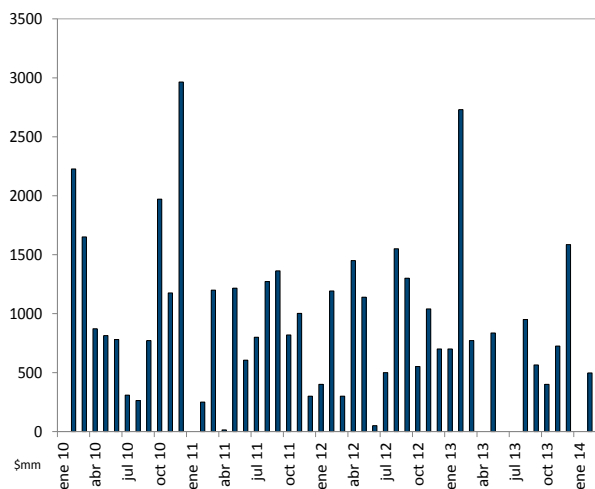
7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 1T14 la dinámica del mercado primario de deuda privada disminuyó de forma importante. De

⁷⁰Con vencimiento en febrero de 2044, a una tasa de 5,647 y un cupón de 5,625 %.

acuerdo al monto de colocaciones, el mercado primario de deuda privada presentó una disminución en el monto colocado frente al observado en el trimestre inmediatamente anterior en un 82% con un monto trimestral equivalente a \$496 miles de millones⁷¹ (ant: \$2.710 miles de millones) (Gráfico 41). Cabe destacar que el nivel de colocaciones del trimestre fue el mínimo desde el 1T08 y que las colocaciones del 1T14 frente al 1T13 presentaron una caída de 88%.

Gráfico 41: Monto Total Colocado (2010 - 2014)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

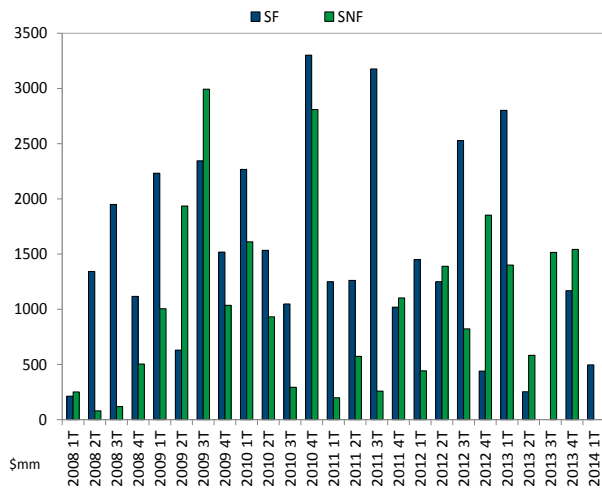
La dinámica del mercado solo contó con la participación del sector financiero⁷². Las colocaciones del sector financiero correspondieron a 0,33 veces su promedio desde 2008, mientras que el sector no financiero, que presentaba colocaciones promedio de \$1.505 miles de millones no presentó colocaciones durante el trimestre (Gráfico 42). Lo anterior puede estar relacionado con incertidumbre sobre el entorno internacional, y por la preferencia de los inversionistas hacia otro tipo de títulos que presentaron valorizaciones en el periodo analizado, como los TES y las acciones.

Durante el trimestre únicamente Findeter realizó colo-

⁷¹Dicho monto equivale a 0,24 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

⁷²Las colocaciones del sector financiero disminuyeron en 57%

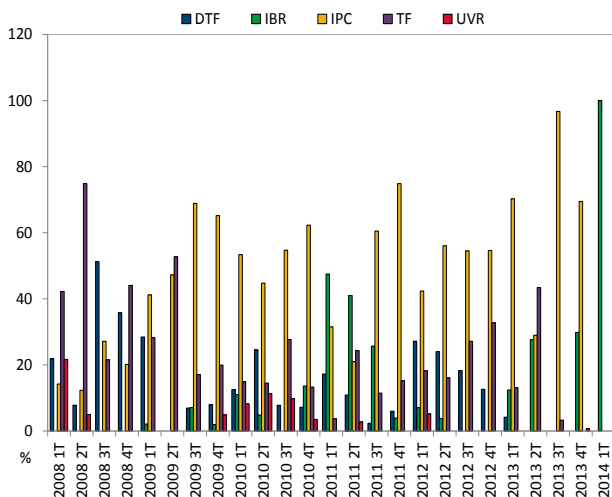
Gráfico 42: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

