



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre de 2016

Banco de la República

Enero de 2017

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Desarrollo de Mercados

José Vicente Romero
Jefe

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

Estudiante en práctica profesional

Valeria Roberto

Recuadros

Recuadro 1: Alfredo Hincapié, Kimberly Rojas y Diego Rojas

Contenido

1	Introducción	4
2	Resumen Ejecutivo	5
2.1	Entorno Internacional	5
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local	5
2.3	Mercado cambiario	5
2.4	Política Monetaria	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.6	Mercado accionario	6
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	12
5	Mercado Cambiario	15
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	18
6	Mercado Monetario y Renta Fija	20
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	21
6.2	Mercado Monetario Colombiano	23
6.3	Mercado de Deuda Pública	25
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	25
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia	28
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	31
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	32
7	Mercado de Deuda Privada	33
8	Mercado Accionario	35

Índice de Gráficos

1	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa	8
2	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de América Latina	10
3	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de países asiáticos	10
4	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes	11
5	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes	12
6	Índices de Confianza	13
7	Expectativas de Crecimiento (EOF)	13
8	Expectativas de Inflación (EOF)	14
9	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)	14
10	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)	15
11	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)	15
12	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES	15
13	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días	16
14	VIX vs. Índices de Monedas	16
15	Tasas de Cambio LATAM	17
16	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	18
17	Precio del petróleo frente al peso colombiano	18
18	COP/USD - LACI - VIX	19
19	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro	19
20	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC	20
21	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	21
22	Índice de Precios al Consumidor	21
23	Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS	22
24	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	23
25	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2014 - 2016	24
26	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	24
27	Crecimiento real anual de la cartera (total y por modalidad)	24
28	Curva Cero Cupón EE.UU.	26
29	Curvas Cero Cupón Países de la Región	27
30	Proyección de Vencimientos TES	28
31	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	29
32	Curvas <i>Spot</i> Colombia	29
33	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)	30
34	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros	30
35	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación	30
36	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES	31
37	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema	31
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	31
39	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	32
40	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	32
41	Spreads Deuda Soberana LATAM	32
42	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	33
43	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	33

44	Globales USD vs TES locales	33
45	TES Globales vs TES locales	33
46	Monto Total Colocado	34
47	Monto Colocado por Sector	34
48	Colocaciones por Tasa de Interés	34
49	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	35
50	Monto Colocado vs Monto Demandado	35
51	Índices Accionarios Países Desarrollados	36
52	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	36
53	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	37
54	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	37
55	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB	38
56	Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable	38
57	COLCAP y Volumen Transado Diario	38
58	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente	38
59	<i>S&P MILA 40</i>	39
60	Evolución de las inversiones de las CSV y de las CSG. 2009 – oct.2016	43
61	Inversiones CSV: Evolución Inversiones por Instrumento	43
62	Inversiones CSV: Inversiones según propósito-2015	44
63	Inversiones CSG: Evolución Inversiones por Instrumento	44
64	Inversiones CSV: Inversiones según propósito-2015	45
65	Operaciones de las CS por activo a través del MEC acumulado el 2016	46
66	Monto negociado entre IMC y No IMC en el Spot y participación de las CS mayo 2013 – diciembre 2016	49
67	Monto negociado entre IMC y No IMC en Forward y participación de CS mayo 2013 – diciembre 2016	49

Índice de Tablas

1	Precio de Productos Básicos (en dólares)	11
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo	12
3	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	16
4	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones	18
5	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria	18
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM	21
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2016	22
8	Crecimiento 3T16 y Expectativas en septiembre y diciembre 2016	23
9	Emisiones Deuda Privada 4T16	35
10	<i>Saldo y participación del activo de los principales grupos de entidades que conforman el sistema financiero colombiano a noviembre de 2016</i>	<i>41</i>
11	Rotación del portafolio clasificado como disponible para la venta y negociable.	46
12	Clasificación del portafolio de TES Pesos de las CS y participación sobre el total del outstanding .	47
13	Clasificación del portafolio de TES UVR de las CS y participación sobre el total del outstanding .	47
14	Rotación de los CDT y acciones en el portafolio de las CS.	48

1 Introducción

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

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

En 2016 los mercados financieros internacionales presentaron resultados mixtos ante diversos eventos macroeconómicos y políticos a nivel global. Dentro de los principales acontecimientos que impactaron los mercados durante el 2016, es importante resaltar las elecciones presidenciales en los EE.UU, la incertidumbre sobre los movimientos futuros de la tasa de política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed) y el *Brexit*. Así, durante el año se presentó un buen comportamiento de los mercados accionarios internacionales, un fortalecimiento del dólar frente a sus principales cruces y desvalorizaciones en el mercado de deuda pública en EE.UU. a finales del año. Al analizar los indicadores de percepción de riesgo de mercado, se observó una reducción a lo largo del año la cual pudo estar influenciada por la recuperación en el precio de las materias primas y datos positivos de desempeño macroeconómico en las principales economías desarrolladas.

Durante el cuarto trimestre de 2016 (4T16), el dólar continuó fortaleciéndose ante las expectativas de un ritmo de incremento más acelerado de la tasa de los fondos federales de EE.UU, salidas de capitales de las economías emergentes e incertidumbre respecto a las políticas económicas en EE.UU. Estos elementos también tuvieron un impacto negativo en el mercado de renta fija en Estados Unidos y en los países Latinoamericanos. Finalmente, ante la expectativa de una política fiscal expansiva en EE.UU. y algunos resultados macroeconómicos favorables en las economías desarrolladas, las bolsas de EE.UU, Europa y Asia presentaron valorizaciones mientras que el índice agregado para Latam cerró en un nivel similar al observado en el final del 3T16. En este contexto, los mercados accionario colombiano y de deuda pública local presentaron durante el 2016 un comportamiento favorable, aunque con algunos episodios negativos ante choques externos.

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

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Entorno Internacional

Durante el 2016 la percepción de riesgo internacional se redujo ante la continuidad de políticas monetarias expansivas en la mayoría de los países desarrollados y la dinámica favorable de los precios de las materias primas. No obstante, su dinámica a lo largo del año estuvo influenciada transitoriamente por temores sobre el desempeño económico de China y eventos de incertidumbre política a nivel global.

En el 4T16 los indicadores de percepción de riesgo internacional estuvieron influenciados por la incertidumbre generada ante las elecciones presidenciales en EE.UU, la condición favorable del mercado laboral en EE.UU. y las expectativas frente a los incrementos de la Reserva Federal (Fed) en su tasa de intervención. En cuanto a los indicadores de riesgo de países emergentes se presentaron incrementos asociados a la incertidumbre electoral en EE.UU. Posteriormente, durante el mes de diciembre los indicadores disminuyeron ante los incrementos en los precios del petróleo y de los metales industriales.

2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 2016 los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel local se deterioraron: las expectativas de inflación aumentaron mientras que las de crecimiento económico se redujeron.

En el último trimestre del año, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron un comportamiento heterogéneo. Por un lado resultó positiva la disminución de las expectativas de inflación, la caída en los *spreads* de deuda corporativa y gubernamental, y el aumento del índice de confianza de los consumidores. Por el otro, fueron resultados negativos la caída en las expectativas de crecimiento y el deterioro en los índices de confianza industrial y de los comerciantes.

2.3 Mercado cambiario

En el 2016 el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, específicamente desde abril, influenciado por expectativas de incrementos más acelerados en la tasa de política monetaria de la Fed y datos económicos positivos en EE.UU. La dinámica de las monedas de países emergentes estuvo influenciada por el incremento de los precios de las materias primas.

Durante el 4T16, el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces y ante las monedas de los países emergentes. Dicha dinámica se dio ante las expectativas de un ritmo de incremento más acelerado de la tasa de los fondos federales de EE.UU, salidas de capitales desde economías emergentes e incertidumbre respecto a las políticas internacionales que pudiese adoptar el presidente electo Donald Trump. Para el caso de América Latina las monedas se depreciaron frente al dólar, no obstante, esta depreciación comenzó a revertirse desde inicios de diciembre ante incrementos en los precios del petróleo y de los metales industriales.

2.4 Política Monetaria

En el 2016, los países de la región presentaron políticas monetarias divergentes. El Banco Central de Chile mantuvo inalterada su tasa de política monetaria, mientras que el de Perú la incrementó en febrero. Por su parte, el Banco Central de Brasil recortó su tasa objetivo en el 4T16, lo cual contrastó con los incrementos que realizó el Banco de México. En Colombia, el último incremento de la tasa de referencia por parte de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ocurrió en la reunión de julio de 2016, permaneciendo inalterada hasta diciembre cuando la recortó.

Durante el último trimestre de 2016, en términos de inflación, se observaron mejoras para todos los países, a excepción de Perú y México. Por su parte, las tasas de mercado monetario colombiano no colateralizado (IBR *overnight* y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del Banco de la República. Por su parte, desde mediados de octubre, las tasas en el mercado de simultáneas comenzaron a caer ante las expectativas de desvalorizaciones en los TES producto de la incertidumbre en los comicios electorales en los Estados Unidos. La respuesta favorable en los mercados, una vez se conocieron los resultados de las elecciones presidenciales en dicho país, contribuyeron, en parte, a que la tendencia en dichas tasas se revirtiera.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el año, los bonos del tesoro de los EE.UU se valorizaron hasta octubre, comportamiento que se revirtió a finales de 2016. Durante el primer semestre se observaron reducciones en la tasa de rendimiento de los títulos ante la expectativa de que se mantendría baja la tasa de interés de los fondos federales por un periodo más prolongado. No obstante, en el 4T16, dicha expectativa se revirtió ante resultados macroeconómicos favorables de éste país e incrementos en las expectativas de inflación. En los países de la región, se observaron valorizaciones de la deuda pública relacionadas con las expectativas de mayores condiciones de liquidez a nivel mundial (principalmente durante el primer semestre del año). La excepción fueron los bonos de México y los títulos de corto plazo de Colombia.

En el último trimestre del año los *treasuries* se desvalorizaron ante, primero, el incremento en el rango de los fondos federales y las proyecciones de la Fed publicadas en diciembre que apuntaron a un ritmo más acelerado de incrementos de este rango para 2017, y, segundo, ante la publicación de datos favorables de la economía de EE.UU. y expectativas de mayor inflación. Por su parte, la deuda pública interna de los países de la región presentó un comportamiento heterogéneo afectado por factores idiosincráticos de cada país, por los cambios en las expectativas respecto a la política monetaria en los EE.UU. y por el proceso electoral en este país. Además, la deuda externa de la región presentó desvalorizaciones, también relacionadas con los resultados electorales en los EE.UU.

2.6 Mercado accionario

En el 2016 los mercados accionarios a nivel global se valorizaron. En EE.UU, la estabilización en los precios de los bienes energéticos y el buen comportamiento de las acciones del sector bancario contribuyeron a un buen desempeño en el mercado bursátil. Así mismo, Europa y Asia presentaron valorizaciones. No obstante, al finalizar

el año, las bolsas asiáticas presentaron comportamientos mixtos, siendo relevante destacar las pérdidas en los mercados chinos con respecto a los niveles de finales de 2015. Por último, en línea con lo mencionado anteriormente, los índices accionarios de los países emergentes se valorizaron durante el año, debido principalmente a la buena dinámica de las materias primas, en especial carbón, hierro, zinc y petróleo.

En el 4T16, las bolsas de EE.UU, Europa y Asia presentaron valorizaciones, Latam¹ cerró en un nivel similar al observado en el final del 3T16, mientras que, en general, los mercados accionarios de los emergentes se desvalorizaron. Luego de las elecciones presidenciales en los EE.UU, los índices de la región y otros emergentes presentaron caídas pronunciadas que volvieron a observarse durante las primeras dos semanas de diciembre.

En Latam, la volatilidad de los índices accionarios se incrementó en el 4T16 con respecto al trimestre anterior. Por su parte, la capitalización bursátil ajustada por flotante como proporción del PIB cayó para la mayoría de los países de la región analizados. En el mercado local, el promedio diario del monto negociado cayó y los principales demandantes netos fueron los extranjeros, mientras que los agentes del sector real fueron los mayores oferentes.

¹En el presente documento, por Latam y/o región se entiende el grupo conformado por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

3 Entorno internacional

Durante el 2016 la percepción de riesgo internacional de los mercados financieros se redujo ante la continuidad de políticas monetarias expansivas en la mayoría de los países desarrollados y la recuperación de los precios de las materias primas. No obstante, esta tendencia estuvo afectada en algunos momentos del año por las expectativas sobre el crecimiento en países desarrollados, el desempeño de la economía China, la incertidumbre política generada por la salida del Reino Unido de la Unión Europea y por las elecciones presidenciales en EE.UU.

En el 4T16 los indicadores de riesgo internacional presentaron un comportamiento heterogéneo, mientras en EE.UU. aumentaron, en Europa disminuyeron². Los principales movimientos durante el periodo estuvieron influenciados por las expectativas de incrementos en la tasa de política monetaria de la Fed, las elecciones presidenciales en EE.UU. y los datos positivos del mercado laboral en este país (Gráfico 1).

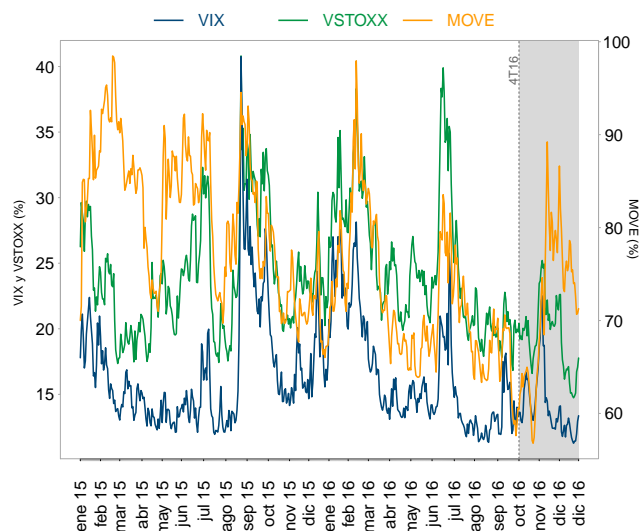
Durante el mes de octubre y hasta los días de noviembre anteriores a la elección presidencial en EE.UU., la percepción de riesgo a nivel internacional tuvo una tendencia al alza que se puede dividir en dos momentos. En el primero de estos episodios se observó un incremento en la percepción de riesgo en EE.UU. ante los reportes corporativos con rentabilidades inferiores a las expectativas en el sector industrial de este país durante el 3T16³. Estos movimientos estuvieron acompañados de la publicación de las minutas de la reunión de septiembre del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC⁴) de la Fed, en donde se señaló que

²Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre el VIX aumentó de 13,29% a 14,04%, mientras el VSTOXX disminuyó de 19,76% a 18,12%.

³A partir del 11 de octubre se empezaron a publicar los resultados corporativos para el 3T16 en EE.UU. En estos se observó que para algunas compañías del sector metalúrgico y tecnológico, los rendimientos, aunque positivos, eran inferiores a las expectativas del mercado. Esto llevó a que el índice S&P 500 y el Dow 30 cayeran 1,25% y 1,1%, respectivamente, a lo largo del día.

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

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



Fuente: Bloomberg.

varios de sus miembros consideraban posible aumentar la tasa de fondos federales *relativamente pronto* si la economía estadounidense continuaba fortaleciéndose⁵. Este episodio de incremento en la percepción de riesgo a nivel internacional se revirtió ante la publicación de datos positivos de crecimiento económico en China⁶ e inflación en EE.UU.⁷. En el segundo momento, la percepción de riesgo a nivel internacional se incrementó⁸ ante la incertidumbre política previa a las elecciones presidenciales en EE.UU.⁹. La dinámica

⁵Las minutas de la reunión del FOMC celebrada entre el 20 y el 21 de septiembre se hicieron públicas el 12 de octubre.

⁶El 18 de octubre se dio a conocer que la economía China creció durante el 3T16 un 6,7% año a año.

⁷El 18 de octubre, el Departamento de Trabajo informó que la inflación año completo para EE.UU. fue de 1,5%, similar a lo esperado y mayor con respecto a la observación anterior de 1,1%. Por su parte, la inflación subyacente fue de 2,2%, frente a una expectativa y un dato anterior de 2,3%.

⁸Entre el 24 de octubre y el 8 de noviembre, el VIX aumentó un 43,9%, pasando de 13,02% a 18,74%. Por su parte, el VSTOXX aumentó un 40,82% pasando de 17,70% a 24,93%.

⁹El 28 de octubre, James Comey, director del FBI, notificó al Congreso que esta entidad había comenzado a analizar correos electrónicos descubiertos en donde Hillary Clinton supuestamente hizo uso de su correo personal para tener comunicaciones oficia-

de este segundo episodio también estuvo ligada con el aumento en la probabilidad percibida por el mercado de un incremento en la tasa de fondos federales en la reunión de diciembre del FOMC ante los datos positivos de crecimiento del 3T16 en EE.UU.¹⁰ y la condición históricamente favorable del mercado laboral en este país¹¹.

Los resultados de la elección presidencial en EE.UU. generaron expectativas de mayor inflación ante el posible aumento en el gasto fiscal durante el período de gobierno de Donald Trump. Junto a esto, la inversión en infraestructura, los recortes de impuestos anunciados y la posibilidad de procesos de desregulación financiera, generaron valorizaciones en los mercados accionarios estadounidenses y europeos, lo que se vio acompañado por grandes reducciones en la percepción de riesgo a nivel internacional¹². Por su parte, el incremento del MOVE¹³ durante este periodo se explica por las desvalorizaciones en los títulos de deuda pública de EE.UU. ante el incremento en expectativas de inflación y la incertidumbre sobre la senda futura de política monetaria de la Fed¹⁴.

les, con información clasificada, mientras fue Secretaria de Estado.

¹⁰El 28 de octubre, el Departamento de Comercio de EE.UU. informó que en el 3T16 la economía de este país creció 2,9% anualizado, lo cual resultó superior a las expectativas del mercado de 2,6% y al dato observado 1,4% en el anterior trimestre. De esta forma, la probabilidad implícita de los contratos futuros de un incremento en la tasa de fondos federales durante la reunión de diciembre del FOMC pasó de 72,5% a 74,2%.

¹¹Durante el trimestre, las solicitudes de beneficios de desempleo que se publicaron fueron interpretadas como muestra de un mercado laboral saludable en EE.UU, debido a que hasta el 29 de diciembre esta variable ya acumulaba 93 semanas con mediciones inferiores a 300.000, nivel que no se alcanzaba desde 1970. De igual forma, el 2 de diciembre se conoció que la tasa de desempleo descendió de 4,9% a 4,6%.

¹²Entre el 8 y el 9 de noviembre, el VIX pasó de 18,74% a 14,38% y el VSTOXX disminuyó de 24,93% a 21,10%.

¹³El índice MOVE mide la volatilidad implícita en opciones a 30 días en el mercado de *treasuries* de EE.UU.

¹⁴En el 4T16, las títulos de deuda pública en EE.UU. presentaron desvalorizaciones en los tramos corto, medio y largo de 24 p.b, 66 p.b. y 87 p.b, respectivamente. Entre el 8 y el 9 de noviembre estas desvalorizaciones fueron respectivamente de 3 p.b, 11 p.b. y 21 p.b.

Desde mediados de noviembre y durante todo diciembre, la percepción de riesgo a nivel internacional presentó un comportamiento estable. Sus principales variaciones estuvieron explicadas por el incremento en las expectativas de inflación en países desarrollados ante el acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para limitar la producción¹⁵, la incertidumbre frente a la posible senda de incrementos de la Fed¹⁶ y el comportamiento de algunas compañías del sector tecnológico en EE.UU.¹⁷. En el contexto europeo, la percepción de riesgo durante este periodo estuvo influenciada por el referendo en Italia mediante el cual Mateo Renzi, el primer ministro de este país, buscaba modificar los poderes constitucionales del parlamento. Renzi había señalado que si resultaba victorioso el “no”, tal como ocurrió, renunciaría a su cargo, con lo cual se abría la posibilidad de nuevas elecciones. Ahora bien, una vez se conoció este resultado electoral, la percepción de riesgo cayó debido a que la incertidumbre existente se disipó ante el rápido anuncio sobre la formación de un gobierno de transición que daría continuidad a la ejecución de ciertas reformas económicas que ya venían en curso¹⁸. En este periodo el Banco Central Europeo, no modificó sus tasas de interés, pero sí extendió su programa de expansión cuantitativa hasta diciembre de 2017, aunque con un monto inferior a partir de marzo¹⁹.

¹⁵El 30 de noviembre los miembros de la OPEP lograron su primer acuerdo sobre la reducción de la producción de crudo desde 2008, conviniendo un objetivo de producción de 32,5 millones de barriles por día, lo que implica una reducción de 1,2 millones de barriles diarios.

¹⁶En su reunión de diciembre el FOMC presentó sus pronóstico medio del rango de las tasas de los fondos federales para los próximos años. En particular, para el cierre de 2017 señaló que espera que esta tasa se encontrará entre 1,25% y 1,5%, lo que implica tres incrementos, por encima de su pronóstico de septiembre en el cual se contemplaban solamente dos incrementos para el 2017.

