



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre de 2014

Banco de la República

Agosto de 2014

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional

Juan Camilo Paz
Juan Pablo Medina

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado cambiario	6
2.2	Mercado monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	6
3	Entorno internacional	7
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	10
5	Mercado Cambiario	13
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	15
6	Mercado Monetario y Renta Fija	17
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	17
6.2	Mercado de Deuda Pública	21
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	21
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	23
6.3	Contratos de Futuros de TES	26
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	26
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	27
7	Mercado de Deuda Privada	28
8	Mercado Accionario	29

Índice de Gráficos

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

44	Indices accionarios países desarrollados	31
45	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	31
46	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	32
47	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	32
48	S&P MILA 40	32
49	IGBC y Volumen Transado Diario	33
50	Capitalización Bursátil/PIB	33

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	10
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	13
3	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	14
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	15
5	Precio de Productos Básicos (en dólares)	15
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Junio LATAM	18
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014	19
8	Crecimiento 1T14 y Expectativas para 2014	19
9	Emisiones Deuda Privada 2T14	29

1 Introducción

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

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

El segundo trimestre de 2014 estuvo caracterizado por una menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales como resultado de varios factores, entre ellos las mejores perspectivas de la economía China luego que el Gobierno y el Banco Central de ese país anunciaran medidas de estímulo y se publicaran algunos datos mejores a los esperados; y la continuidad de las políticas monetarias expansivas por parte de bancos centrales de países desarrollados las cuales fueron recibidas positivamente por el mercado. A lo anterior, se sumó la publicación de algunos datos favorables de EE.UU.. En este contexto, los flujos de capitales en búsqueda de mayores rentabilidades generaron una depreciación generalizada del dólar, y valorizaciones en los mercados de renta fija y renta variable en países desarrollados y emergentes. En este periodo el euro se depreció influenciado por datos débiles de crecimiento de la economía europea acompañados de bajos niveles de inflación.

En Colombia, el peso colombiano se apreció, el índice *COLCAP* se valorizó y aumentaron las colocaciones en el mercado de deuda privada. Por su parte, el mercado de deuda pública registró desvalorizaciones debido a varios factores como los incrementos de la tasa de referencia por parte del Banco de la República, las mayores expectativas de crecimiento e inflación, y algunos anuncios que aumentaron las expectativas de oferta en el mercado. Sin embargo, no se alcanzaron a compensar las valorizaciones que se habían presentado como consecuencia del anuncio del aumento de la participación de Colombia en los índices de deuda emergente de *JP Morgan*.

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

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado cambiario

En el segundo trimestre de 2014 el dólar se debilitó frente a sus principales cruces, excepto frente al euro. De igual manera, la mayoría de las monedas de América Latina y demás países emergentes se fortalecieron frente al dólar. En particular, en la región el peso colombiano, el sol peruano, el real brasilero y el peso mexicano se apreciaron mientras que el peso chileno se depreció frente al dólar.

2.2 Mercado monetario

En el segundo trimestre de 2014 la Reserva Federal redujo el ritmo de compras de su programa de estímulo monetario en US\$20 billones, mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, y afirmó que sería apropiado mantenerla en el nivel actual aún después de finalizar su programa de compra de activos, especialmente si la inflación continuaba por debajo de su nivel objetivo. Por su parte, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés de referencia en 10 p.b. a 0,15%, y anunció varias medidas que tienen por objetivo complementar su postura altamente acomodativa y reactivar el crédito en el sector real.

En Latinoamérica, los Bancos Centrales de Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, mientras que el Banco de la República (4%) y el Banco Central de Brasil (11%) las incrementaron en 75 p.b. y 25 p.b., respectivamente. Por su parte, el Banco Central de México anunció un recorte de 50 p.b. en su tasa de referencia, situándola en 3%.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En cuanto a los mercados de deuda pública interna y externa de México, Chile, Brasil y Perú, éstos registraron valorizaciones, asociadas al mayor apetito por riesgo. En el caso de los bonos de EE.UU., su comportamiento estuvo relacionado, en los momentos de mayor percepción de riesgo (ocasionada por las tensiones entre Rusia y Ucrania o los datos desfavorables de crecimiento de Europa), a la demanda de activos refugio; y en otros períodos, a la demanda por parte de inversionistas que consideraron atractivos estos activos dado que ofrecían mayor retorno que otros bonos de menor calidad crediticia.