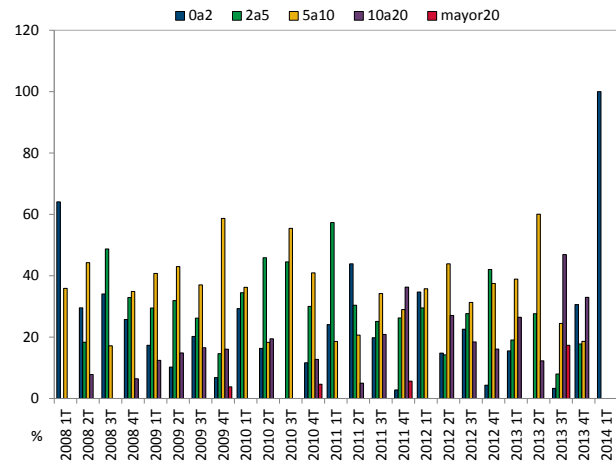
caciones (tres colocaciones por \$496 miles de millones) y estuvieron atadas a IBR (Gráfico 43). Respecto al plazo de dichas colocaciones, estas se realizaron entre 1.5 y 2 años (Gráfico 44).

Gráfico 43: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 44: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

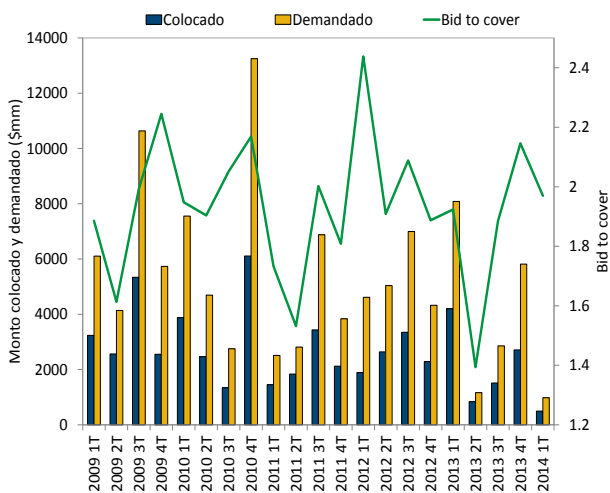
De otra parte, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas disminuyó 0,18 respecto al trimestre anterior; la demanda por colocaciones (\$978 miles de millones) fue 1,96 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$5.815 miles de millones, 2,14 veces) (Gráfico 45).

Adicionalmente, el monto negociado sobre títulos de deuda privada en el mercado secundario se mantuvo relativamente estable (aumentó 2% frente al trimestre anterior en el volumen total que incluye compra/ventas y simultáneas). Las negociaciones de compra/ventas aumentaron 13% mientras que la negociación de simultáneas disminuyó en 14% frente al trimestre anterior.

8 Mercado Accionario

Durante el primer trimestre de 2014 los índices accionarios de países desarrollados y de América Latina presentaron comportamientos mixtos. En Europa y EE.UU. las bolsas se valorizaron, con excepción del *Dow Jones* que se redujo, mientras que la bolsa

Gráfico 45: Monto Colocado VS Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

en Japón presentó desvalorizaciones. En América Latina, se valorizaron las bolsas de Colombia y Chile, mientras que se desvalorizaron las de México, Brasil y Perú. Las desvalorizaciones observadas en el periodo estuvieron asociadas principalmente al aumento en la percepción de riesgo internacional de comienzos del trimestre. Por su parte, las valorizaciones estuvieron influenciadas por las expectativas de la continuidad de la liquidez internacional, la recuperación del apetito de inversionistas hacia países emergentes, y el aumento en el precio de varias materias primas.