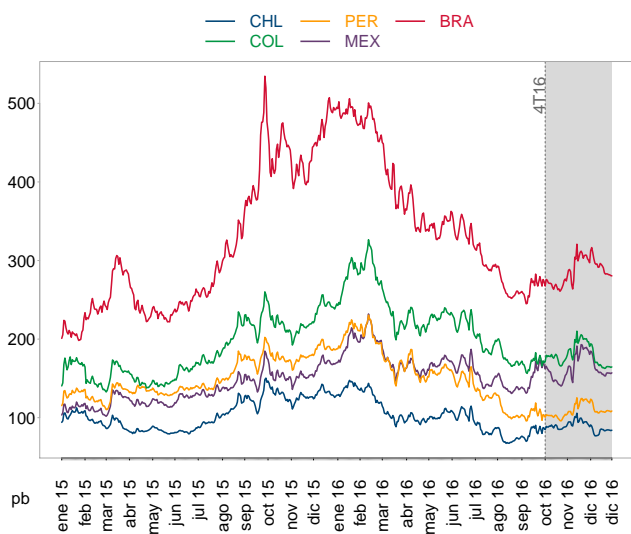
¹⁷En los últimos días del año, el índice *S&P 500* y *NASDAQ* cayeron ante un reducción en los precios de las acciones de algunas compañías dedicadas a la producción de superconductores.

¹⁸Ante la renuncia del primer ministro Renzi, el presidente Mattarella formó un gobierno de transición, lo que daría continuidad a la ejecución de ciertas reformas económicas que ya venían en curso, dentro de ellas un posible rescate a algunos bancos italianos.

¹⁹En su reunión del 8 de diciembre, el Banco Central Europeo anunció que compraría activos con tasas inferiores a la tasa de depósito y con maduración mínima de 1 año (previamente 2 años).

En línea con lo anterior, los indicadores de riesgo de países emergentes presentaron al inicio del trimestre incrementos asociados a la incertidumbre electoral en EE.UU. Posteriormente, durante el mes de diciembre, los indicadores disminuyeron ante los incrementos en los precios del petróleo y de los metales industriales, cerrando el trimestre en niveles similares a los observados al final del 3T16 (Gráficos 2 y 3).

Gráfico 2: Credit Default Swaps 5 años de América Latina

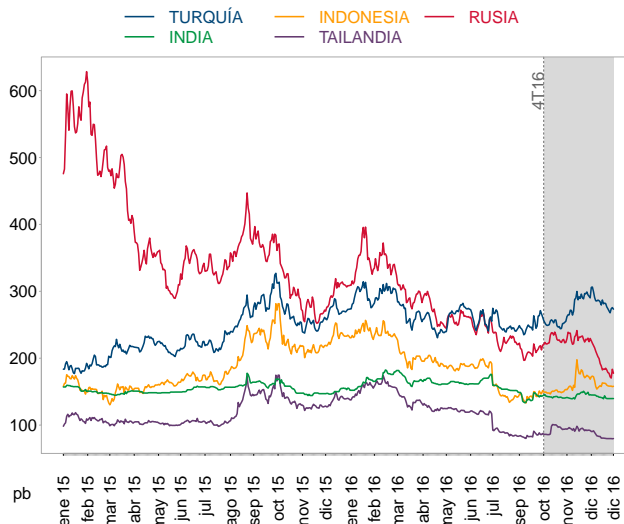


Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la evolución del precio del petróleo, durante 2016 y específicamente desde mediados de febrero, los precios del crudo revirtieron la tendencia bajista que venían presentando desde el segundo semestre de 2014 y registraron valorizaciones de 56% en el año. Esta tendencia se dio en un escenario de disminución de inventarios y de plataformas activas de extracción de petróleo en EE.UU., y acuerdos de disminución de producción entre los principales países productores de crudo hacia finales del año.

Junto a esto señaló que a partir de marzo seguiría comprando mensualmente €60 miles de millones, en vez de €80 miles de millones, y que estas compras se extenderían hasta finalizar el 2017 (antes se tenía previsto que el programa finalizaría en marzo de 2017).

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

En particular, durante el mes de octubre, el petróleo continuó con la tendencia alcista que venía presentando en el 3T16 impulsado por las expectativas sobre el posible acuerdo entre los miembros de la OPEP en el marco de alguna de las reuniones informales que se celebraron en la primera y última semana del mes. Posteriormente, durante noviembre, los precios del petróleo corrigieron a la baja después de que en la reunión informal en Viena no se hubiera hecho un anuncio más explícito sobre lo discutido entre los miembros de la OPEP, dinámica que además estuvo impulsada por el aumento en los inventarios de crudo en EE.UU.²⁰ y los reportes de aumentos de producción de petróleo en Rusia²¹.

A partir del 30 de noviembre los precios del petróleo presentaron incrementos significativos ante el acuerdo de la OPEP de reducir la producción de crudo en 1,2 millones de barriles diarios y acordar un objetivo de producción de 32,5 millones de barriles por día, y ante

²⁰El 28 de octubre los inventarios de petróleo en EE.UU. aumentaron en 14,42 millones de barriles, el mayor incremento semanal en más de diez años.

²¹La producción de petróleo en Rusia alcanzó el 31 de octubre 11,3 millones de barriles diarios.

el acuerdo entre los miembros OPEP y no OPEP celebrado el 10 de diciembre, en el que estos últimos se comprometieron a reducir la producción de petróleo en 558.000 barriles diarios. De esta manera, los precios del petróleo terminaron en niveles superiores a los observados al cierre del 3T16.

En cuanto al comportamiento de los otros *commodities*, se destaca que, durante el período, los metales industriales presentaron valorizaciones asociadas al plan de infraestructura propuesto por el presidente electo de los EE.UU, mientras que los metales preciosos registraron sus mayores caídas en el año ante la fortaleza del dólar a nivel mundial. Por su parte, los productos agropecuarios se mantuvieron en niveles similares a los registrados en el 3T16, ya que a pesar de lograr niveles record de producción en EE.UU, la demanda de estos productos registro incrementos similares durante el trimestre²²(Cuadro 1).

Cuadro 1: Precio de Productos Básicos (en dólares)

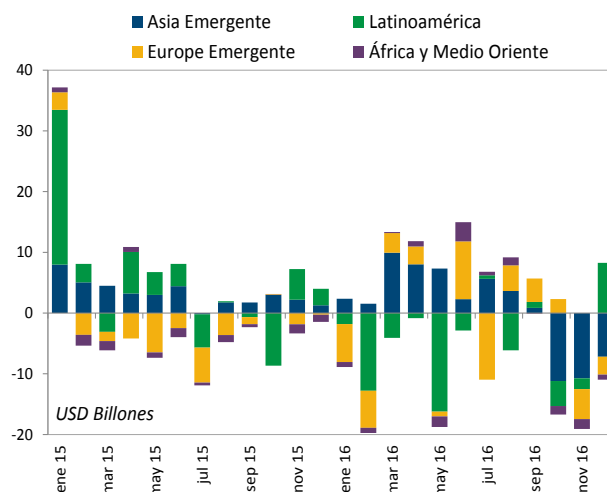
	30 Sep 2016	31 Dic 2016	Variación
Carbón	40.2	48.1	19.5%
Pétroleo BRENT	49.1	56.8	15.8%
Ganado	102.2	117.4	14.9%
Cobre	4832	5501	13.8%
Pétroleo WTI	48.2	53.7	11.4%
Aceite de palma	1605.0	1765.0	10.0%
Maíz	3.1	3.3	6.8%
Soya	9.4	9.9	5.3%
Algodón	70.3	73.4	4.4%
Trigo	3.7	3.9	4.3%
Aluminio	1659	1714	3.3%
Arroz	10	10	-2.8%
Níquel	10,460	10,010	-4.3%
Café Arabigo	167.5	152.3	-9.1%
Café	1.52	1	-9.6%
Oro	1315.8	1152.3	-12.4%
Azúcar	22.0	18.4	-16.6%
Plata	19.2	15.9	-17.0%
Cacao	2797.9	2148.2	-23.2%
CRB INDEX	186,3	192,5	3,3 %

Fuente: Bloomberg.

²²De acuerdo a las cifras del departamento de agricultura de EE.UU, la producción anual total de maíz creció 1,10% entre septiembre y diciembre, mientras que el consumo total aumentó en 1,16%. Por otro lado el consumo domestico anual de soya aumentó 0,5% en el trimestre (3T16:0,21%).

En referencia a los flujos de portafolio, durante el 4T16 se presentaron salidas de capitales de las economías emergentes, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), las cuales contrastaron con los ingresos netos de capital registrados durante el 2T16 y el 3T16. Específicamente en el 4T16 se presentaron salidas netas de capital de portafolio de países emergentes por USD38,4 miles de millones (3T16: entradas por USD42,1 miles de millones), de las cuales USD36,17 miles de millones fueron desde mercados de renta fija y USD2,23 miles de millones desde el mercado de renta variable (Gráficos 4 y 5). Los flujos de capitales estuvieron explicados principalmente por salidas del mercado de deuda de Asia emergente (USD29,12 miles de millones) y del mercado de deuda de Europa Emergente (USD5,57 miles de millones). Para el caso de Latinoamérica, en contraste con las demás economías emergentes, durante este período se registraron entradas netas al mercado accionario por USD2,5 miles de millones y entradas netas al mercado de renta fija por USD2,39 miles de millones.

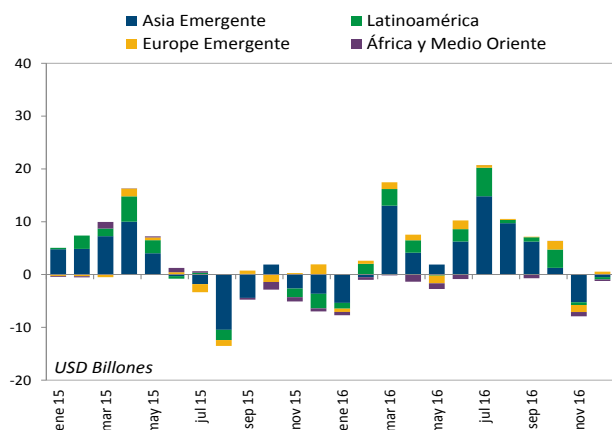
Gráfico 4: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes



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

En Latinoamérica, se destaca que en el 4T16 *Fitch Ratings*, al igual que lo habían hecho previamente las

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



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

demás calificadoras de riesgo, bajó la perspectiva de la calificación de crédito de México de estable a negativa reflejando un aumento de los riesgos para la economía y los desafíos que esto podría plantear a la estabilización de la deuda pública. Asimismo, modificó la perspectiva crediticia sobre Chile de estable a negativa, con base en la debilidad prolongada que había mostrado la economía.

En lo referente a política monetaria, la mayoría de los bancos centrales presentados en el Cuadro 2 mantuvieron su tasa inalterada. Por su parte, los países que incrementaron su tasa en mayor proporción fueron Vietnam y México, mientras que las mayores reducciones se dieron en Uganda, Islandia y Ucrania.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En 2016, los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel local se deterioraron con respecto al comportamiento registrado en 2015. Las expectativas

Cuadro 2: Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo

	Sep 2016	Dic 2016	Δ 4T16 (P.b)
Uganda	14.00 %	12.00 %	-200
Islandia	6.00 %	5.00 %	-100
Ucrania	15.00 %	14.00 %	-100
Brasil	14.25 %	13.75 %	-50
Colombia	7.75 %	7.50 %	-25
Indonesia	5.00 %	4.75 %	-25
India	6.50 %	6.25 %	-25
Nueva Zelanda	2.00 %	1.75 %	-25
Reino Unido	0.25 %	0.25 %	0
Zona Euro	0.00 %	0.00 %	0
Japón	-0.10 %	-0.10 %	0
Chile	3.50 %	3.50 %	0
Perú	4.25 %	4.25 %	0
Estados Unidos	0,25 % - 0,5 %	0,5 % - 0,75 %	25
Hong Kong	0.75 %	1.00 %	25
Rep. Dominicana	5.00 %	5.50 %	50
Turquía	7.50 %	8.00 %	50
México	4.75 %	5.75 %	100
Vietnam	6.50 %	9.00 %	250

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

de inflación para 2016²³ y 2017²⁴ se incrementaron en la primera parte del año para después caer, aunque en niveles superiores a los registrados en diciembre de 2015. De igual forma, las expectativas de crecimiento económico para 2016²⁵ y 2017²⁶ se redujeron a lo largo del año.

Durante el 4T16, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron comportamientos mixtos: disminuyeron las expectativas de inflación, aumentó el índice de confianza de los consumidores y se

²³De acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera, en diciembre de 2015 las expectativas de inflación para 2016 se encontraban 4,84%. Durante el año estas expectativas registraron un máximo en agosto de 7,02% y en diciembre de 2016 se ubicaron en 5,71%.

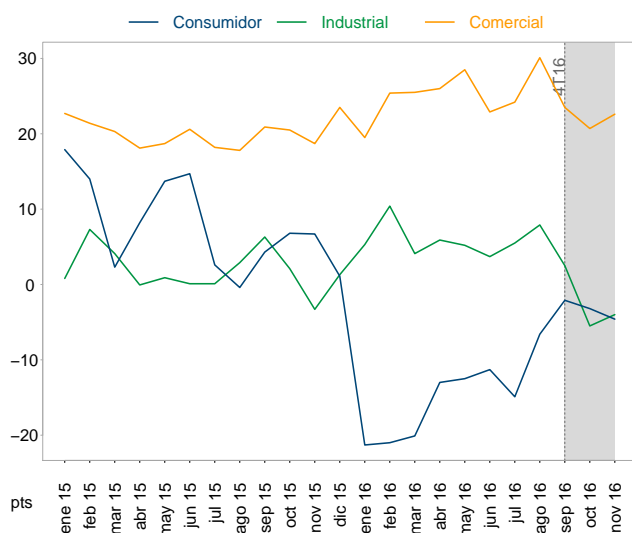
²⁴De acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera, en enero de 2016 las expectativas de inflación para 2017 se ubicaron en 4,05%, registraron un máximo en agosto de 4,94% y en diciembre de 2016 se ubicaron en 4,5%.

²⁵De acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera, en diciembre de 2015, el crecimiento esperado para 2016 era de 2,8% y en diciembre de 2016 se redujo a 1,9%.

²⁶De acuerdo a la Encuesta de Opinión Financiera, en abril de 2016 las expectativas de crecimiento para 2017 se ubicaron en 3% y en diciembre de 2016 cayeron a 2,2%.

redujo el *spread* entre las tasas de cartera preferencial y tesorería frente a las tasas de los TES. Sin embargo, las expectativas de crecimiento se deterioraron y los índices de confianza industrial y de comerciantes cayeron.

Gráfico 6: Índices de Confianza



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

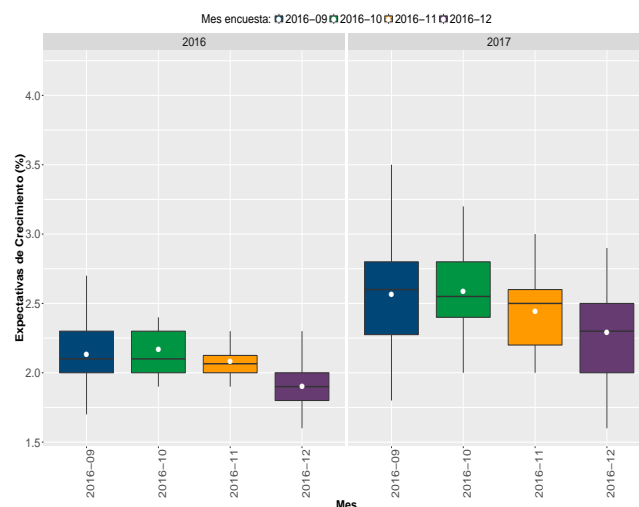
En el Gráfico 6 se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo²⁷. Se observa que durante el trimestre los 3 índices cayeron, ubicándose el índice de confianza del consumidor y el índice de confianza industrial en terreno negativo. El índice de confianza industrial pasó de 5,3% en promedio para el 3T16 a -3,57% en lo corrido del 4T16 por una caída en las expectativas de producción para el próximo trimestre y por una reducción en el volumen actual de pedidos. De igual forma, el índice de confianza de comerciantes disminuyó de 25,9% en promedio para el 3T16 a 21,2% en lo corrido del 4T16 ante un deterioro de la percepción sobre la situación económica empresarial actual y las expectativas de situación económica para

²⁷ Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

el próximo semestre. Finalmente, el índice de confianza de los consumidores aumentó 1,7 puntos porcentuales respecto al promedio registrado en el 3T16 dada la mejora en la percepción sobre la situación económica de los hogares y sobre la conveniencia de comprar mobiliario.

Por su parte, en octubre, las ventas al por menor (-0,9%) y el crecimiento de la producción industrial (0,4%) resultaron inferiores a las expectativas del mercado (-0,7% y 0,4%, respectivamente). En noviembre las ventas al por menor (4,9%) fueron superiores a las expectativas de los analistas (0,5%), mientras el crecimiento en la producción industrial resultó inferior (2,2%) a lo anticipado en las encuestas. El Indicador de Seguimiento de la Economía²⁸ tuvo una reducción anual desestacionalizada de 0,1% en octubre, inferior al año anterior cuando se situó en 155,6.

Gráfico 7: Expectativas de Crecimiento (EOF)



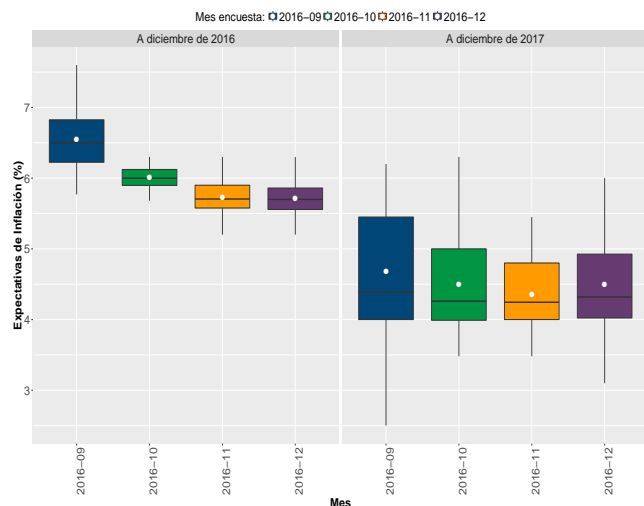
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

En la Encuesta de Opinión Financiera²⁹ se observó que durante el trimestre, el promedio de las expectativas de crecimiento se deterioró.

²⁸ El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

²⁹ Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 8: Expectativas de Inflación (EOF)



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

tativas de crecimiento desmejoró para 2016³⁰ y para 2017³¹ (Gráfico 7). La inflación esperada para 2016 en diciembre, de 5,71 %, fue inferior a la esperada en septiembre de 6,5 %. Respecto a 2017, la expectativa de inflación disminuyó 40 p.b.³² y se espera que sea menor a la de 2016. Adicionalmente, la mayoría de los agentes espera que la inflación sea superior a su rango meta para finales de 2016 y 2017 (Gráfico 8).

En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024³³ los agentes consideraron valorizaciones en el principio del trimestre y desvalorizaciones al final del trimestre³⁴

³⁰ Pasó de 2,13 en septiembre a 1,89 en diciembre.

³¹ Se redujo de 2,51 en septiembre a 2,25 en diciembre.

³² En septiembre esta expectativa se encontraba en 4,9 % y en diciembre se redujo a 4,5 %

³³ El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

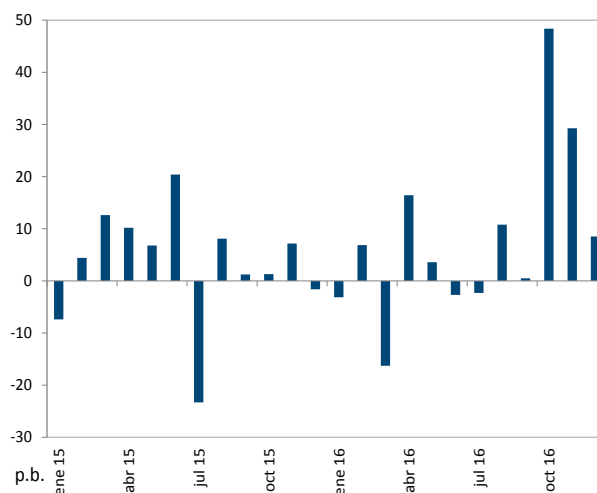
³⁴ La encuesta de la EOF de octubre sobre el rendimiento esperado de los TES con vencimiento en 2024 se llevó a cabo el 14 de octubre, día en el cual, el rendimiento de estos se encontraba en 6,89 %. En esta oportunidad, los agentes en promedio señalaron

(Gráfico 9).

En cuanto al rendimiento del Colcap (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones a lo largo del trimestre³⁵, comportamiento que estuvo en línea con lo observado (Gráfico 10).

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, la mayoría esperaba que esta se incrementara o permaneciera igual³⁶ (Gráfico 11).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

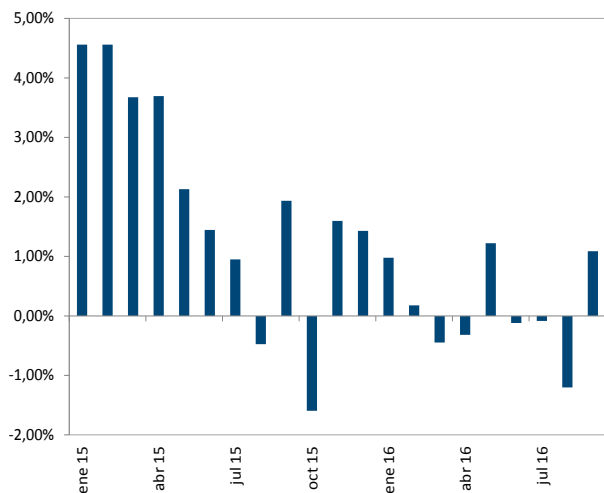
Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES cayeron para todos los

que esperaban una reducción de esta tasa a 6,82 %. Por su parte, la encuesta de la EOF de diciembre sobre el rendimiento esperado de los TES con vencimiento en 2024 se llevó a cabo el 25 de noviembre, día en el cual, el rendimiento de estos se encontraba en 7,25 %. En esta oportunidad, los agentes en promedio señalaron que anticipaban un incremento de esta tasa a 7,29 %.

³⁵ En la encuesta realizada el 14 de octubre, los agentes esperaban en promedio una valorización del Colcap de 1,05 %. En la encuesta de diciembre tomada el 25 de noviembre, los agentes proyectaban en promedio una valorización del Colcap de 0,25 %.

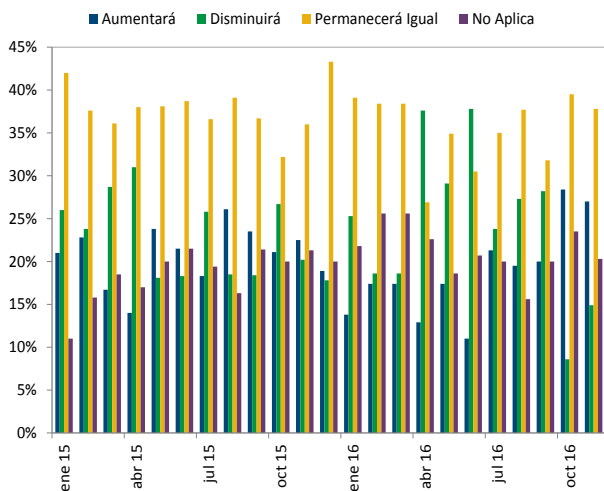
³⁶ En el porcentaje de analistas que consideró que la duración de los portafolios incrementaría o permanecería igual en octubre, noviembre y diciembre fue de 55,7 %, 52 % y 60 %, respectivamente.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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



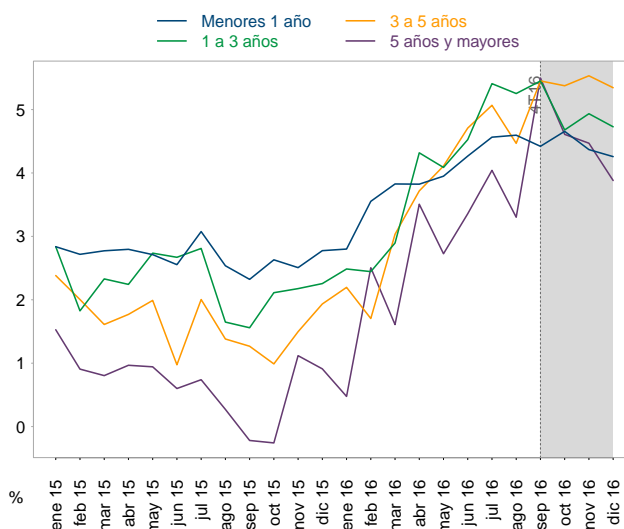
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

plazos³⁷. Al realizar las comparaciones de los valores

³⁷En particular, para plazos inferiores a 1 año, entre 1 y 3 años, entre 3 y 5 años, y 5 años o más se redujeron 18 p.b, 77 p.b, 11

promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 4T16, frente al promedio del 3T16, se observaron las siguientes variaciones: menos de un año: -11 p.b, entre 1 y 3 años: -64 p.b, entre 3 y 5 años: +44 p.b. y a más de 5 años: +4 p.b. (Gráfico 12 y Gráfico 13).

Gráfico 12: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES

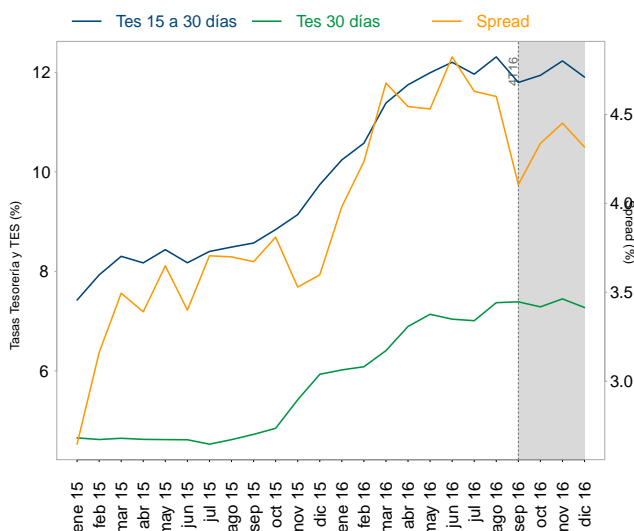


Fuente: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

En el 2016 el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, específicamente desde abril, influenciado por expectativas de incrementos más acelerados en la tasa de política monetaria de la Fed y datos económicos positivos en EE.UU. Para el caso de las monedas de países de América Latina (empleando el índice LACI), el dólar presentó una alta volatilidad sin una tendencia definida y cerró el año en niveles similares a los observados al cierre de 2015. Este comportamiento se dio en un contexto en el cual la fortaleza del dólar a nivel global contrastó con el aumento en los precios de las materias primas, lo que impulsó el p.b. y 172 p.b, respectivamente.

Gráfico 13: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

comportamiento de las monedas de países emergentes principalmente en aquellos productores de estos bienes.

De igual manera, durante el 4T16 el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces, y frente a las monedas de los países emergentes. Dicha dinámica se dio ante las expectativas de un ritmo de incremento más acelerado de la tasa de los fondos federales de EE.UU, salidas de capitales de las economías emergentes e incertidumbre respecto a las políticas internacionales que pudiese adoptar el presidente electo Donald Trump. Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron la lira turca (17,5%), el yen japonés (15,4%) y el won surcoreano (4,4%), mientras que las que presentaron la mayor apreciación fueron el franco suizo (4,7%) y el rublo ruso (2,5%) (Cuadro 3 y Gráfico 14).

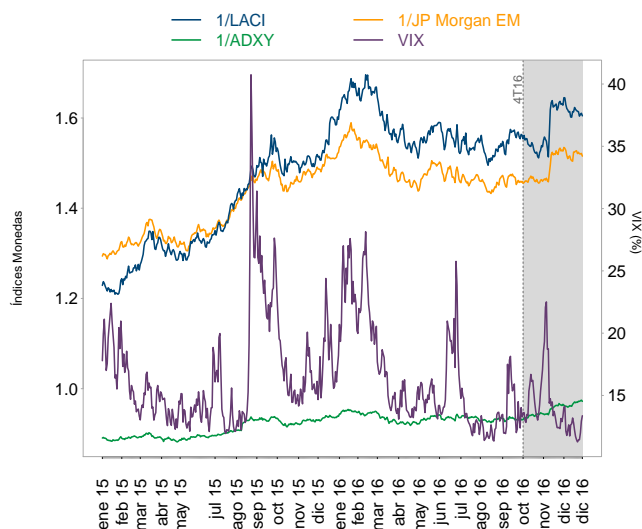
En línea con lo anterior, para el caso de América Latina se depreciaron el peso mexicano (6,9%), el peso colombiano (4,2%) y el peso chileno (2,0%), mientras que se apreciaron el sol peruano (0,8%) y el real brasileño (0,3%)(Gráfico 15).

Cuadro 3: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2016	4T 2016	País	2016	4T 2016
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	4.0%	6.8%	Korea del Sur	3.00%	9.7%
Gran Bretaña	20.1%	5.1%	India	2.3%	2.0%
Australia	1.1%	6.3%	Hong Kong	0.07%	-0.01%
Nueva Zelanda	-1.3%	5.1%	China	7.0%	4.1%
Canadá	-3.2%	2.4%	Malasia	4.5%	8.5%
Dinamarca	3.6%	6.6%	Tailandia	-0.5%	3.2%
Suiza	-3.0%	-4.7%	Indonesia	-2.3%	3.2%
Japón	-3.0%	15.4%	índice 1/ADXY	3.4%	4.4%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-4.6%	4.2%	Islandia	-12.7%	-0.7%
Brasil	-17.9%	-0.3%	Rusia	-16.8%	-2.5%
México	19.2%	6.9%	Polonia	7.5%	9.5%
Argentina	22.4%	3.7%	Turquía	20.7%	17.5%
Perú	-1.6%	-0.8%	Israel	-1.6%	2.1%
Chile	-5.2%	2.0%	Sur África	-11.7%	0.1%
índice 1/LACI	0.1%	2.6%	USTW	1.79%	6.4%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14: VIX vs. Índices de Monedas

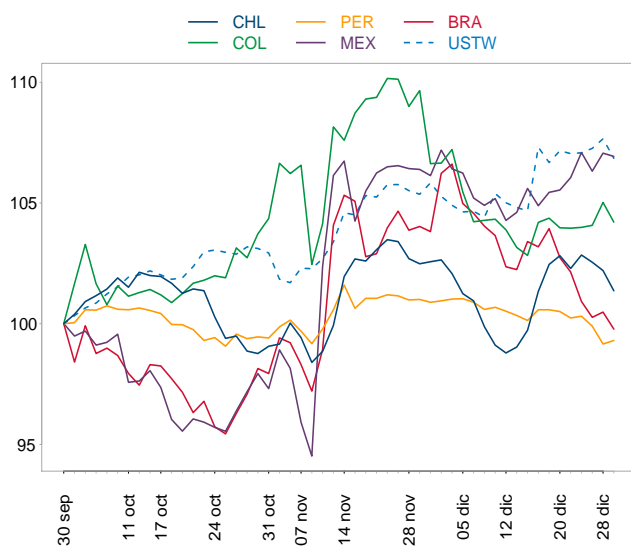


Fuente: Bloomberg.

El comportamiento de las monedas de la región durante el periodo estuvo relacionado con las condiciones de riesgo internacional anteriormente mencionadas y la evolución del precio de los principales commodities. Específicamente aumentaron los precios del petróleo Brent (15,8%), del cobre (13,8%) y del petróleo WTI (11,4%), mientras que disminuyeron los precios de la plata (17,0%) y del oro (12,4%) (Cuadro 1).

El sol peruano y el peso chileno presentaron el me-

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de septiembre del 2016.

jor comportamiento de la región durante la mayor parte del trimestre ante el aumento del precio del cobre (13,8%) (su principal producto de exportación), no obstante, el peso chileno revirtió parte de las ganancias ante la disminución de su perspectiva crediticia a mediados de diciembre. El real brasileño también presentó una apreciación explicada por los aumentos en el precio de la soya (5,3%) y el hierro (41%), además de las intervenciones cambiarias realizadas por el Banco Central. Por su parte, la dinámica del peso mexicano a lo largo del periodo estuvo explicada principalmente por las expectativas sobre los resultados electorales en EE.UU, de tal forma que cuando las encuestas favorecían a Hillary Clinton se generaron valorizaciones en la moneda, y una vez se dio a conocer el resultado de la elección, el peso mexicano fue la moneda que presentó mayores depreciaciones a nivel mundial³⁸.

En cuanto a la intervención cambiaria se destaca que, durante la segunda mitad de noviembre y ante la incertidumbre internacional posterior a las elecciones de EE.UU, el Banco Central de Brasil (BCB) permitió

³⁸En la noche del 8 de noviembre, el peso mexicano presentó una desvalorización de 14% en un lapso de 3 horas.

que se vencieran los *swaps* cambiarios reversos que venía realizando desde marzo, realizó la renovación de *swaps* cambiarios tradicionales con vencimiento en diciembre y convocó subastas adicionales con vencimientos en febrero y marzo de 2017. Durante diciembre, el BCB realizó subastas de *swaps* tradicionales para renovar los vencimientos de enero con el fin de mantener su *stock* de *swaps* constante. Por su parte, el Banco Central de Perú (BCRP) continuó interviniendo por medio de subastas de Certificados de Depósitos Reajustables indexados al dólar (CDRs) y *swaps* cambiarios. Se destaca que el BCRP no intervino mediante operaciones en el mercado de contado, en relación a los trimestres anteriores, y disminuyó los montos de intervención en CDRs y en *swaps*, por lo que su variación en el balance por intervención fue casi nula al finalizar el trimestre.

En el Cuadro 4 se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado³⁹. Por su parte, en el Cuadro 5 se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria. Adicionalmente, durante el trimestre no se presentaron operaciones de compra o venta de dólares en el mercado cambiario de contado y que fueron realizadas por los bancos centrales de los países de la región.

Con respecto al promedio registrado en el 3T16, en el 4T16 la volatilidad promedio disminuyó para el peso chileno y el sol peruano, y aumentó para el real brasileño, el peso colombiano y el peso mexicano. El peso mexicano presentó en promedio la mayor volatilidad condicional, seguida por el peso colombiano, el real brasileño, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 16).

³⁹En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los Certificados de Depósitos Reajustables y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios y en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal.

Cuadro 4: Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Oct.	0	285	0	4.757	-421
Nov.	0	-401	0	1.758	-209
Dic.	0	108	0	0	2.598
4T16	0	-8	0	6.515	1.968

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

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2015	0	-11.003	0	2.107	-14.410
1T16	0	-1.982	0	2.521	-1.158
2T16	-256	4.590	0	42.865	-871
3T16	0	6.807	0	28.888	-1.648
4T16	0	-8	0	6.515	-1.968

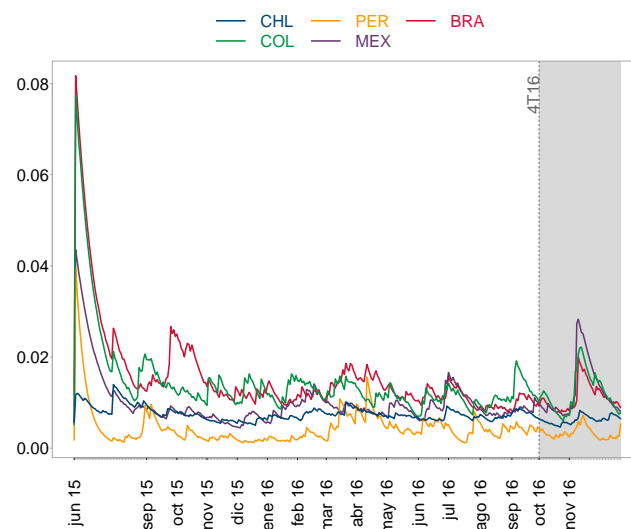
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre del 2016 el peso colombiano se depreció 4,9%, mientras que en el 2016 acumuló una apreciación de 4,3%⁴⁰. El comportamiento de la moneda a lo largo de 2016 estuvo asociado principalmente a la evolución del precio del petróleo, que en el 4T16 aumentó 11% (WTI) y 16% (BRENT) (Gráfico 17). No obstante, la correlación entre el peso y el petróleo se debilitó a partir de la segunda semana de noviembre ante el aumento en las expectativas de incremento de la tasa de la Fed. De otra parte, en el 4T16 contribuyeron a la apreciación del peso la decisión del FBI de no continuar con las investigaciones a Hillary Clinton y la disminución en diciembre de los indicadores de riesgo internacio-

⁴⁰La variación en octubre fue de 3,0%, en noviembre de 6,7% y en diciembre de -4,6%. Cálculos realizados con la tasa promedio del Sistema Electrónico de Transacciones e Información del mercado de divisas (SETFX).

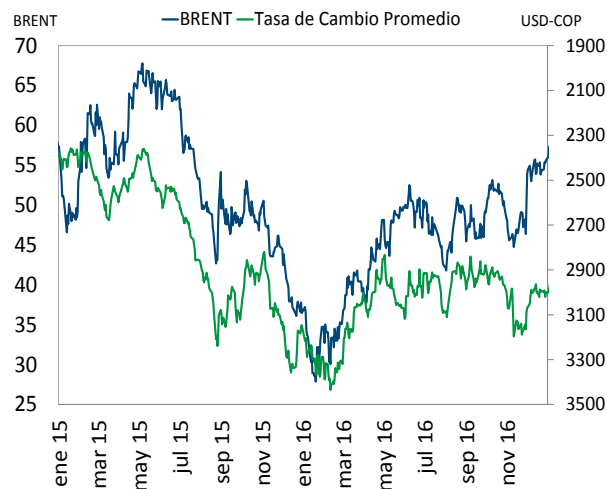
Gráfico 16: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

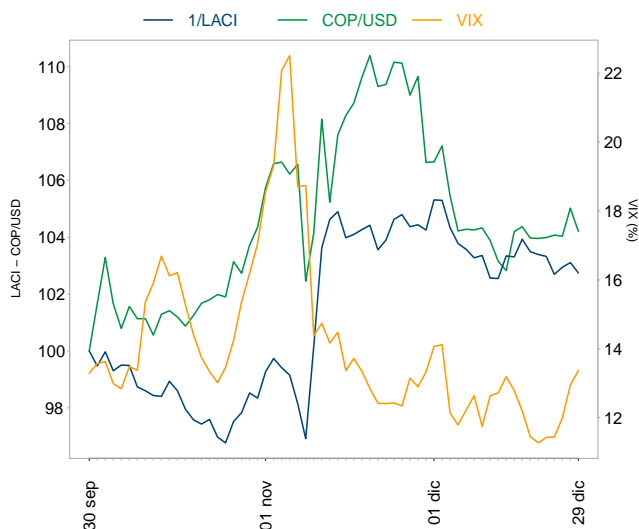
nal, mientras que el resultado del plebiscito por la paz depreció la moneda a principio del trimestre (Gráfico 18).

Gráfico 17: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

Gráfico 18: COP/USD - LACI - VIX



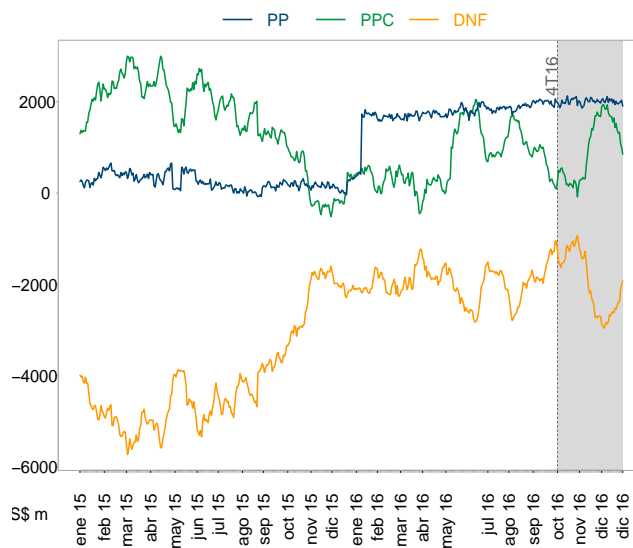
Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de septiembre del 2015

La Posición Propia de Contado (PPC)⁴¹ de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se ubicó al cierre del 4T16 en USD859 millones y su promedio diario en USD791 millones. Frente al cierre del año 2015 la PPC aumentó USD466 millones y frente al cierre del 3T16 USD769 millones, lo cual cubrió principalmente el aumento en las obligaciones netas a futuro por USD861 millones e implicó una caída en la posición propia total de USD88 millones (Gráfico 19).

En el trimestre se observó una disminución en los montos negociados en los mercados de contado y de *forwards* peso-dólar. En el mercado *forward*, el monto promedio diario negociado fue de USD1330 millones, el cual fue inferior al observado en los demás trimestres del año (1T16: USD1362 millones, 2T16: USD1476 millones y 3T16: USD1526 millones). En total los IMC negociaron en el 4T16 operaciones *for-*

⁴¹La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

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



Fuente: Banco de la República.

ward peso-dólar⁴² por USD79.805 millones⁴³, que fueron también inferiores a los niveles observados en los demás trimestres del año. De igual forma, en el mercado cambiario de contado peso-dólar, el monto promedio diario del 4T16 (USD1222 millones) y el monto total negociado (USD73291 millones) fueron inferiores a los niveles presentados en los demás trimestres de 2016⁴⁴.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD13,6 miles de millones en el 3T16 a USD12,2 miles de millones en el 4T16 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 29 de diciembre ascendió

⁴²Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

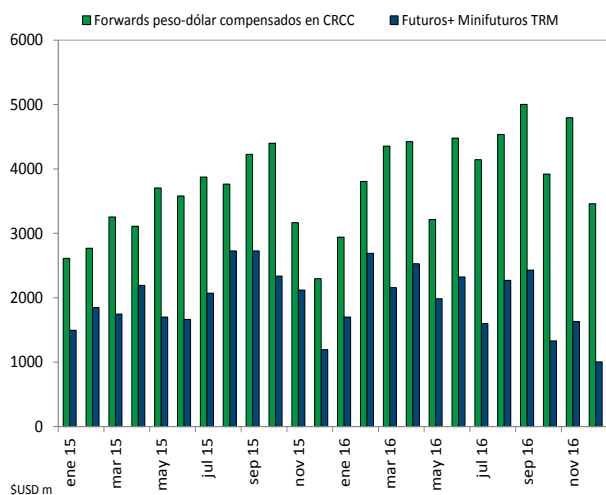
⁴³USD27.471 millones en octubre, USD29.921 millones en noviembre y USD22.413 millones en diciembre. Fuente: Banco de la República.