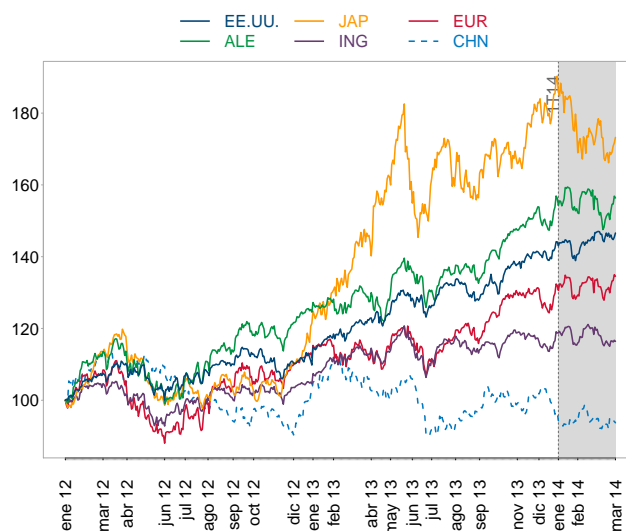
En el trimestre los índices accionarios de Estados Unidos y Europa presentaron las siguientes variaciones: el S&P500 1,3%, el NASDAQ 0,5% y el EUROSTOXX 1,7%, mientras que el Dow Jones se desvalorizó 0,7%, y su comportamiento estuvo caracterizado por una alta volatilidad⁷³. Por su parte, el índice Nikkei de Japón se desvalorizó 9%⁷⁴, posiblemente influenciado por la incertidumbre en cuanto al desempeño de

⁷³ Si se compara el promedio de los índices del 4T13 y del 1T14, el EUROSTOXX presentó un incremento de 2,48%, el S&P de 3,68%, el NASDAQ de 6,35% y el Dow Jones de 2,72%

⁷⁴ Al comparar el promedio del índice del 4T13 y del 1T14, el Nikkei aumentó 0,04%.

la economía China y por los efectos que pueda tener el aumento del impuesto al consumo en Japón sobre la economía. El Shanghai Index se desvalorizó 3,9% en el trimestre, ante la publicación de datos negativos de actividad económica, industrial y comercial en China y anuncios de default de empresas del sector financiero y sector real. Adicionalmente la bolsa china estuvo influenciada por la caída en el precio de los commodities (Gráfico 46).

Gráfico 46: Índices accionarios países desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

En América Latina, los índices accionarios de Colombia y Chile presentaron valorizaciones en el trimestre de 5,1% (COLCAP) y 2,0%, respectivamente, mientras que las bolsas de México, Brasil y Perú se desvalorizaron en el trimestre 5,3%, 2,1% y 9,2%, respectivamente (Gráfico 47). Es importante señalar que todos los índices accionarios de la región se desvalorizaron hasta principios de febrero influenciados principalmente por factores internacionales. A partir de febrero, la valorización de la bolsa colombiana pudo estar asociada al aumento en el precio del petróleo, la emisión de acciones preferenciales por parte de Bancolombia que se caracterizó por una demanda importante, la apreciación del peso después del anuncio de JP Morgan sobre la recomposición de sus índices, y la publicación del dato de crecimiento económico del

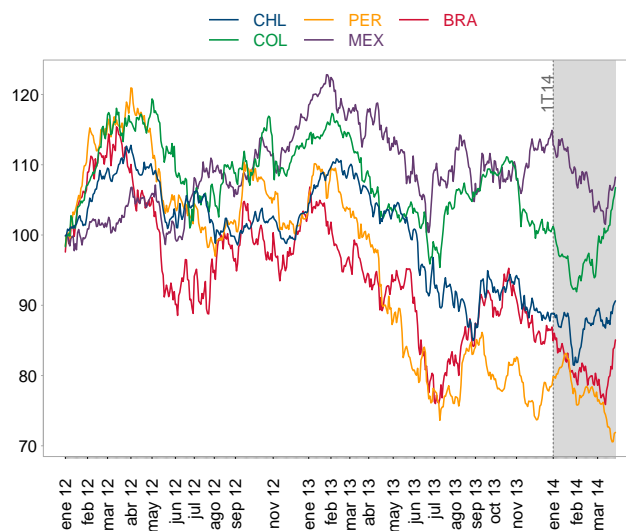
4T13 que resultó superior al esperado. En Chile, a pesar de la caída del precio del cobre a principio de marzo, la bolsa se valorizó posiblemente influenciada por mejores perspectivas sobre la economía ante los cambios en el gabinete para el segundo periodo del gobierno de Bachelet, el ascenso del proyecto de reforma tributaria al congreso de ese país y la reducción en la tasa de interés de referencia. De otra parte, la publicación de resultados corporativos positivos del 4T13 contribuyó a las valorizaciones de este mercado.

De otra parte, el comportamiento de la bolsa de Lima en el trimestre (-9,2%) estuvo asociado principalmente al comportamiento de las acciones mineras, las cuales se vieron afectadas por la evolución de los precios de los metales, que cayeron durante una parte importante del trimestre ante la incertidumbre internacional. Por su parte, en Brasil, la desvalorización del índice accionario (-2,1%) pudo estar también explicada por los temores respecto a un menor dinamismo de la actividad económica local ante la reducción de los pronósticos de crecimiento para 2014 y 2015 por parte del FMI y el Banco Mundial⁷⁵, la publicación de datos negativos de inflación y empleo para diciembre, y la reducción de la calificación de deuda por parte de *Standard & Poor's*. De otra parte, la desvalorización del *MEXBOL* de México de 5,3% pudo estar soportada por la publicación del dato de crecimiento económico del 4T13 inferior al esperado por el mercado, las expectativas del mercado por la publicación de los detalles de varias reformas económicas en este país, y la recomposición de las carteras de los inversionistas extranjeros en los primeros meses del año que se caracterizó por un aumento de la demanda por títulos del gobierno mexicano.

En el *Gráfico 48* se puede observar que el promedio de los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región, en el primer trimestre de 2014, fue inferior al promedio observado en el 4T13 para Perú y

⁷⁵De acuerdo con las proyecciones del FMI la economía brasilera se expandirá 2,3% en 2014 (ant:2,5%) y 2,8% en 2015 (3,2%). Según las proyecciones del Banco Mundial, el crecimiento se ubicaría en 2,4% en 2014 (ant:4%) y en 2,7% en 2015 (ant:3,8%).

Gráfico 47: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

Brasil, y superior para Chile, Colombia y México⁷⁶. El *IGBVL* de Perú fue el índice que, en promedio, presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (2,24), seguido por el *IGBC* de Colombia (1,97), el *IPSA* de Chile (1,87), el *IBOV* de Brasil (1,66) y el *MEXBOL* de México (1,46).

En materia de volatilidad condicional⁷⁷, durante el 1T14 el promedio en la región se redujo 2% respecto al trimestre anterior. En particular, en el trimestre se redujeron las volatilidades del *MEXBOL* de México (10,7%), del *IGBVL* de Perú (4,2%), del *IBOV* de Brasil (3,8%) y del *IPSA* de Chile (1,5%). No obstante, la volatilidad del *IGBC* de Colombia aumentó 8,9% en el trimestre⁷⁸ (*Gráfico 49*).

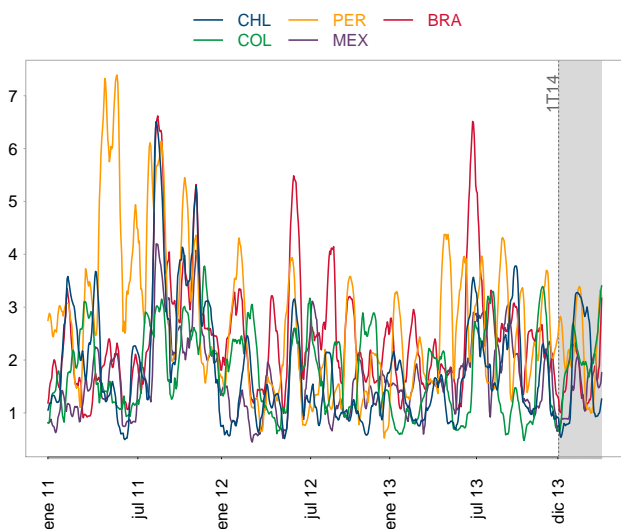
En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano

⁷⁶En términos de promedios, aumentaron los coeficientes de variación del *IPSA* de Chile 26% (de 1,48 a 1,87), el *IGBC* de Colombia 27,5% (de 1,55 a 1,97) y el *MEXBOL* de México 3,4% (de 1,41 a 1,46); y disminuyeron los del *IGBVL* de Perú 12% (de 2,55 a 2,24) y del *IBOV* de Brasil 20,7% (de 2,09 a 1,66).