⁴⁴Promedios diarios: 1T16: USD1352 millones, 2T16: USD1354 millones y 3T16: USD1335 millones. Montos totales: 1T16: USD81370 millones, 2T16: USD84006 millones y 3T16: USD84199 millones. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

a USD3,4 miles de millones.

Durante el 4T16 se negociaron un total de 75.061 futuros de TRM⁴⁵, volumen inferior al negociado durante el 3T16 (119.928 contratos), por un monto total de USD3.753 millones. Al 29 de diciembre de 2016 la posición abierta era de 2.281 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2017. Respecto a los mini futuros de TRM⁴⁶, se negociaron un total de 42.200 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (60.417 contratos) por un total de USD211 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 29 de diciembre era de 1.302 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2017.

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴⁷, en el 4T16 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD585 millones, lo que se explica

⁴⁵Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

⁴⁶Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

⁴⁷La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

por salidas netas de USD223 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD808 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, se presentaron egresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD1015 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD879 millones, reintegros netos de capital oficial por USD682 millones y egresos por concepto de otras operaciones especiales por USD819 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron entradas de divisas por inversión extranjera directa neta de USD2080 millones, por préstamos netos de USD1146 millones y por inversión extranjera de portafolio neta⁴⁸ de USD1772 millones⁴⁹, mientras que el rubro de operaciones especiales presentó salidas de divisas⁵⁰ por USD5877 millones.

En el 2016, la cuenta corriente de la balanza cambiaria presentó ingresos netos de USD324 millones y la cuenta de capital egresos netos de divisas por USD382 millones, mientras que en 2015 se habían presentado egresos netos por cuenta corriente de USD2613 millones e ingresos por cuenta de capital de USD2026 millones. Frente a 2015, en la cuenta de capital el aumento en los flujos por inversión de portafolio neta (USD3642 millones a USD5331 millones), por préstamo neto (USD2392 millones a USD2742 millones) y por otras operaciones especiales (USD1058 millones a USD1522 millones), fueron menores a la disminución presentada en los flujos por inversión directa neta (USD11466 millones a USD8676 millones) y por reintegros del sector oficial (USD8068 millones a USD4868 millones).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

⁴⁸Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

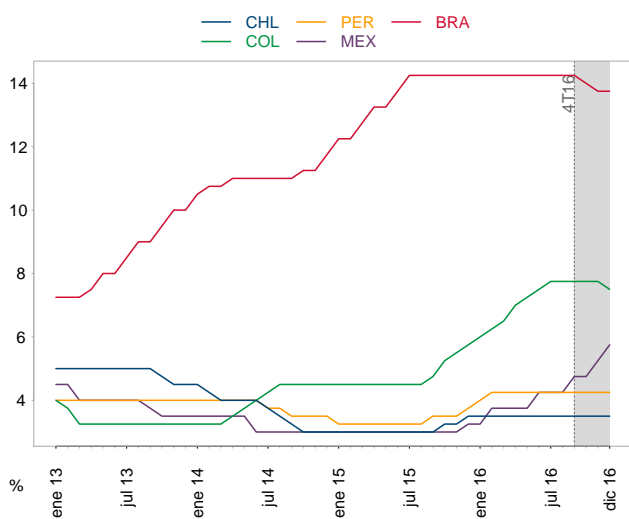
⁴⁹De estos flujos, USD1199 millones se presentaron en noviembre

⁵⁰Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2016, las posturas de política monetaria en la región fueron diversas. En Colombia, los incrementos en la tasa política monetaria finalizaron en julio de 2016, mientras que, en México se acentuaron en el 4T16. En el caso de Colombia, la tasa de intervención fue modificada en ocho ocasiones por parte de la JDBR (siete incrementos que acumularon 150 p.b. y una reducción de 25 p.b. que se observó en diciembre), haciendo que la tasa de interés de política cerrara en 7,50%. Por su parte, el Banco de México incrementó la tasa de interés de referencia en 250 p.b, la cual se encontró en un nivel de 5,75% al finalizar el año⁵¹. En Brasil se presentó una postura expansiva en el 4T16 año de manera que la tasa de política monetaria se ubicó en 13,75% al cierre del 2016⁵². Por su parte, el Banco Central de Chile y el Banco Central de la Reserva del Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 3,50% y 4,25%, respectivamente (Gráfico 21 y Cuadro 6).

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

⁵¹En el 4T16, el Banco de México incrementó su tasa de referencia de política monetaria en 100 p.b.

⁵²En el último trimestre del año, el banco central de Brasil disminuyó su tasa de referencia en 50 p.b.

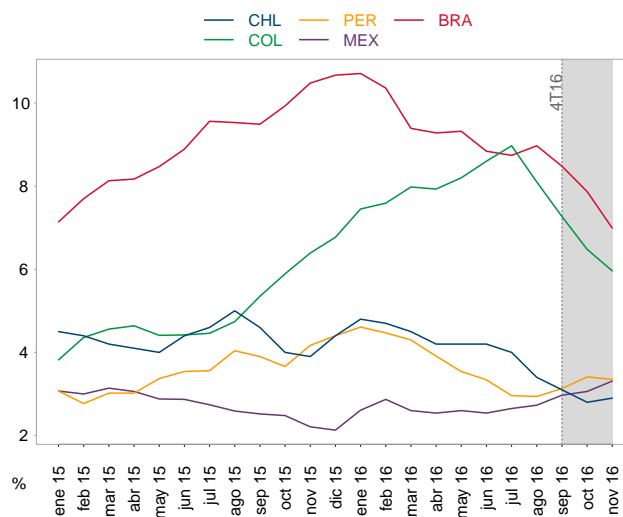
Cuadro 6: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM

País	Variación 4T16*	TPM Dic-16
COL	-25	7,50%
CHL	0	3,50%
PER	0	4,25%
BRA	-50	13,75%
MEX	+100	5,75%

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

Las decisiones de política monetaria en la región se dieron en un contexto en el cual la inflación anual continúa situándose fuera del rango meta para Colombia y Perú, aunque en el primer caso se observó una caída importante en la variación anual del IPC (Gráfico 22). Para los demás países, la inflación en 2016 se ubicó dentro del rango meta. Específicamente, en Chile y Brasil, esta cayó, mientras que para México aumentó. Para el caso de Brasil, se destaca que desde diciembre de 2014, la inflación anual no se ubicaba dentro del rango de 2,5% - 6,5% (Cuadro 7).

Gráfico 22: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

A pesar de las reducciones observadas para la mayoría de países de la región en términos de inflación, las decisiones de política monetaria durante el 4T16 ocurrieron en un entorno internacional marcado por un

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2016

País	Anual Sep 2016	Anual Dic 2016	Rango meta 2016
COL	7,27%	5,75%	2,0% - 4,0%
BRA	8,48%	6,29%	2,5% - 6,5%
CHL	3,10%	2,70%	2,0% - 4,0%
MEX	2,97%	3,36%	2,0% - 4,0%
PER	3,13%	3,23%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

alto nivel de incertidumbre debido principalmente a las elecciones presidenciales en EE.UU, como se mencionó en la sección de Entorno Internacional.

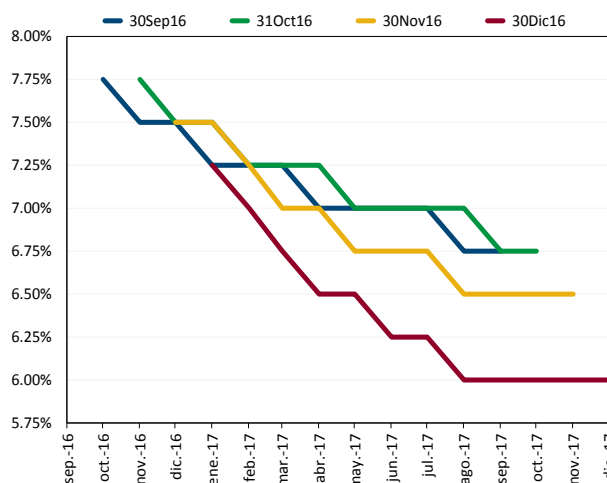
En Chile, la decisión de mantener inalterada las tasas de interés de referencia ocurrió en un contexto de menores perspectivas de crecimiento. Para Perú, algunos factores climáticos continuaron afectando de forma transitoria la senda de inflación. Por su parte, el Banco Central de Brasil inició una senda de política monetaria expansiva en un escenario donde las tasas de interés elevadas pudieron haber generado efectos desinflationarios, aunque en un entorno económico débil. Por último, el Banco de México señaló que su política monetaria restrictiva tuvo como objetivo contrarrestar las presiones inflacionarias originadas por la depreciación del peso mexicano.

En cuanto al caso colombiano, la JDBR señaló, en su reunión de diciembre, que la reversión de los choques climáticos y la estabilización del tipo de cambio han producido una disminución acelerada del crecimiento de los precios de los alimentos y de los bienes más vinculados al comercio internacional.

Con respecto a las expectativas sobre las decisiones de política monetaria del BR, al utilizar un modelo que estima las tasas de referencia implícitas en los *Overnight Index Swaps* a plazos mayores a un día, se puede observar que entre septiembre y noviembre de 2016 se había estimado que la tasa de política monetaria se reduciría y ubicaría en 7,50% para el cierre del año. Por su parte, para diciembre, luego del recorte de la tasa de intervención de política monetaria, las expectativas de los agentes fueron de que el banco central acele-

raría su política monetaria expansiva, pues los agentes del mercado esperan cuatro reducciones consecutivas de la tasa de interés de referencia a partir de 2017, de manera que se ubicaría en un nivel de 6,50% en abril (Gráfico 23).

Gráfico 23: Tasa de Política Monetaria Implícita - Modelo OIS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Finalmente, con respecto al crecimiento del producto, el dato observado del 3T16 fue superior frente al esperado por los analistas del mercado para Brasil y Chile, mientras que fue inferior para Colombia⁵³ y no cambió para México y Perú. Entre septiembre y diciembre, la expectativa de crecimiento cayó para Colombia, Brasil y México, aumentó para Perú y no cambió para Chile (Cuadro 8). Para el caso colombiano, cabe destacar que, en octubre de 2016, el equipo técnico del BR revisó a la baja la proyección de crecimiento para 2016. Para el año, se esperaba una expansión del PIB de 2%, contenida en un rango de 1,5% y 2,5%.

⁵³En las minutas de la reunión de la JDBR de diciembre de 2016 se mencionó que la cifra observada de crecimiento para el caso colombiano no solo fue inferior al pronóstico del mercado sino a lo esperado por el equipo técnico del BR.

Cuadro 8: Crecimiento 3T16 y Expectativas en septiembre y diciembre 2016

País	Esp 3T16	Obs 3T16	Esp 2016 (Sep.)	Esp 2016 (Dic.)
COL	1,50%	1,20%	2,19%	1,88%
BRA	-3,20%	-2,90%	-3,14%	-3,43%
CHL	1,45%	1,60%	1,60%	1,60%
MEX	2,00%	2,00%	2,16%	2,10%
PER	4,40%	4,40%	3,80%	4,20%

Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank

6.2 Mercado Monetario Colombiano

En el 4T16 las tasas de mercado monetario colombiano no colateralizado (IBR *overnight* y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR. En cuanto a la tasa de simultáneas, esta se ubicó por debajo de la tasa de referencia en todos los días del trimestre, con excepción del 3 de octubre⁵⁴.

Adicionalmente, es importante resaltar que, desde mediados de octubre, las tasas en el mercado de simultáneas comenzaron a caer ante las expectativas de desvalorizaciones en los TES producto de la incertidumbre en los comicios electorales en los Estados Unidos. La respuesta favorable en los mercados, una vez se conocieron los resultados de las elecciones presidenciales en dicho país, contribuyeron, en parte, a que la tendencia negativa en dichas tasas se revirtiera y que el promedio ponderado de las mismas se ubicará en niveles cercanos a la tasa de referencia al finalizar el año (Gráfico 24)⁵⁵.

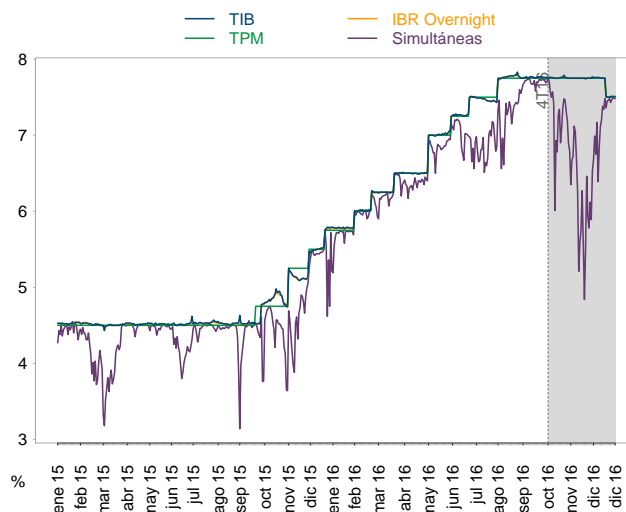
Finalmente, en diciembre, las tasas de interés del mercado monetario colombiano pueden explicarse princi-

⁵⁴Luego del recorte de la tasa de intervención de política monetaria el 16 de diciembre de 2016, se observó niveles de la tasa de simultáneas cercanos a los de la tasa de política monetaria.

⁵⁵Durante la segunda parte del mes de noviembre se observaron desviaciones negativas importantes en la tasa de operaciones de simultáneas con respecto a la tasa de referencia, llegando a ser la máxima, en términos absolutos, de 2,91%. Lo anterior obedeció, parcialmente, a la dificultad en conseguir ciertas referencias de títulos en posiciones cortas en el mercado de TES, lo cual se reflejó en tasas de simultáneas negativas.

palmente por el vencimiento de TES de corto plazo el 13 de diciembre de 2016 por \$2.774 miles de millones (mm) y los giros de la (Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional) DGCPTN⁵⁶.

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



Fuente: Banco de la República.

Con respecto al promedio diario de los saldos de Tesorería de la Nación, este pasó de \$24.208 mm en el 3T16 a \$17.723 mm en el 4T16. Al cierre del año, el saldo fue de \$14.369 mm (Gráfico 25).

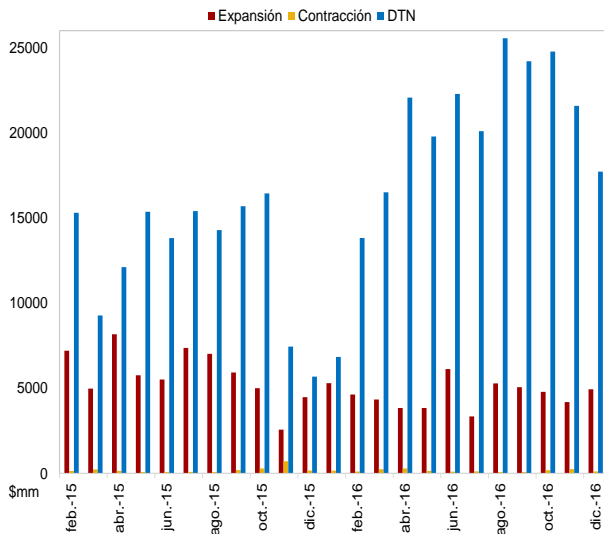
Por su parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante todo el trimestre. Esta posición llegó a ubicarse en un nivel mínimo de \$280 mm y un máximo de \$8.048 mm, siendo esta última cifra la registrada el 30 de septiembre de 2016. La posición cerró en \$5.730 mm el 29 de diciembre de 2016 (Gráfico 26).

Al comparar los promedios de las tasas activas y pasivas entre el 3T16 y el 4T16, se encuentra que el promedio de la tasa activa⁵⁷ se mantuvo estable mientras

⁵⁶Los depósitos de la DGCPTN en el BR cayeron \$6.508 mm al comparar el saldo de la última semana de diciembre frente al dato de la última semana del mes anterior.

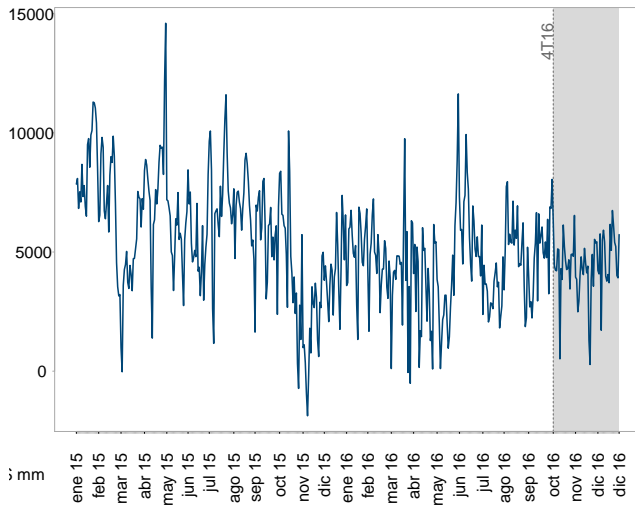
⁵⁷La tasa activa se define como el promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos de consumo, preferencial,

Gráfico 25: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2014 - 2016



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 26: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



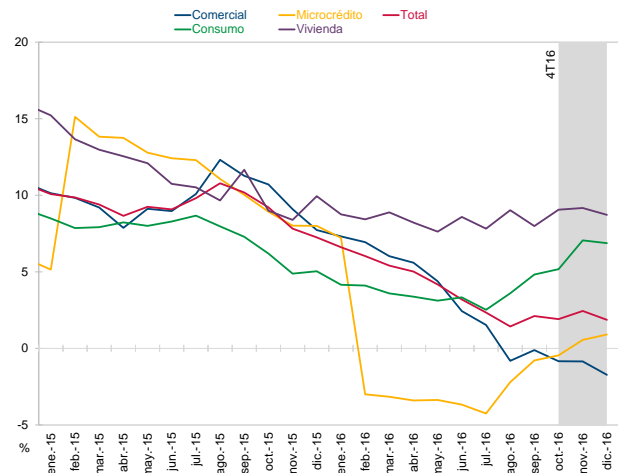
Fuente: Banco de la República.

que el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

ma financiero cayó en 73 p.b., haciendo que el margen de intermediación promedio pasará de 7,82 % a 8,73 % durante el lapso mencionado.

Con respecto al crédito, la cartera bruta (sin ajuste por titularización) creció, en términos reales, 1,87 % anual al cierre del 4T16. Dicha cifra es superior al crecimiento observado en el tercer trimestre (2,12 % real anual). Por modalidad, al cierre del año, los saldos de todas las carteras, a excepción de la comercial, presentaron variaciones reales anuales mayores frente a las registradas a finales de septiembre (Gráfico 27).⁵⁸

Gráfico 27: Crecimiento real anual de la cartera (total y por modalidad)



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.

De acuerdo con el último Reporte de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR⁵⁹, se encontró que durante el tercer trimestre de 2016, por tipo de intermediario, todos registraron una disminución en la deman-

⁵⁸Los crecimientos reales de las carteras por modalidad fueron de -1,73 % para la comercial (ant: -0,11 %), de 6,87 % para consumo (ant: 4,83 %), 0,91 % para microcrédito (ant: -0,78 %) y 8,72 % para la hipotecaria (ant: 7,99 %).

⁵⁹Producido con base en la Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia aplicada en septiembre de 2016.

da de créditos de consumo y comerciales. En lo que tiene que ver con la oferta de crédito se destaca que las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas la disminuyeron para la modalidad de consumo, mientras que los bancos la mantuvieron constante. Los tres tipos de entidades incrementaron su oferta de créditos de vivienda, y para la cartera de microcrédito, solo los bancos la aumentaron. Finalmente, los agentes consultados señalaron, como causa principal para aumentar las exigencias en otorgar nuevos préstamos, una perspectiva económica menos favorable o incierta y que ante un escenario de exceso de recursos para colocar créditos, la mayoría los destinarían a la modalidad de consumo.

6.3 Mercado de Deuda Pública

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

En el año 2016 las valorizaciones de la deuda pública de la región fueron relacionadas, en general, con las expectativas de mayores condiciones de liquidez a nivel mundial (principalmente durante el primer semestre del año). La excepción fueron los bonos de México y los títulos de corto plazo de Colombia, países que aumentaron sus tasas de referencia, de acuerdo a lo mencionado en la sección anterior. En Perú las tasas de todos los tramos disminuyeron ante la entrada de inversionistas extranjeros al mercado y por la mayor demanda de fondos de pensiones. Las mayores valorizaciones las registraron los bonos de Brasil, lo cual estuvo en línea con una menor inflación esperada, por los ajustes y las expectativas en torno a la tasa de referencia y por el optimismo de los mercados respecto al cambio de Gobierno. En el caso de Chile, los bonos se han valorizado acorde con menores presiones inflacionarias observadas a lo largo del año.

Con respecto a los bonos del tesoro de los EE.UU, hasta octubre de 2016 estos se valorizaron, comportamiento que se revirtió a finales del año. Durante el primer semestre se observaron reducciones en la tasa

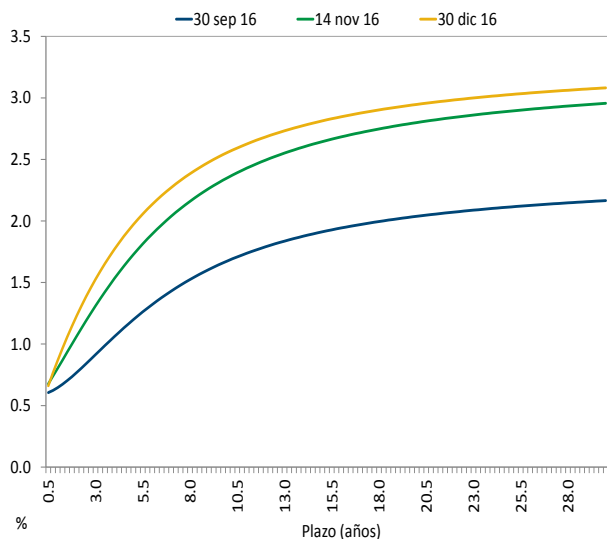
de rendimiento de los títulos ante una expectativa de mantener baja la tasa de interés de los fondos federales por un periodo más prolongado. No obstante, en el 4T16 dicha expectativa se revirtió ante resultados macroeconómicos favorables e incrementos en las expectativas de inflación de este país, lo cual llevó a que los *treasuries* se desvalorizaran. A esto se sumaron los anuncios del presidente electo Donald Trump sobre reformas fiscales expansivas y los aumentos en el precio del petróleo (*Gráfico 28*). Cabe señalar que los títulos de corto plazo presentaron las menores desvalorizaciones, lo cual pudo estar relacionado con la demanda en este segmento a principios del trimestre explicada por la migración de capitales desde fondos del mercado monetario corporativo hacia fondos del mercado monetario gubernamental⁶⁰, en respuesta a la entrada en vigencia de la reforma de mercados monetarios en este país.

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de diciembre de 2016 con las del cierre de septiembre, se observa un comportamiento heterogéneo (*Gráfico 29*). Las curvas de rendimientos de Chile y Colombia se empinaron, al tiempo que los títulos de deuda pública de Brasil se valorizaron mientras que los de Perú y México se desvalorizaron. En general, la deuda pública de la región estuvo influenciada por factores idiosincráticos de cada país, por los cambios en las expectativas respecto a la política monetaria en los EE.UU, por la incertidumbre política previa a las elecciones presidenciales en este país y, posteriormente, por las expectativas sobre las políticas que implementaría el presidente electo Donald Trump.

Los bonos más valorizados fueron los de Brasil, lo que se explica en sus tramos corto y medio por la reducción en la tasa de política monetaria, la reducción de la inflación y expectativas de un mejor desempeño de la

⁶⁰Entre el 1 de julio y el 5 de octubre de 2016 los *Money Market Prime Funds* enfocados en deuda corporativa disminuyeron 60,54% (desde USD 1,05 billones hasta USD 0,41 billones), al tiempo que los *Money Market Funds* gubernamentales crecieron 15% durante el mismo periodo (pasando de USD 0,55 billones a USD 0,64 billones).

Gráfico 28: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

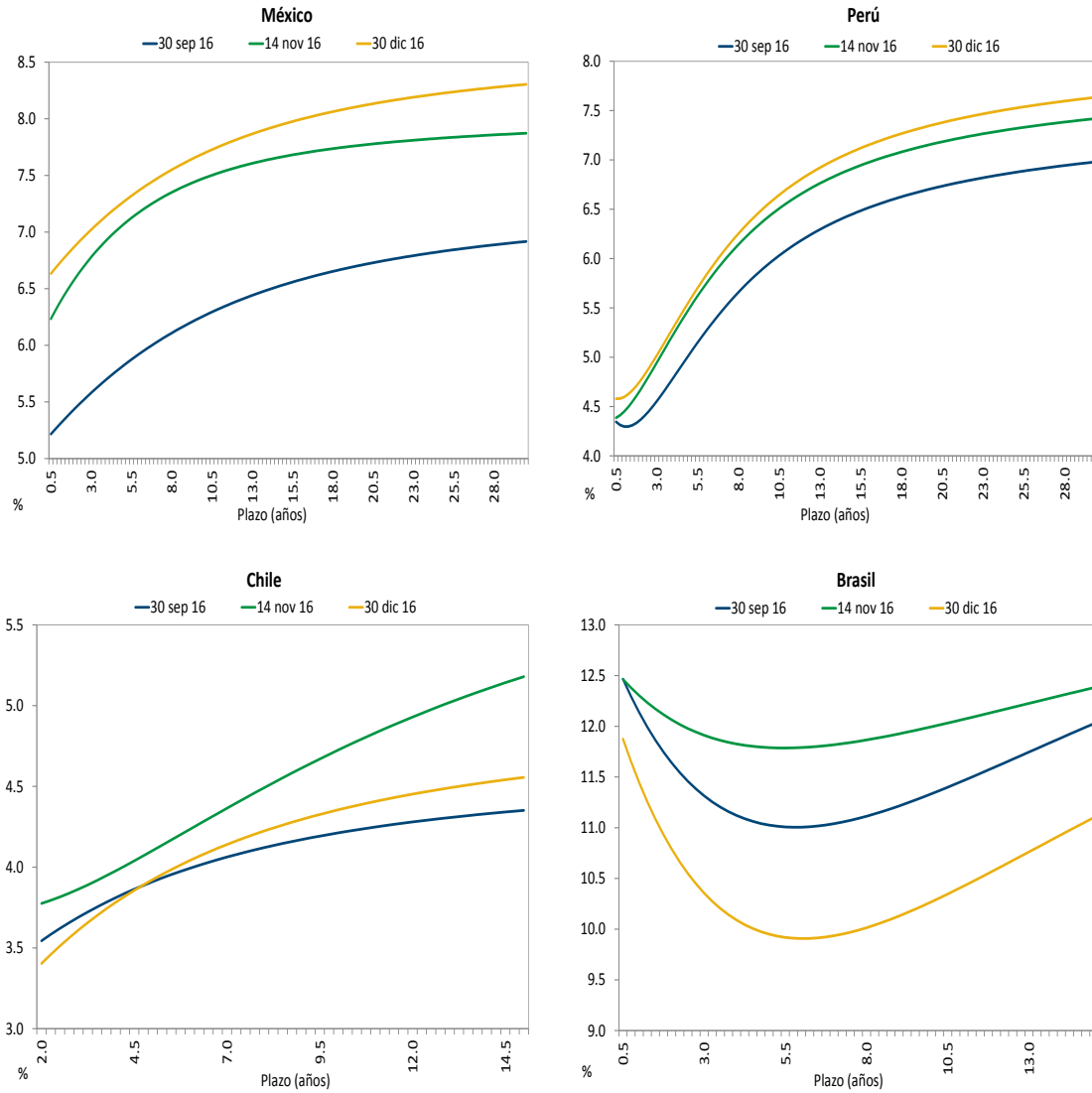
economía para el 2017. Las valorizaciones en el tramo largo de la curva de Brasil también reflejan el incremento en el precio del petróleo y las proyecciones del mercado sobre un mejor comportamiento fiscal a largo plazo, luego de que el gobierno del presidente Michel Temer presentara un proyecto de ley en octubre orientado a limitar el crecimiento del gasto público y la inflación.

Por el contrario, los bonos de México se desvalorizaron ante la mayor percepción de riesgo frente a este país, la cual estuvo asociada con las elecciones presidenciales en los EE.UU. y la revisión a la baja el 9 de diciembre del *outlook* de la nota soberana crediticia de este país por parte de la agencia calificadora *Fitch Ratings* de *estable* a *negativa*, pero manteniéndola en grado de inversión (*BBB+*). En el caso particular de Perú, las desvalorizaciones de la curva tuvieron lugar principalmente entre el 10 y el 15 de noviembre, posterior a los resultados electorales en EE.UU.

Por otra parte, el empinamiento de la curva de rendi-

mientos de Chile se explica por los resultados positivos de inflación a lo largo del trimestre que generaron expectativas de recorte en la tasa de política monetaria durante los primeros meses del 2017.

Gráfico 29: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Durante el 2016, las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos variaron en promedio de 6 p.b en el tramo corto, de -99 p.b. en el tramo medio y de -164 p.b. en el tramo largo⁶¹ (Gráficos 31, 32 y 33). Los movimientos de la parte media y larga de la curva se explican por el incremento en la tenencia de títulos por parte de extranjeros, quienes incrementaron su participación en el mercado local de bonos de 18,3% a finales de 2015 a 25% en 2016.

Entre el 30 de septiembre y el 29 de diciembre de 2016 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$227,2 billones a \$230,3 billones. El cupo para la emisión de TES de largo plazo del 2016 es de \$39 billones y en el 4T16 se emitieron \$3,4 billones⁶². Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2016 es de \$13 billones y al 29 de diciembre el saldo era \$10,3 billones⁶³. No hubo colocaciones de TES para regular la liquidez de la economía⁶⁴.

Durante el 4T16 se presentaron varios hechos relevantes para el mercado de deuda pública local. Primero, El 19 de octubre el Congreso aprobó el Presupuesto General de la Nación (PGN) 2017 por \$224,4 billones, donde la inversión alcanzará los \$35,9 billones, \$2,9 billones más que la propuesta inicial. El 2 de noviembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público anunció que realizaría una operación de canje de TES con el Tesoro Nacional con el propósito de mejorar su perfil de deuda, reducir el servicio de la deuda para 2017 y 2018 y disminuir el riesgo de refinanciamien-

⁶¹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

⁶²Valores nominales. \$2,6 billones de TES en pesos y \$0,8 billones de TES UVR.

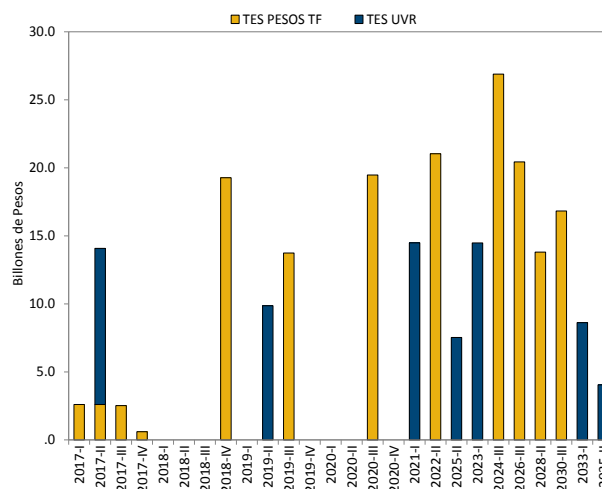
⁶³En el 4T16 se emitieron \$2,5 billones.

⁶⁴Los TES para regular la liquidez de la economía no pueden utilizarse para financiar apropiaciones del presupuesto general de la Nación y son administrados mediante depósito remunerado en el BR.

to. La operación se realizaría por un máximo de \$2 billones, en tramos mensuales de hasta \$1 billón, y la fecha máxima de realización de la misma está dada por los vencimientos de los TES que se recojan (mayo de 2017 y octubre de 2018); así mismo, se entregarían las referencias en pesos con vencimiento en mayo de 2022, agosto de 2026 y septiembre de 2030, y TES UVR con vencimiento en marzo de 2021, mayo de 2025 y abril de 2035.

En el 4T16 se presentaron vencimientos de TES en pesos en diciembre (por cerca de \$2,6 billones). Con datos al 29 de diciembre, en el 2017 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$8,9 billones correspondientes al 5,58% del saldo en circulación. En el período analizado hubo un pago de cupón por \$985 mm, \$511 mm y \$173 mm de los TES que vencen el 24 de octubre del año 2018, el 21 de noviembre del año 2018 y el 13 de diciembre de 2016, respectivamente. En el Gráfico 30 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 30: Proyección de Vencimientos TES



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

Durante el trimestre, los TES del tramo corto se valorizaron debido a la disminución observada de la inflación y a la expectativa de menor inflación para el cierre del año. De igual forma, con la reducción ob-

servada en la variación anual del IPC durante el 4T16, algunos analistas consideraron la posibilidad de recortes futuros en el corto plazo; hecho que se materializó en diciembre, cuando la tasa de política monetaria fue recortada en 25 p.b. lo que generó valorizaciones en la parte corta de la curva.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 4T16 con las del cierre del 3T16, se observan variaciones en promedio de -21 p.b. en el tramo corto, de -1 p.b. en el tramo medio y de 15 p.b. en el tramo largo⁶⁵ (Gráficos 31, 32 y 33). En cuanto a los bonos de largo plazo, se observaron desvalorizaciones durante el 4T16, principalmente en noviembre, ante la incertidumbre por los resultados electorales en Estados Unidos y la volatilidad de los mercados internacionales.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 4T16 con las de finales del 3T16, se observaron variaciones en promedio de -109 p.b. en el tramo corto, -52 p.b. en el tramo medio y -11 p.b. en el tramo largo⁶⁶. El comportamiento de los TES denominados en UVR estuvo influenciado por las decisiones de política monetaria y la incertidumbre respecto a las elecciones en EE.UU, en línea con el comportamiento de los TES en pesos. La parte corta de estos títulos también pudo estar influenciado por la demanda de actores particulares del TES UVR con vencimiento en 2017, dada la oferta limitada de títulos de corto plazo y las estrategias de portafolio basadas en la estacionalidad de la inflación.

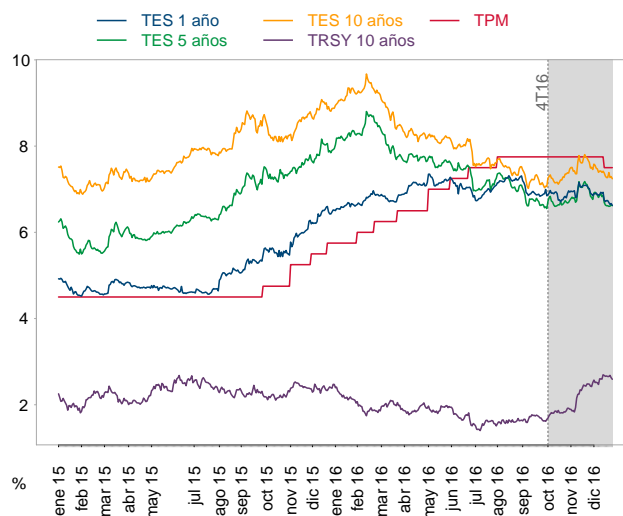
En el 4T16 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES en pesos por \$4,3 billones⁶⁷. Para todo el 2016 estos inversionistas realizaron compras netas de TES en pesos por \$19,9 billones, por encima de las compras netas registradas en

⁶⁵Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

⁶⁶Idem.

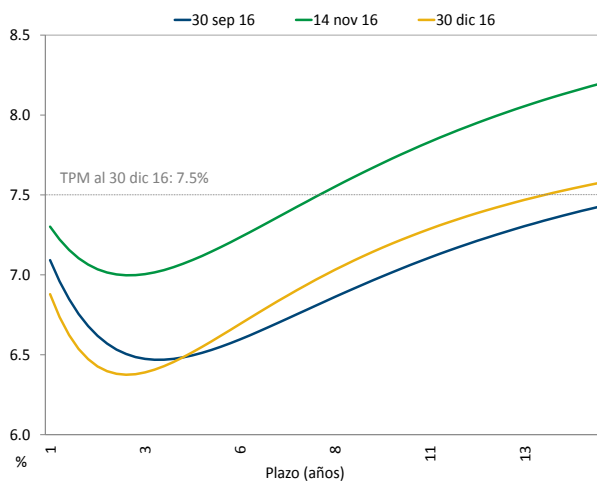
⁶⁷Compras netas en el mercado *spot* por \$4,7 billones y ventas netas en el mercado de *forwards* por \$354 miles de millones.

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



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

Gráfico 32: Curvas Spot Colombia



Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
-21 p.b.	-1 p.b.	15 p.b.

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 30 de septiembre y 30 de diciembre de 2016. Cálculos: Banco de la República.

los años 2014 y 2015 (\$17,7 billones y \$5,9 billones, respectivamente).

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



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

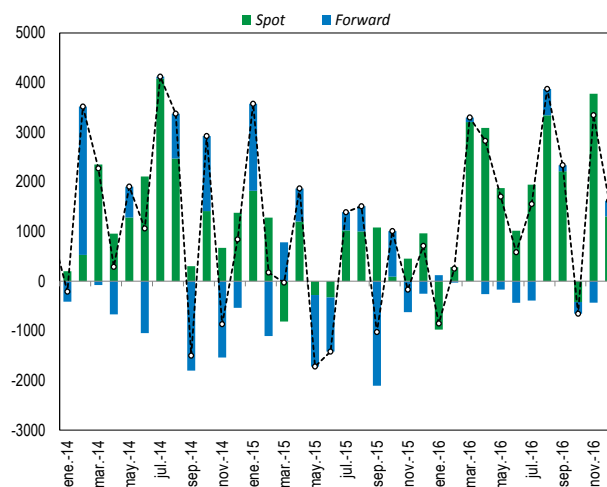
En relación con los saldos tanto en el mercado *spot* como en el *forward*, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 32,79% el 30 de septiembre a 35,19% el 29 de diciembre. Por su parte, la participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,73% en septiembre a 1,84% en diciembre del 2016 (Gráficos 34 y 35).

Durante el 4T16 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 3T16. El promedio diario de negociación fue \$3,0 billones⁶⁸, inferior al observado en el trimestre anterior (\$3,7 billones) pero superior al mismo período del año 2015 (\$2,5 billones) (Gráficos 36 y 37). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación quedó inalterada en 30% entre el 3T16 y el 4T16, seguidos de los que vencen en noviembre del 2018, cuya participación pasó de 11% a 13%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 36).

Por su parte, el número de contratos negociados de fu-

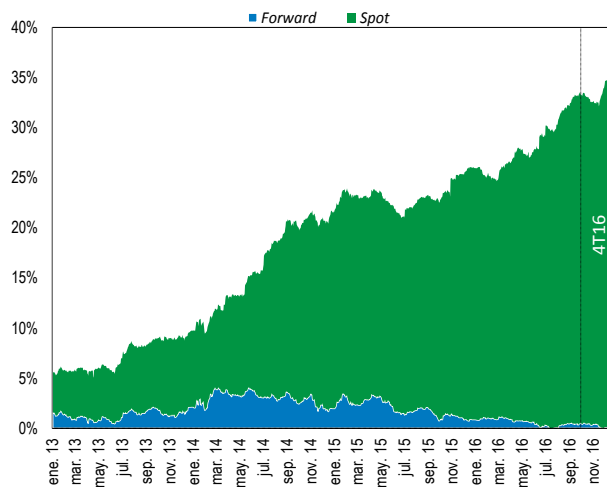
⁶⁸Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

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



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

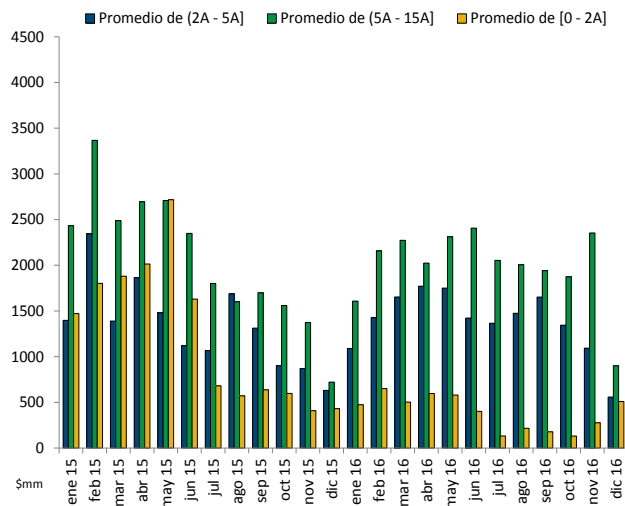
Gráfico 35: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

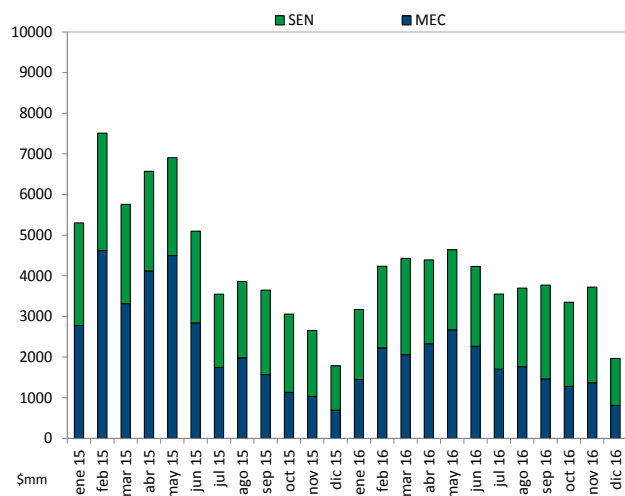
turos de TES aumentó al pasar de 43.576 contratos en el 3T16 a 45.801 contratos en el 4T16 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$11.450 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascen-

Gráfico 36: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Gráfico 37: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



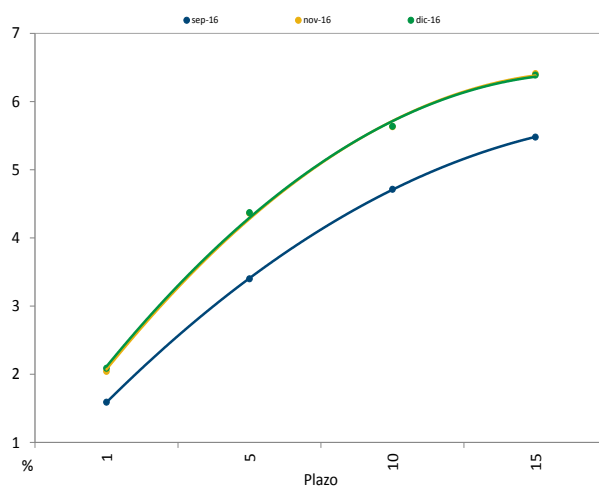
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

dieron a 6791 contratos el 29 de diciembre de 2016.