⁷⁷Medida a través de modelos GARCH(1,1).

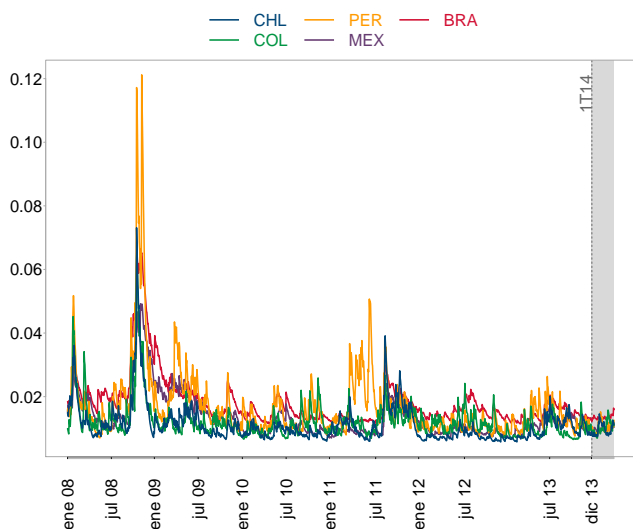
⁷⁸La volatilidad condicional del *IBOV* de Brasil fue 0.0135, la del *MEXBOL* de México 0,0098, la del *IGBVL* de Perú 0,0103, la del *IPSA* de Chile 0,0097 y la del *IGBC* de Colombia 0,0103.

Gráfico 48: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

Gráfico 49: Volatilidad Condicional Índices Accionarios

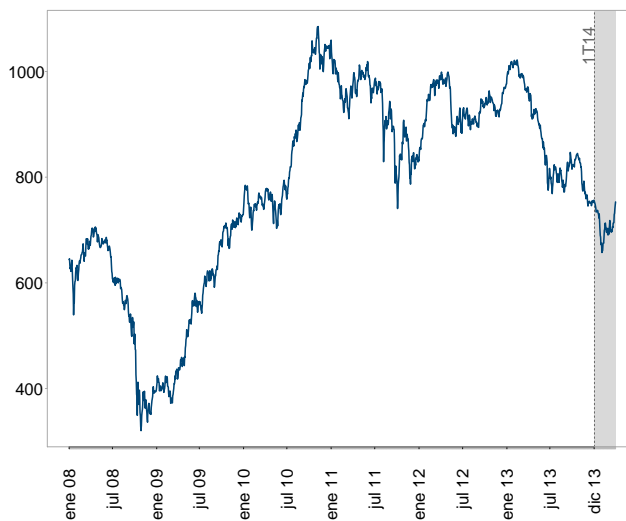


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

(MILA), durante el 1T14 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones en el mercado MILA

por \$8.196 millones ⁷⁹, superior frente a ventas netas de \$3.990 millones, \$1,725 millones, \$396 millones y \$5.067 millones observadas en el 4T13, 3T13, 2T13 y 1T13, respectivamente. Es importante anotar que en el periodo el 99,4% de las compras y el 100% de las ventas fueron de activos colombianos. El índice *S&P Mila 40*, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 50) presentó una disminución de 0.31% durante el primer trimestre del año en comparación con el último dato del trimestre anterior.