6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

En lo corrido del año la deuda externa denominada en dólares y en moneda local de los países de la región presentó valorizaciones, principalmente durante el primer semestre del año, lo cual coincidió con la reducción en la percepción de riesgo internacional y las expectativas de continuidad de las amplias condiciones de liquidez internacional. La excepción fueron los títulos de deuda externa denominada en dólares de México, los cuales se desvalorizaron particularmente en el 4T16. En el último trimestre del año los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región registraron desvalorizaciones, principalmente en noviembre luego de que Donald Trump resultara electo como presidente de los EE.UU. (Gráficos 38, 39 y 40).

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

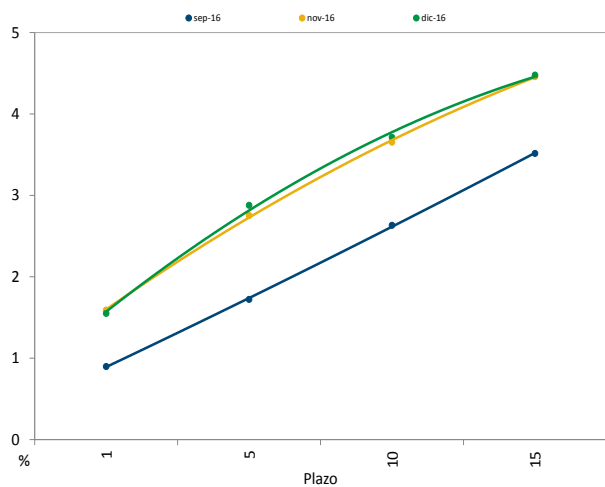


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las primas de riesgo de los países de la región presentaron un comportamiento mixto. En promedio, los EMBI para una muestra de países presentaron un aumento de 2,0 p.b. (0,7%)⁶⁹, mientras que el

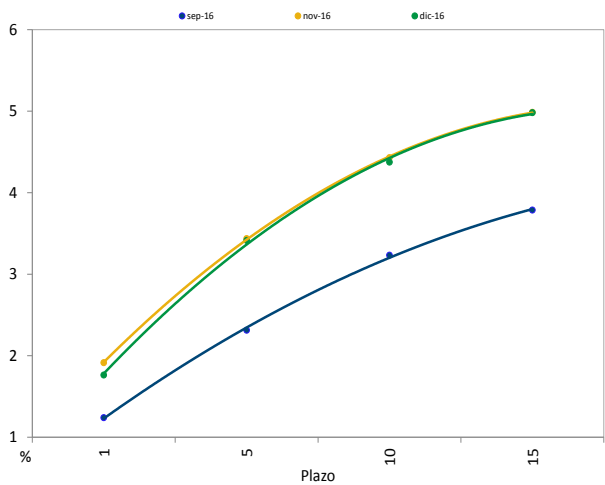
⁶⁹Variaciones EMBI+ países: Colombia: 3 p.b. (1,3%), Brasil: 8

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



Fuente: Bloomberg.

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

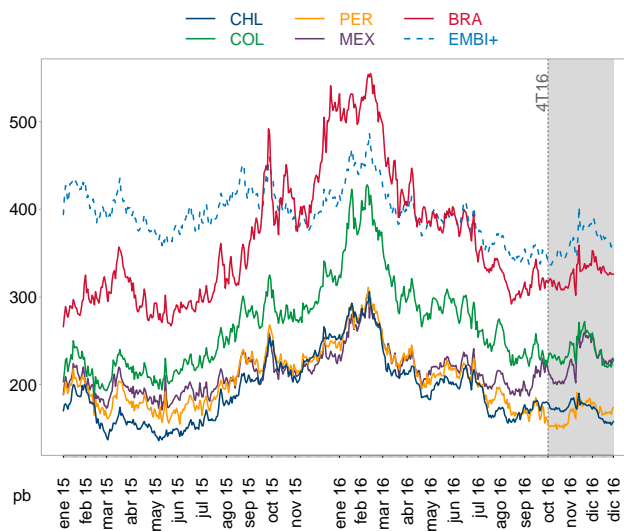


Fuente: Bloomberg.

EMBI+ aumentó 17,7 p.b. (5,1%) (Gráfico 41) y los p.b. (2,5%), México: 7 p.b. (3,2%), Perú 14 p.b. (8,8%) y el EMBI Global Chile: -22 p.b. (-12,2%).

CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 1,3 p.b. (1,1%)⁷⁰ (Gráfico 2).

Gráfico 41: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

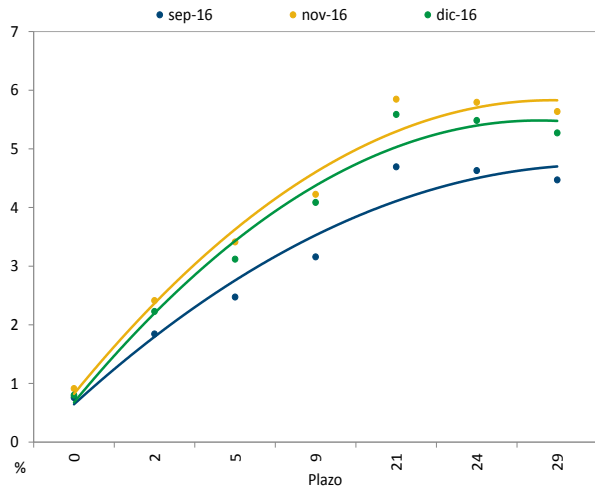
6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el 4T16 la deuda externa de Colombia denominada en moneda extranjera presentó desvalorizaciones (Gráficos 42 y 43), lo cual estuvo en línea con el comportamiento de la deuda de los demás países de la región.

En el Gráfico 44 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y en el Gráfico 45 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos pero colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre los spreads de estos últimos disminuyeron para todos

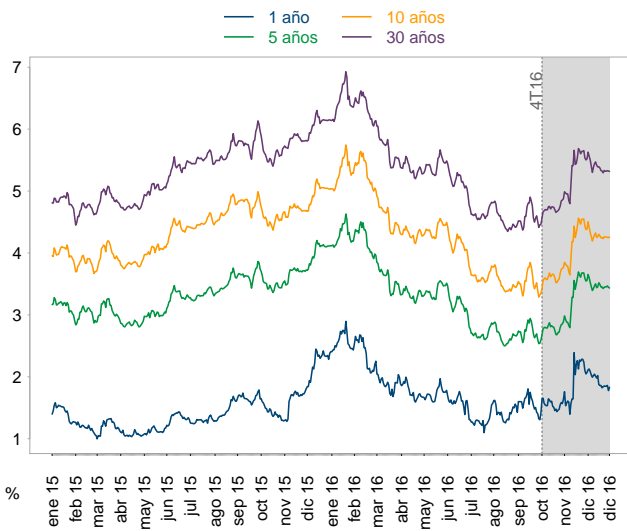
⁷⁰Variaciones: Colombia: -5,7 p.b. (-3,4%), Brasil: 7,9 p.b. (2,9%), México: -10,9 p.b. (-6,5%), Chile: -3,2 p.b. (-3,7%) y Perú: 5,3 p.b. (5,2%).

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



Fuente: Bloomberg.

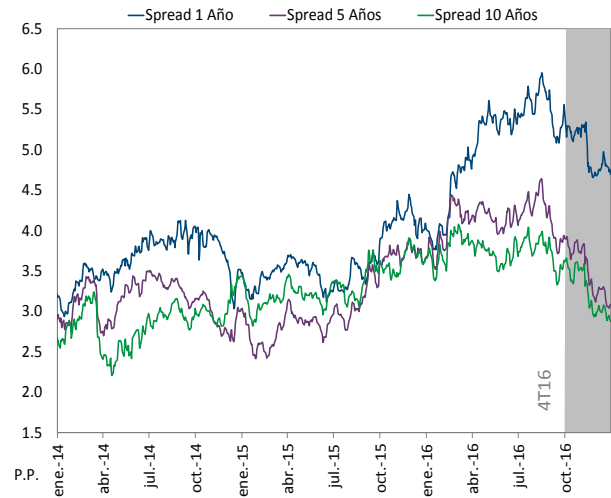
Gráfico 43: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

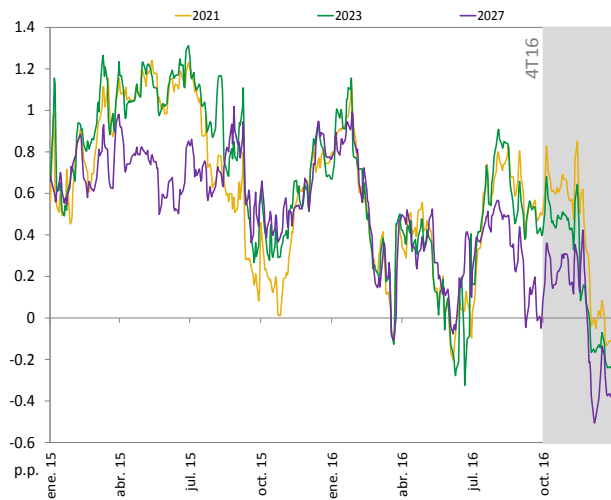
los plazos, principalmente debido a desvalorizaciones de los bonos externos.

Gráfico 44: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 45: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

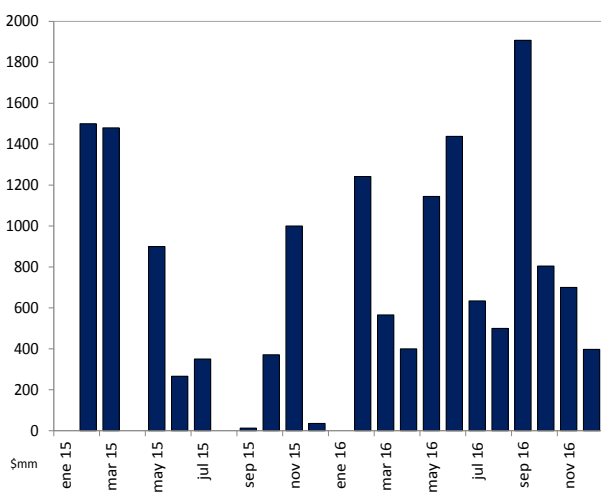
7 Mercado de Deuda Privada

En 2016 las colocaciones de deuda privada a nivel local presentaron un mejor dinamismo respecto a lo ob-

servado en 2015, con niveles similares a los de 2013 y 2014. Se destaca, por un lado, el aumento en las colocaciones atadas a tasa fija las cuales representaron el 31 % del total de las colocaciones en el año (2015: 25 %, 2014: 13 %). Por otro que las colocaciones a IBR y a DTF continuaron con el bajo dinamismo que se venía presentando desde 2015, mientras que las colocaciones a IPC (65 %) se mantuvieron en niveles similares a los observados en años anteriores (2015:68 %, 2014:64 %). Por su parte, en lo corrido del año, se presentó un incremento en colocaciones de bonos de deuda privada en plazos de 5 a 10 años, una disminución en las colocaciones en el tramo menor a 5 años, mientras que las colocaciones en plazos mayores a 10 años se mantuvieron en niveles similares a los registrados en años anteriores.

Con respecto al 4T16, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada presentaron una disminución frente a lo observado el trimestre anterior, de tal forma que pasaron de \$3,04 billones en el 3T16 a \$1,90 billones en el 4T16 (Gráfico 46). El sector no financiero realizó el 16 % mientras que el sector financiero llevó a cabo el 84 % de las colocaciones.

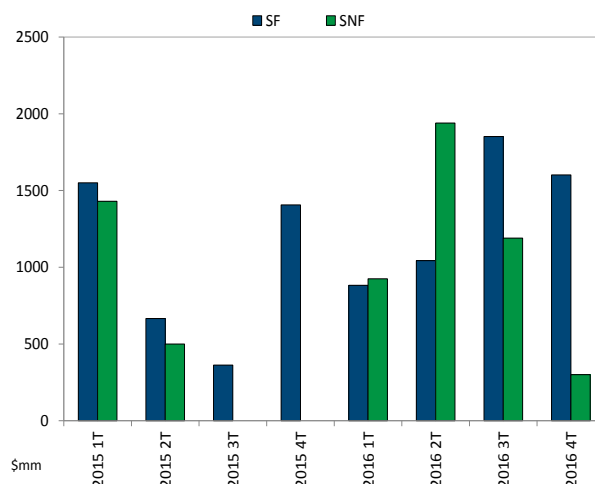
Gráfico 46: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

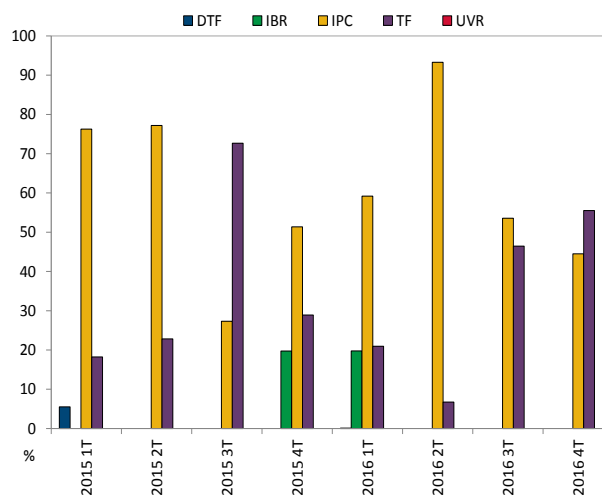
Durante el trimestre, siete entidades realizaron coloca-

Gráfico 47: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 48: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

ciones (Cuadro 9). Las emisiones se indexaron al IPC (44 %) y a tasa fija (56 %) (Gráfico 48). El 0,3 % de las colocaciones se realizaron en plazos de 2 años o inferiores, el 26,2 % de las colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 39,0 % a plazos entre 5

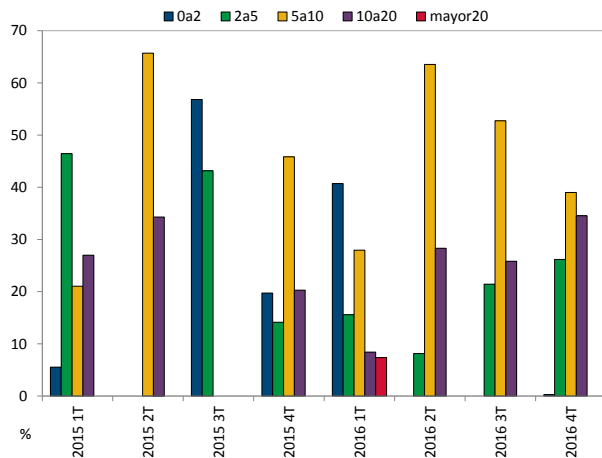
Cuadro 9: Emisiones Deuda Privada 4T16

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Corpbanca Colombia S.A.	400.00	5 a 15	IPC, TF
Banco de Occidente S.A.	400.00	3 a 12	IPC, TF
Banco Finandina S.A.	104.31	2 a 3	TF
Banco Popular S.A.	300.00	7 a 10	IPC, TF
Credifamilia C.F. S.A.	48.81	15	TF
Grupo Aval S.A.	300.00	10 a 20	IPC
Titularizadora Colombiana S.A.	348.69	9 a 10	TF

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

y 10 años y el 34,5% restante a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 49).

Gráfico 49: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



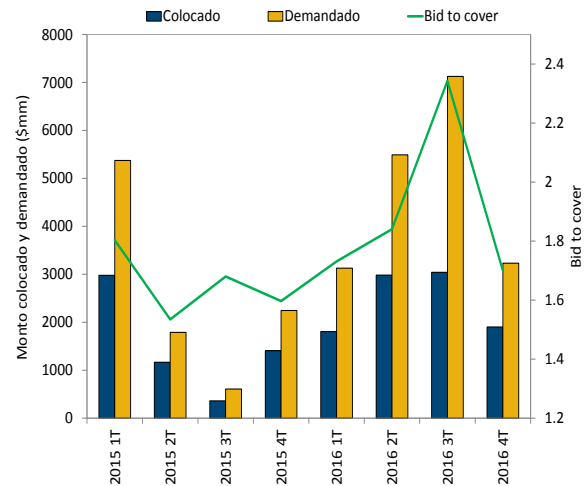
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 1,70 (ant: 2,34). La demanda por colocaciones fue de \$3,23 billones (Gráfico 50).

8 Mercado Accionario

Frente al cierre de 2015, los principales índices accionarios a nivel global se valorizaron. Durante el pri-

Gráfico 50: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

mer semestre, las bolsas de Europa, EE.UU. y Latam⁷¹ presentaron un buen desempeño, que fue superior al observado en las bolsas asiáticas. Desde mediados del año, se destaca que los índices accionarios de Latam mostraron una tendencia al alza, impulsados principalmente por una disminución en la percepción de riesgo en los mercados globales. Finalmente, tras el resultado de las elecciones presidenciales en EE.UU, se evidenció un comportamiento mixto con valorizaciones en dicho país, Europa y Asia, pero desvalorizaciones en las bolsas de Latam y emergentes⁷².

En el 4T16, las bolsas de EE.UU, Europa y Asia presentaron valorizaciones, Latam cerró en un nivel similar al observado en el final del 3T16, mientras

⁷¹En este informe el índice accionario de Latam corresponde al *MSCI Emerging Markets Latin America* el cual captura empresas pequeñas y medianas que cotizan en las bolsas de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

⁷²En el presente documento el índice accionario del grupo de emergentes se refiere específicamente al *MSCI Emerging Markets Index* el cual se compone de acciones de firmas grandes y medianas en 23 países emergentes: Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Catar, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos.

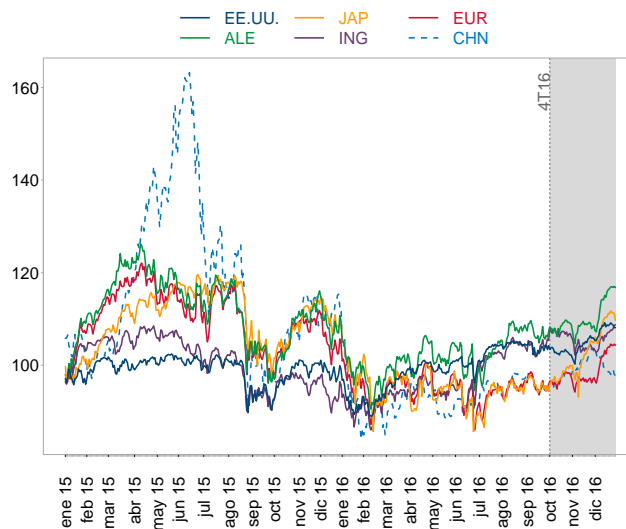
que para el grupo de los emergentes sus mercados accionarios se desvalorizaron. Luego de las elecciones presidenciales en los EE.UU, los índices de Latam y emergentes presentaron caídas pronunciadas que volvieron a observarse durante las primeras dos semanas de diciembre. Las caídas se presentaron principalmente en los mercados brasilero y mexicano, asociado en el primer caso, a la inestabilidad política y debilidad en datos económicos, mientras que en el segundo, a la incertidumbre con respecto al futuro de la economía bajo el nuevo gobierno en EE.UU. Por su parte, el mercado de Estados Unidos tuvo un buen desempeño debido a las expectativas de un mayor gasto fiscal, recorte de impuestos, reducciones en la regulación (sobre todo en el sector bancario), repatriación del ahorro en el exterior y mayor inflación. Al finalizar el año, el buen comportamiento de los *commodities*, específicamente carbón y petróleo, contribuyeron al repunte del mercado de acciones en Latam y emergentes.

En el caso de EE.UU. todos sus índices accionarios se valorizaron en el 4T16: el S&P500 en 3,7%, el Dow Jones en 8,3% y el Nasdaq en 2,3%; en Europa, asimismo, el Eurostoxx se valorizó en 9,0%, en Japón el Nikkei creció en 16,4% y en China el Shanghai Stock Exchange Composite Index se valorizó en 3,0% (Gráfico 51). Por su parte en Latam se presentaron valorizaciones en todos los países a excepción de México, el cual presentó una caída de -2,8%. En efecto, para los demás países, los índices de Brasil, Chile, Perú y Colombia crecieron en 3,2%, 2,8%, 2,0% y 1,0%, en su orden (Gráfico 52).

La volatilidad de los mercados financieros de la región aumentó frente a lo observado el trimestre anterior. En promedio, los coeficientes de variación de los índices bursátiles en el 4T16 se incrementaron en todos los países, con excepción de Perú. En promedio, el mayor coeficiente de variación lo presentó la Bolsa de Brasil, seguido en su orden por las bolsas de México, Colombia, Chile y Perú.⁷³ En materia de volatilidad

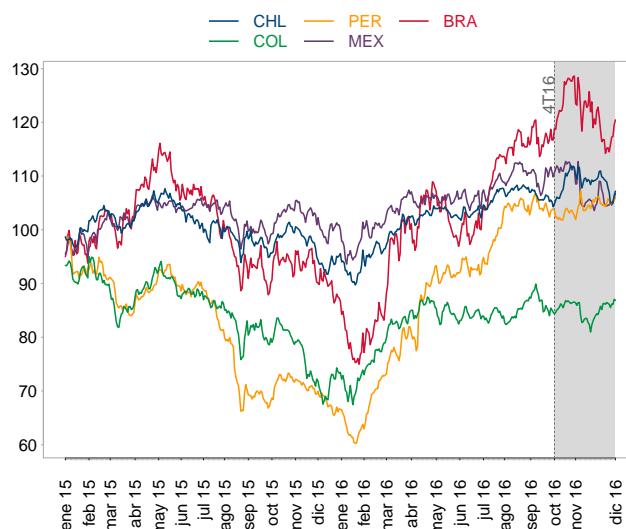
⁷³ IBOV de Brasil: 2,6 (trimestre anterior: 2,3), MEXBOL de México: 1,8 (trimestre anterior: 1,3), Colcap de Colombia: 1,6 (trimestre anterior: 1,4), IPSA de Chile: 1,3 (trimestre anterior: 0,9) e

Gráfico 51: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

Gráfico 52: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

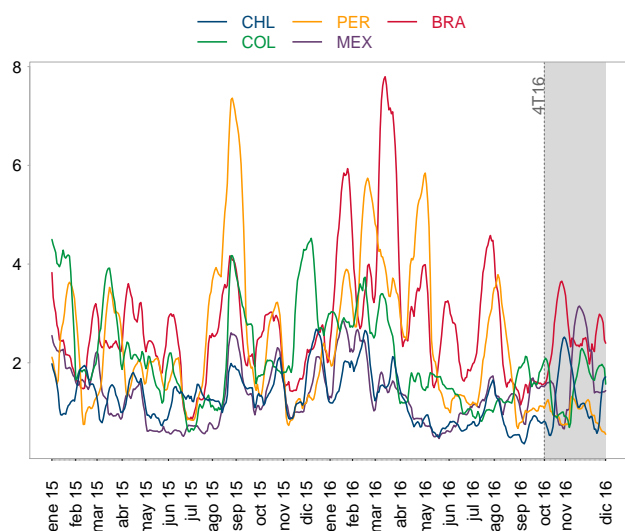
condicional⁷⁴, durante el trimestre, la volatilidad promedio de los países de la región aumentó 0,11% fren-

IGBVL de Perú: 1,0 (trimestre anterior: 1,8).

⁷⁴ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

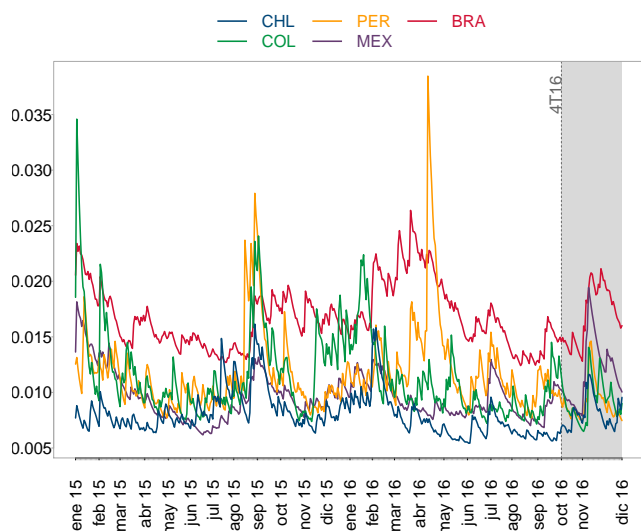
te al trimestre anterior. La mayor volatilidad promedio en el trimestre la presentó la Bolsa de Brasil, seguida en su orden por las de México, Perú, Colombia y Chile (Gráfico 54).

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



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

Gráfico 54: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región, medidos a través de la capitalización bursátil ajustada por flotante disponible como porcentaje del PIB, se observa que con datos estimados del PIB⁷⁵ y de capitalización bursátil ajustada a noviembre de 2016⁷⁶, la Bolsa de Chile presentó la más alta de la región (44%), seguida por la de las bolsas de Brasil (23%), México (18%), Perú (15%) y Colombia (14%)⁷⁷ (Gráfico 55).

Por otra parte, según el indicador de velocidad de rotación calculado a noviembre de 2016⁷⁸, en la región, la bolsa de Brasil presentó el mayor valor, con un porcentaje de 83%, seguida por las bolsas de México con 44%, Chile con 15%, Colombia con 14% y Perú con 4% (Gráfico 56).

En Colombia, el promedio diario negociado durante el 4T16 en el mercado accionario fue de \$120 mm, inferior al promedio observado en los trimestres anteriores del año (en el 3T16 fue de \$129,3 mm, en el 2T16 fue de \$129,5 mm y en el 1T16 fue de \$131,9 mm)⁷⁹. En el trimestre no hubo colocaciones de acciones.

Los principales demandantes netos en el mercado secundario de acciones durante el trimestre fueron los agentes del exterior y los fondos de pensiones y cesantías que compraron en neto \$641 miles de millones y \$317 miles de millones, respectivamente. Por su parte, el mayor oferente neto fue el sector real que vendió en neto \$1056 miles de millones. (Gráfico 58).

En cuanto a la negociación de futuros de Colcap, durante el trimestre se negociaron 140 contratos frente a

⁷⁵Fuente: World Economic Outlook de octubre de 2016 publicado FMI.

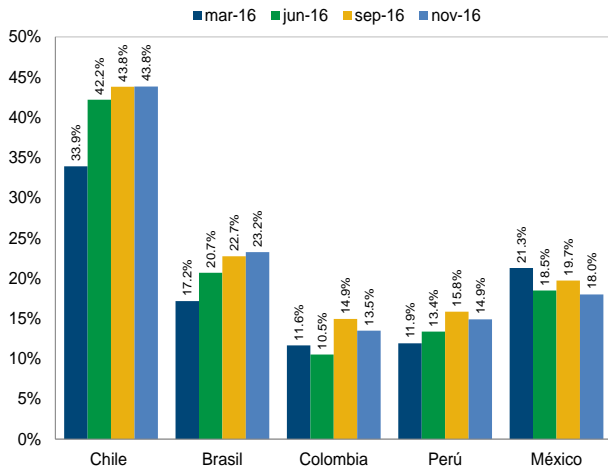
⁷⁶Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges. Cálculos: Banco de la República.

⁷⁷A noviembre de 2016 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB fue de 34%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 6,3%.

⁷⁸Este 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.

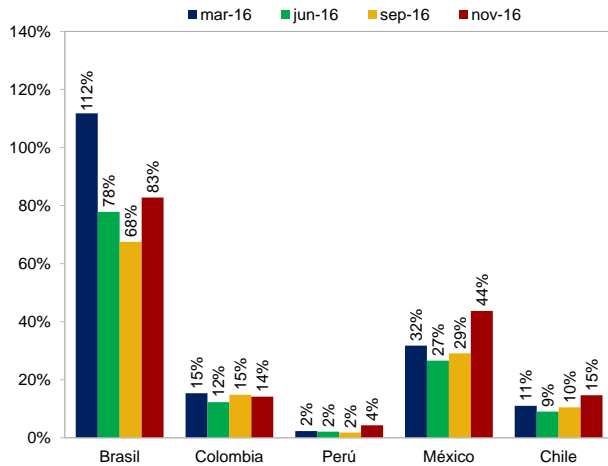
⁷⁹Estos montos corresponden al promedio diario negociados de las acciones que hacen parte del Colcap.

Gráfico 55: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB



Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.
Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 56: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable

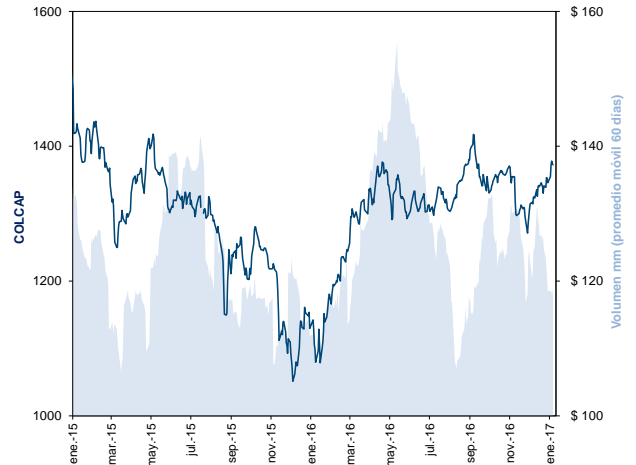


Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

171 contratos negociados en el 3T16⁸⁰.

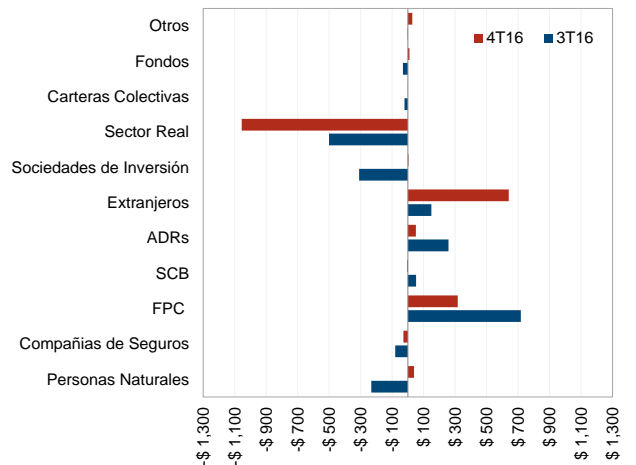
⁸⁰El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.

Gráfico 57: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente

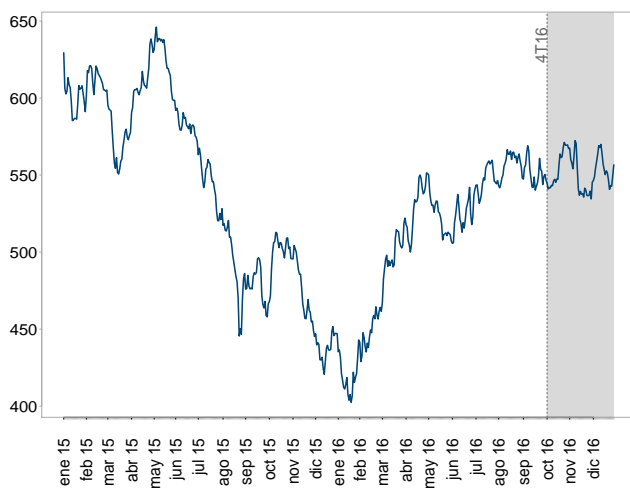


Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

Finalmente, en cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 4T16 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones por 314 millones (compras por \$4.825 millones y ventas por \$4.508 millones), mientras que habían vendido en neto en el 3T16 \$1.219 millones y comprado en neto

\$12.303 millones en el 2T16. Para el caso colombiano, de las operaciones de compra de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el 82% correspondieron a activos colombianos; mientras que para las ventas esta cifra se ubicó en 99,87%.⁸¹ El índice *S&P Mila 40*⁸² presentó una valorización de 1,80% en el 4T16, superior a la cifra del trimestre anterior (1,1%) (*Gráfico 59*).

Gráfico 59: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

⁸¹En el 2016, los inversionistas colombianos vendieron en neto \$35 millones (compras de \$24,998 millones y ventas de \$25,033 millones). En el año, el 80,2% de las operaciones de venta se realizaron utilizando activos colombianos, mientras que dicha cifra se ubicó en 88% para las operaciones de compra en la BVC.

⁸²El cual se compone por las 40 acciones más líquidas negociadas en el Mercado Integrado Latinoamericano.

Recuadro 1: Gestión de portafolio de inversiones y actividad en el mercado de capitales colombiano de las compañías de seguros.

Introducción

Las compañías de seguros (CS) asumen riesgos de terceros al expedir pólizas de seguros y deben constituir reservas para respaldar las obligaciones contingentes con sus asegurados. Estas reservas se deben invertir en aquellos activos admisibles señalados en el régimen de inversiones dispuesto por el Gobierno Nacional. Así, el negocio asegurador comprende tanto la suscripción de riesgos (operación técnica) como la administración de las reservas (operación financiera). Las siguientes secciones presentan la caracterización del sector asegurador en Colombia, las generalidades del régimen de reservas técnicas y del régimen de inversión de las CS y su actividad en algunos mercados locales.

Caracterización del sector asegurador en Colombia

Las CS se clasifican en compañías de seguros generales (CSG) y de seguros de vida (CSV). Las primeras aseguran riesgos de corto plazo y las primas cobradas a los asegurados por ramo deben garantizar la cobertura del total de siniestros presentados dentro del mismo, en el periodo de vigencia de la póliza. Por lo anterior, el cálculo de la siniestralidad por línea de negocio es fundamental para establecer la tarifa de la prima, de forma que le permita a la CSG cubrir cada grupo de riesgo⁸³. Por su parte, las CSV aseguran riesgos individuales de largo plazo⁸⁴. En este caso, las primas cobradas al asegurado antes de presentarse el evento a cubrir junto con la rentabilidad percibida por la inversión de las reservas, deben ser suficientes para realizar los pagos de la indemnización, cubrir costos y gastos y ofrecer rentabilidad a las entidades. Por lo tanto, la CSV debe estimar adecuadamente el momento en el cual se presentará el evento a cubrir y no un porcentaje de siniestralidad como en el caso de las CSG.

De acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) -a noviembre de 2016-, la industria aseguradora participa con el 4,2 % del total de activos del sistema financiero (*Cuadro 10*).

En la composición del activo total de las CS, se destaca la alta participación de las inversiones (alrededor de 70 %), que sólo es superada en términos relativos por la participación de las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones que pesan cerca del 95 % de sus activos totales. Las cuentas por cobrar ocupan el segundo lugar de importancia dentro de las cuentas de los activos de las CS.

Con corte a 30 de noviembre de 2016, los activos de las CS aumentaron 12,2 % a \$57.870 mm con relación al cierre de 2015. Dentro de estos, las inversiones sumaban \$40.687 mm, lo que corresponde al 70,3 %. En el pasivo, se destacan las reservas técnicas con un valor de \$40.780 mm. Dado que el portafolio de inversiones de las CS fue inferior en \$93 mm a las reservas técnicas, el indicador de respaldo de las reservas fue del 99,8 %, inferior al 100 %

⁸³Ejemplos de seguros que ofrecen estas entidades corresponden a seguros de automóviles, accidentes personales, vida grupo, seguros médicos, hogar e incendio, entre otros.

⁸⁴Ejemplos de seguros que ofrecen estas entidades son los seguros de vida individuales, rentas vitalicias, seguro de pensiones, enfermedades de alto costo y seguros educativos, entre otros.

Cuadro 10: Saldo y participación del activo de los principales grupos de entidades que conforman el sistema financiero colombiano a noviembre de 2016

Tipo de entidad	Posición Total	
	Posición Propia + Administrada Activo (billones)	Participación
Establecimientos de crédito	579.6	41.4 %
Administradoras de fondos de pensiones y cesantías	217.6	15.6 %
Sociedades fiduciarias	418.8	29.9 %
Industria aseguradora *	59.2	4.2 %
Intermediarios de valores	22.3	1.6 %
Otros	101.7	7.3 %
Total sistema financiero	1399.1	100.0 %

*Incluye: Compañías de seguros generales y de vida, sociedades de capitalización y cooperativas de seguros. Las CS generales y las de vida representan el 95.9% del total de activos de esta industria.

Fuente: Bloomberg.

exigido por la ley. Considerando que las CS pueden ceder parte del riesgo a entidades reaseguradoras, el indicador de respaldo de las reservas puede ser inferior al 100%. Al ceder el riesgo a reaseguradoras, las CS registran en el pasivo el 100% de las reservas⁸⁵ y en el activo el porcentaje de riesgo que asume la CS en inversiones y la cuenta por cobrar a los reaseguradores por el riesgo cedido.

Al discriminar entre CSG y CSV, las inversiones tienen una participación diferente en el balance. El portafolio de inversiones de las CSG pesa un 48,6% de los activos totales, mientras que para las CSV es el 82,7%. Además, el indicador de respaldo de las reservas de las CSV es de 108,9% y el de las CSG es del 79,9%, lo que indica que las CSG realizan, en términos porcentuales, más actividades de reaseguro. Lo anterior considerando que estas entidades, cubren riesgos de gran magnitud como eventos catastróficos⁸⁶ que de materializarse deteriorarían fuertemente sus resultados. Las cuentas por cobrar representan cerca de la tercera parte del activo (39%) en las CSG, mientras que en las CSV su participación equivale al 8,1%.

Régimen de reservas técnicas y régimen de inversión de las aseguradoras

El régimen de reservas técnicas⁸⁷ establece la forma en que se estiman las obligaciones que las CS contraen con sus asegurados. Con base en esto, las CS deben asignar las partidas necesarias para garantizar el pago futuro de dichas obligaciones. En Colombia, el régimen establece la constitución de las siguientes reservas técnicas: i) Reserva de riesgo en curso, ii) Reserva matemática, iii) Reserva de insuficiencia de activos, iv) Reservas de siniestros pendientes, v) Reserva de desviación de siniestralidad y vi) Reserva de riesgos catastróficos.

Con cifras de la SFC a noviembre de 2016, la reserva más representativa para las CSG es la de riesgos en curso

⁸⁵Obligaciones adquiridas con los asegurados.

⁸⁶Ejemplo: seguros de terremoto.

⁸⁷Contemplado en el Decreto Único del Sector Financiero 2555 del 2010.

(36%) mientras que para las CSV corresponde a la reserva matemática (71%). Por su parte, la reserva de siniestros avisados es la segunda más importante tanto para las CSG (37%) como para las CSV (13%), lo que es consistente con el tipo de riesgo que cubre cada tipo de CS y las reservas que por ley deben constituir.

En agosto de 2010, el gobierno expidió el Decreto 2953, que estableció los activos admisibles de inversión, los límites individuales por emisión y emisor, límites globales y calificaciones mínimas. Este decreto establece un régimen diferenciado para las CSG y las CSV y algunos cambios estuvieron relacionados con la ampliación de límites de inversión de las reservas⁸⁸, mientras otros introdujeron límites nuevos⁸⁹(Castro, 2011).

De acuerdo con la SFC, los principales lineamientos del régimen de inversiones de las CS se resumen en:

- Las reservas técnicas deben estar respaldadas por títulos emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República, emitidos por Fogafín, títulos de renta fija o variable de alta seguridad⁹⁰, liquidez y rentabilidad, por derechos en fondos que inviertan en títulos de renta fija o variable de alta seguridad, liquidez y rentabilidad y por los saldos disponibles en caja y en depósitos a la vista en entidades financieras. Así mismo, pueden estar invertidas en instrumentos de renta fija emitidos o garantizados por entidades del exterior de países con grado de inversión, así como en derechos o participaciones en fondos de inversión internacionales reconocidos por la SFC.
- El patrimonio y demás fondos de las CS y sociedades de capitalización que no correspondan a las reservas técnicas son de libre inversión.
- El 100% de las reservas técnicas del ramo de terremoto deben estar invertidas en instrumentos emitidos o garantizados por entidades del exterior.
- La inversión de las reservas técnicas de las pólizas de seguros contratadas en moneda extranjera y aquellas que aun siendo pactadas en moneda nacional ofrezcan sumas aseguradas referidas al comportamiento de la Tasa Representativa del Mercado (TRM), deberán constituirse en títulos expresados en moneda extranjera o emitidos por entidades del exterior.

En la *Gráfico 60* se muestra la evolución de las inversiones de las CS desde 2009 hasta octubre del 2016. En este periodo las CSV y CSG tuvieron un crecimiento anualizado de 9%; además se resalta que las inversiones de las CSG corresponden a un 36% de las inversiones totales de las de CSV. Por otro lado, con datos hasta diciembre de 2015, se encuentra que el mayor porcentaje de las inversiones de las CSV (50%) están clasificadas al vencimiento (*Gráfico 61* y *Gráfico 62*), mientras que el de las CSG (56%) se encuentra en inversiones negociables (*Gráfico 63* y *Gráfico 64*)⁹¹. Dentro de las inversiones de las CSV y de las CSG se destacan los títulos de deuda pública y los emitidos por «otros emisores nacionales».