Gráfico 50: S&P MILA 40



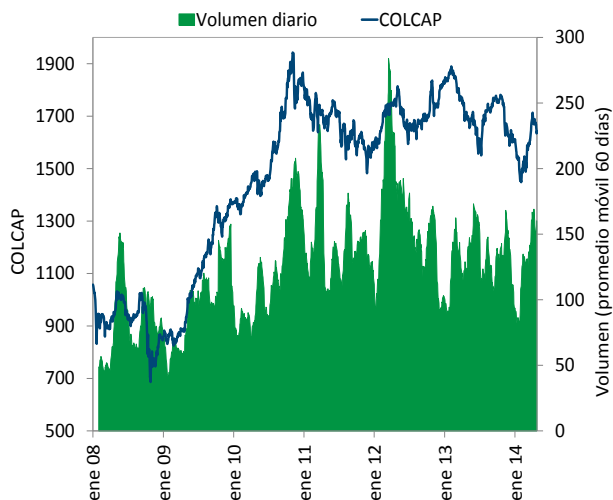
Fuente: Bloomberg.

En Colombia, el promedio diario negociado durante el primer trimestre de 2014 en el mercado accionario fue de \$158 miles de millones, superior al observado en el cuarto y tercer trimestre de 2013 (\$150 miles de millones y \$148 miles de millones, respectivamente). El *COLCAP* y el *COL20*, presentaron valorizaciones durante el periodo analizado de 5,1% y 6,7% respectivamente. Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el 1T14 fueron los fondos de pensiones y cesantías, las personas naturales y el resto de agentes, que ofrecieron en neto \$183, \$209 y \$279 miles de millones, respectivamente. Por

⁷⁹ventas de \$16.060 millones y compras de \$7.864 millones

otra parte, los principales demandantes netos fueron las sociedades comisionistas de bolsa y los extranjeros, que demandaron \$310 y \$362 miles de millones, respectivamente.

Gráfico 51: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 255 contratos (los cuales fueron negociados en el mes de marzo) frente a 168 contratos negociados en el 4T13⁸⁰ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

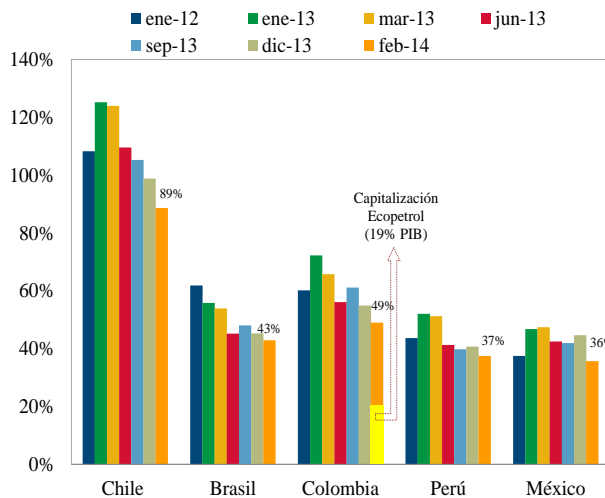
Con datos estimados del PIB de 2013⁸¹ y datos de capitalización bursátil a febrero de 2014, se compararon los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 52 se puede observar que la bolsa de Chile tiene una capitalización bursátil como porcentaje del PIB de 88,7%, siendo el más alto de la región, seguido por el de las bolsas de Colombia (49,0%), Brasil (42,9%), Perú (37,5%) y México (35,7%).

Según el indicador de velocidad de rotación calcu-

⁸⁰El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP

⁸¹Fuente: FMI.

Gráfico 52: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

lado a febrero de 2014⁸², en la región la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación con un porcentaje de 67,9%, seguida por las bolsas de México (25,7%), Chile (11,3%), Colombia (9,8%) y Perú (2,3%).

Finalmente, durante el periodo se llevó a cabo la emisión de acciones preferenciales de Bancolombia⁸³. El monto demandado fue superior en 2.7 veces al monto adjudicado (\$2.66 billones) y se ofrecieron 110 millones de acciones. El principal oferente fue el programa de ADR que mantiene la compañía en el mercado norteamericano. De otra parte, el Grupo Aval Acciones y Valores realizó una emisión de acciones ordinarias por un monto total de \$2.4 billones, el cual coincidió con el monto demandado⁸⁴.

⁸²Este 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.

⁸³Esta emisión se realizó el 3 de marzo de 2014.

⁸⁴Esta emisión se realizó el 22 de enero de 2014.