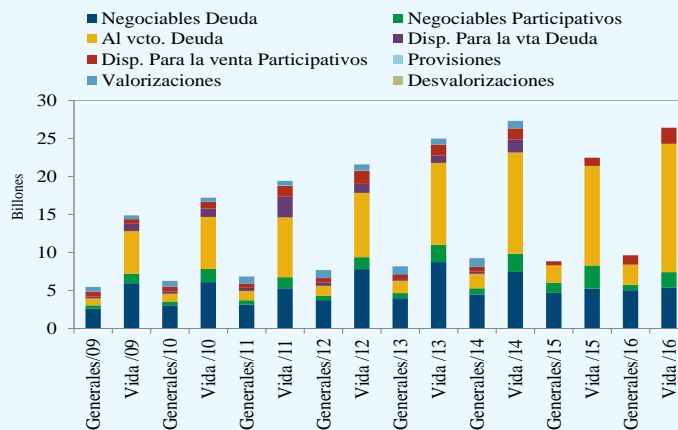
⁸⁸Como en el caso del ramo de terremoto lo que facilitó el manejo de inversiones en el extranjero, y el límite de 70% para los títulos emitidos por no vigiladas que antes correspondía al 30%.

⁸⁹Como aquellos que establecen que las inversiones hechas en títulos de deuda emitidos por entidades vigiladas no podrán superar el 50% de las reservas. También definió un nuevo límite para que una CS no pueda adquirir más del 30% del total de una misma emisión. En el caso de las CSV permitió la inversión en bienes raíces productivos localizados en Colombia, en línea con la evolución de la industria aseguradora a nivel internacional.

⁹⁰Descritos en el Artículo 2.1.1.3.2 del decreto Único del Sector Financiero 2555.

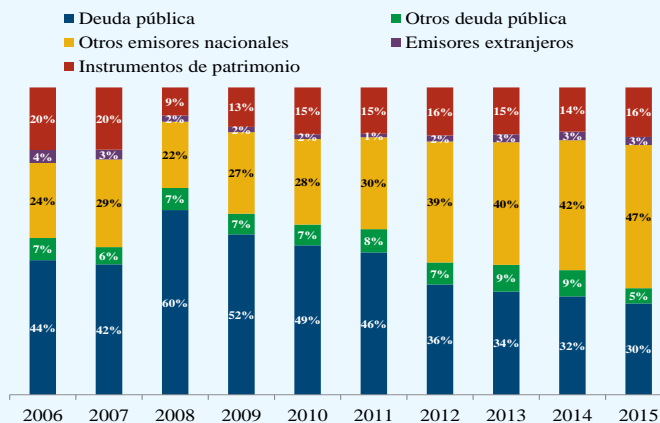
⁹¹Del total de inversiones, las negociables, disponibles para la venta e instrumentos patrimoniales de las CSV corresponden a 27%, 19% y

Gráfico 60: Evolución de las inversiones de las CSV y de las CSG. 2009 – oct.2016



Cálculos: Mesa de Dinero – DODM con cifras de la SFC.

Gráfico 61: Inversiones CSV: Evolución Inversiones por Instrumento

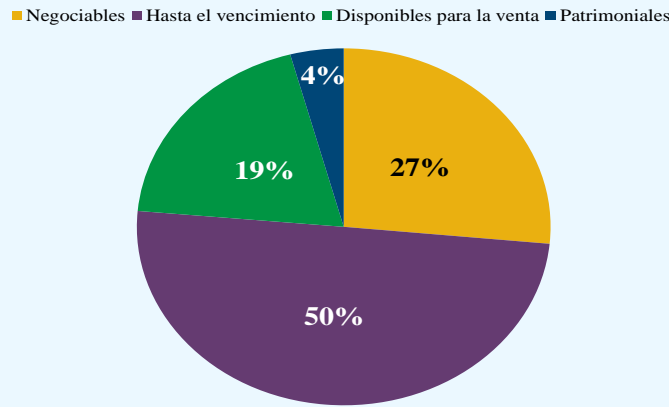


Fuente: Fasescolda

Las cifras anteriores muestran que las CS realizan inversiones conforme a la naturaleza de su negocio, es por ello que las CSV (asumen riesgos en el largo plazo) mantienen más inversiones en instrumentos al vencimiento, mientras que las CSG (asumen riesgos en el corto plazo) cuentan con más títulos negociables.

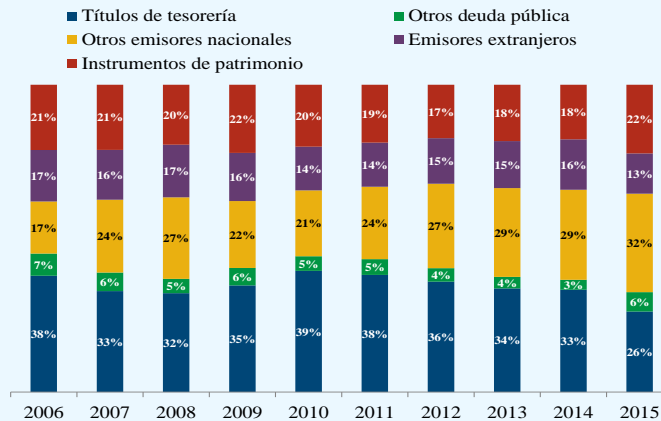
4% respectivamente. Para las CSG, las inversiones al vencimiento, disponibles para la venta e instrumentos patrimoniales corresponden a 24%, 11% y 8%, respectivamente.

Gráfico 62: Inversiones CSV: Inversiones según propósito-2015



Fuente: Fasescolda

Gráfico 63: Inversiones CSG: Evolución Inversiones por Instrumento



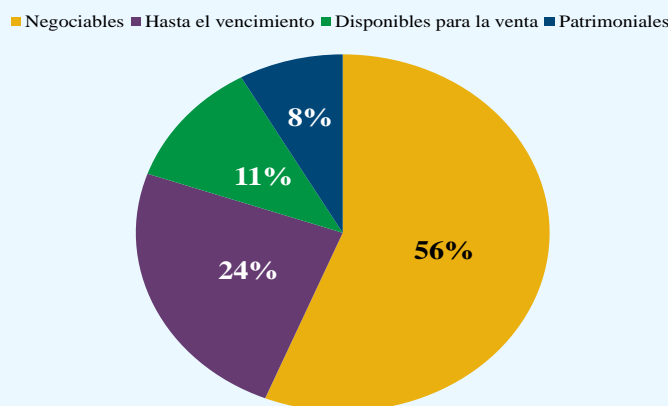
Fuente: Fasescolda

Actividad de las CS en el mercado de capitales colombiano

Esta sección presenta las cifras de las operaciones que realizan las CS⁹² en el mercado de renta fija y variable a través del Mercado Electrónico Colombiano (MEC) y en el mercado cambiario. Según los boletines mensuales de

⁹²Estas cifras incluyen lo negociado por las sociedades capitalizadoras, instituciones que funcionan como filiales de las CS ya que su actividad se asemeja a los planes de capitalización de los Seguros de Vida.

Gráfico 64: Inversiones CSV: Inversiones según propósito-2015



Fuente: Fasescolda

la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) entre enero y diciembre de 2016, la participación de las operaciones de compra y venta realizadas por las CS en los mercados de renta fija (RF) y renta variable (RV) fue del 2,5 % del total de operaciones realizadas en el MEC⁹³.

En particular, el mayor volumen operado por CS se concentra sobre los TES en pesos (\$6,62 billones) y en UVR (\$3,86 billones), en los que su participación respecto al mercado representa el 1,5 % y 7,9 %, respectivamente. En orden de importancia por monto transado siguen los Certificados de Depósito a Término (CDT), los bonos privados y las acciones (Gráfico 65). Aunque las negociaciones en bonos públicos, bonos pensionales y titularizaciones corresponden al 23,8 %, 12,8 % y 11,8 % del total del mercado, respectivamente, el monto total negociado en el mercado en esos activos es bajo⁹⁴.

La participación de las operaciones de las aseguradoras frente al total del mercado durante el 2016 osciló entre 1,0 % y 2,3 % para los TES pesos y entre 2,7 % y 21,2 % para los TES UVR. Se resalta que el mayor volumen de transacciones de los TES pesos y los TES UVR se concentró en el primer semestre del año, lo que puede obedecer al ciclo de renovación y/o emisión de nuevas pólizas, que se caracteriza por presentar un mayor recaudo durante los primeros meses del año y hacia mediados del mismo aunque en menor medida. En las transacciones sobre otros activos no se observa este comportamiento.

Según cifras del Ministerio de Hacienda a diciembre de 2016, el total de las tenencias de TES de las CS fue \$11,9 billones lo que representa el 5,15 % del outstanding⁹⁵ total de deuda local, de los que \$7,8 billones corresponde a TES UVR y el resto a TES en pesos. La rotación en el mercado secundario del portafolio de las CS fue en promedio 0,23 y 0,17 veces para los TES pesos y los TES UVR, respectivamente (Cuadro 11). La rotación⁹⁶ de los

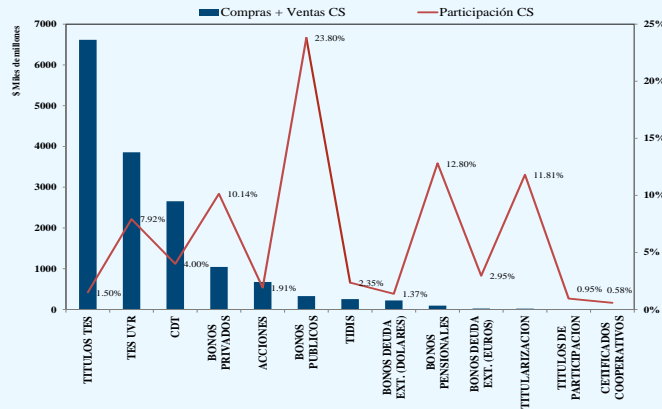
⁹³ Monto total negociado durante el 2016: a) bonos públicos: \$328,4 mm; b) bonos pensionales: \$93,9 mm. y c) titularizaciones: \$20,9 mm.

⁹⁴ Monto total negociado durante el 2016: a) bonos públicos: \$328,4 mm; b) bonos pensionales: \$93,9 mm. y c) titularizaciones: \$20,9 mm.

⁹⁵ Del outstanding total de deuda local, las CS tienen el 12,3 % de TES UVR y 2,1 % de TES pesos.

⁹⁶ Compras/saldo de las posiciones.

Gráfico 65: Operaciones de las CS por activo a través del MEC acumulado el 2016



Cálculos Mesa de Dinero

TES en pesos es mayor que en los TES UVR porque las CS tienen mayor proporción de estos últimos clasificados al vencimiento, lo que puede obedecer a que la liquidez de los TES en pesos en el mercado secundario es mayor.

Cuadro 11: Rotación del portafolio clasificado como disponible para la venta y negociable.

MES / 2016	TES EN PESOS		TES EN UVR	
	TRANSADO CS*	ROTACION**	TRANSADO CS*	ROTACION**
ENE	693,710	0.27	488,050	0.26
FEB	648,938	0.25	488,250	0.29
MAR	613,983	0.24	410,437	0.23
ABR	665,684	0.27	418,116	0.22
MAY	629,875	0.25	481,899	0.27
JUN	632,770	0.28	398,009	0.22
JUL	375,952	0.17	97,987	0.05
AGO	607,603	0.26	188,261	0.10
SEP	619,981	0.28	356,565	0.19
OCT	406,716	0.18	197,015	0.10
NOV	456,460	0.20	249,100	0.12
DIC	264,228	0.12	83,013	0.04
PROMEDIO	551,325	0.23	321,392	0.17

*Compras + Ventas en millones
**Transado CS/Tenencia de TES de las C

Las CS cuentan con más del 75% de sus tenencias de TES en UVR al vencimiento, lo cual podría indicar que utilizan esos papeles para cubrir sus obligaciones de largo plazo (cubriéndose de la inflación) y reducir el riesgo

de reinversión. En contraste, los TES en pesos clasificados al vencimiento son menos del 32%, debido a que el riesgo de liquidez o reinversión es menor y les permite hacer cambios de estrategias de inversión. Por otra parte, al analizar el comportamiento de los volúmenes transados a lo largo del año se encuentra que estos disminuyen en línea con el recaudo de las primas de sus pólizas (ver Cuadro 12 y Cuadro 13).

Cuadro 12: Clasificación del portafolio de TES Pesos de las CS y participación sobre el total del outstanding

MES / 2016	PESOS				
	DPV	NEG	AL VTO	% AL VTO	TENENCIAS CS/ OUTSTANDING
ENE	374,866	2,252,262	1,090,864	29%	2.59%
FEB	377,188	2,225,922	1,142,157	30%	2.56%
MAR	397,106	2,228,362	1,155,380	31%	2.48%
ABR	395,879	2,128,423	1,158,460	31%	2.36%
MAY	407,904	2,194,181	1,164,310	31%	2.32%
JUN	425,694	1,885,522	1,095,651	32%	2.16%
JUL	408,494	1,927,262	1,177,148	34%	2.21%
AGO	366,992	2,008,899	1,195,213	33%	2.19%
SEP	355,716	1,905,076	1,157,966	34%	2.06%
OCT	348,691	1,940,825	1,151,425	33%	2.08%
NOV	346,431	1,993,767	1,160,365	33%	2.08%
DIC	361,481	1,892,826	1,162,428	34%	2.04%
PROMEDIO	380,537	2,048,610	1,150,947	32%	2.25%

Cálculos: Mesa de Dinero – DODM con cifras del MHCP y formato 351 de la SCF.

Cuadro 13: Clasificación del portafolio de TES UVR de las CS y participación sobre el total del outstanding

MES / 2016	UVR				
	DPV	NEG	AL VTO	% AL VTO	TENENCIAS CS/ OUTSTANDING
ENE	922,758	1,048,853	4,673,790	70%	11.20%
FEB	673,628	1,074,297	5,148,013	75%	11.08%
MAR	693,584	1,166,368	5,357,767	74%	11.21%
ABR	747,103	1,278,932	5,502,218	73%	11.36%
MAY	765,492	1,152,114	5,755,704	75%	11.91%
JUN	745,071	1,185,803	5,396,973	74%	11.09%
JUL	754,532	1,231,853	6,110,394	75%	12.02%
AGO	692,244	1,312,576	6,225,593	76%	12.01%
SEP	701,163	1,321,287	6,274,627	76%	11.88%
OCT	722,062	1,384,236	6,319,454	75%	12.03%
NOV	713,393	1,406,220	6,478,479	75%	12.21%
DIC	716,120	1,382,207	6,541,048	76%	12.25%
PROMEDIO	737,262	1,245,395	5,815,338	75%	11.71%

Cálculos: Mesa de Dinero – DODM con cifras del MHCP y formato 351 de la SCF.

De otra parte, según la información del formato 351 de la SFC, el saldo de CDT en el portafolio de las CS a corte de diciembre de 2016 es \$5,8 billones. La rotación de las operaciones de las CS en estos instrumentos oscila entre 0,034 y 0,055 veces. Este indicador es inferior al de los TES lo que podría obedecer a que las CS los mantienen hasta el vencimiento asegurando la rentabilidad de su inversión (*Cuadro 14*).

Cuadro 14: Rotación de los CDT y acciones en el portafolio de las CS.

MES / 2016	CDT		ACCIONES	
	TRANSADO*	ROTACION**	TRANSADO*	ROTACION**
ENE	216,645	0.050	45,235	0.018
FEB	175,605	0.041	50,724	0.020
MAR	248,659	0.055	42,151	0.016
ABR	197,157	0.041	96,950	0.038
MAY	177,356	0.036	123,721	0.049
JUN	216,176	0.045	34,965	0.014
JUL	175,536	0.034	49,537	0.019
AGO	224,429	0.041	65,282	0.025
SEP	253,776	0.046	39,545	0.015
OCT	251,330	0.045	30,643	0.012
NOV	258,980	0.046	65,110	0.025
DIC	260,094	0.045	30,570	0.016
PROMEDIO	221,312	0.044	56,203	0.022

*Transado a través del MEC (\$ en millones)

**Transado CS / Tenencias de las CS

El saldo de inversión de las CS en acciones a diciembre del 2016 es \$1,9 billones. La rotación de estas inversiones oscila entre 0,012 y 0,049 veces, inferior a la rotación en CDT y TES. A pesar de que el mercado de acciones es más líquido que el de CDT, las CS realizan una menor rotación de estas inversiones dado que este tipo de activos podrían presentar mayor retorno en el largo plazo (*Cuadro 14*).

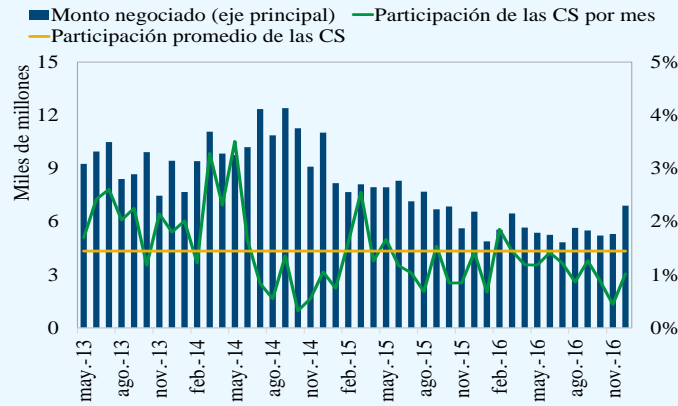
En cuanto al mercado cambiario⁹⁷, en 2016 las aseguradoras realizaron operaciones en el mercado spot por US\$748,9 millones, monto inferior a las transacciones que realizaron en 2014 y en 2015 por US\$1.901,6 millones y US\$1.147,7 millones, respectivamente. En términos relativos, las CS participaron en 2016 con el 1,1% del total del monto negociado entre IMC y no IMC (spot), inferior al 1,5% y 1,3% registrados en 2014 y 2015, respectivamente. Entre mayo de 2013 y diciembre de 2016, la participación promedio de las CS en el mercado spot fue del 1,4% (*Gráfico 66*).

Las operaciones de las CS en el mercado forward totalizaron US\$1.608,8 millones en 2016, equivalente a un 0,6% del total de operaciones entre IMC y no IMC, cifra inferior a los US\$3.757,7 millones (participación: 1,6%) y US\$2.273,0 millones (participación: 0,8%) transados en 2014 y 2015, respectivamente. Entre mayo de 2013 y diciembre de 2016 las CS participaron en promedio con el 1,2% del total (*Gráfico 67*).

Las CS mantienen una posición vendedora neta de divisas en el mercado de *forwards*, con la que, principalmente,

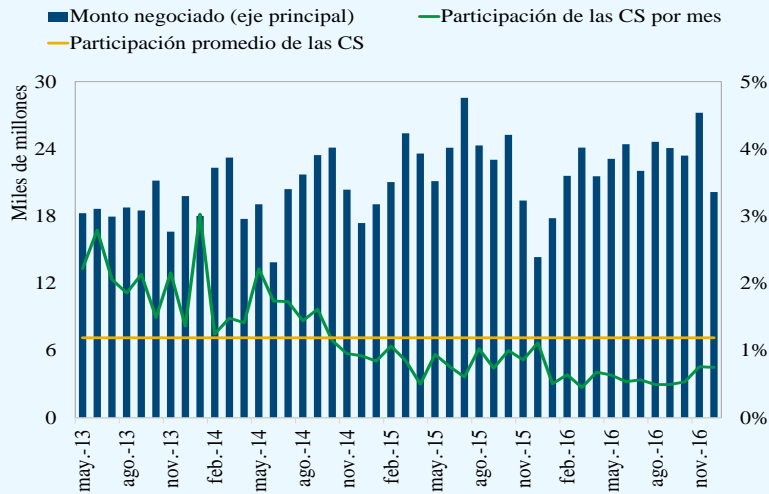
⁹⁷Estas estadísticas corresponden al cruce USD/COP para el periodo may/13-dic/16.

Gráfico 66: Monto negociado entre IMC y No IMC en el Spot y participación de las CS mayo 2013 – diciembre 2016



Cálculos Mesa de Dinero

Gráfico 67: Monto negociado entre IMC y No IMC en Forward y participación de CS mayo 2013 – diciembre 2016



Cálculos Mesa de Dinero

cubren sus inversiones en moneda extranjera. Esta posición se ha reducido entre 2015 y parte de 2016, lo que podría obedecer a una decisión de las CS de incrementar su exposición cambiaria en línea con la depreciación del peso colombiano presentada desde mediados de 2014.

Referencias

Banco de la República (2015). Reporte de Estabilidad Financiera.

Banco de la República (2015). Selección de Intermediarios en los Mecanismos de Liquidez del Banco de la República.

Cuevas, Maria Claudia (2011). “El Régimen de Reservas Técnicas en Colombia”. Fasecolda

Castro, Fredy y Macías, Milton (2011). “Régimen de Inversiones de las Compañías Aseguradoras”. Fasecolda

Fasecolda (2012). El Sector Asegurador frente al Programa de Evaluación del Sector Financiero Colombiano. Superintendencia Financiera de Colombia. Actualidad del Sistema Financiero Colombiano. Noviembre de 2016.