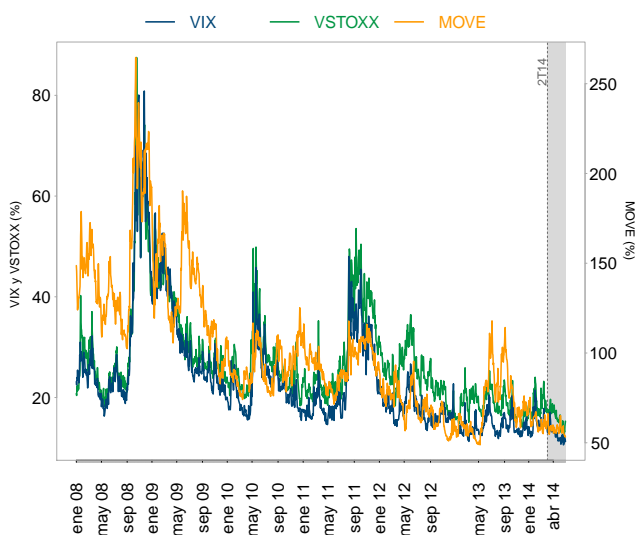
2.4 Mercado accionario

En el 2T14 los índices accionarios de países desarrollados y de países de América Latina presentaron valorizaciones ante la mejora en las condiciones económicas a nivel global, lo cual aumentó el apetito de inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo e incrementó los flujos de capitales hacia países emergentes. De otra parte, el aumento en 2T14 del precio de varios *commodities* impulsó al alza los índices accionarios de países emergentes.

3 Entorno internacional

En el segundo trimestre de 2014 (2T14) la percepción de riesgo a nivel internacional disminuyó, alcanzando niveles mínimos no observados desde antes de la crisis financiera mundial de 2008¹. Este comportamiento pudo obedecer a los signos de recuperación que presentó la economía china, a la publicación de datos económicos positivos en EE.UU. y Europa, y a los anuncios de mayores estímulos monetarios por parte de algunos Bancos Centrales (Gráfico 1). En este contexto, los índices accionarios tanto de países desarrollados como emergentes presentaron valorizaciones².

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



Fuente: Bloomberg.

Al inicio del periodo analizado, la percepción de riesgo a nivel internacional presentó un incremento temporal tras las tensiones geopolíticas entre Rusia y

¹En el periodo analizado el VIX pasó de 13,88% a 11,57% y el VSTOXX pasó de 17,66% a 15,26%.

²En el 2T14 los índices Dow Jones, S&P500 y Nasdaq se valorizaron 2,2%, 4,7% y 5% respectivamente. El FTSE 100 de Inglaterra, el Nikkey de Japón y el Shanghai Stock Exchange Composite de China se valorizaron 2,2%, 2,3% y 0,7%, respectivamente. El Eurostoxx se valorizó 2,1% impulsado por las valorizaciones de las bolsas de Alemania (2,9%) y Francia (0,7%).

Ucrania. No obstante, a partir de entonces los indicadores de percepción de riesgo presentaron un comportamiento positivo ante mayores expectativas de que la política expansiva estadounidense se mantuviera por un período de tiempo más prolongado³, después de conocerse las declaraciones de la presidenta de la Fed en las cuales reafirmó el compromiso de la institución de mantener su tasa de interés de referencia en los niveles actuales (entre 0% y 0,25% - Gráfico 2), aún después de finalizar su programa de compra de activos, y especialmente si la inflación continuaba por debajo de su nivel objetivo. Al respecto es importante destacar que durante el trimestre, el FOMC⁴ decidió por unanimidad disminuir el ritmo de su programa de estímulo en USD20 billones⁵ en vista del progreso del mercado laboral y del repunte de la actividad económica estadounidense, luego de la desaceleración observada en el 1T14 por las condiciones climáticas desfavorables⁶. En particular durante el 2T14 se destaca la reducción de la tasa de desempleo del país (de 6,7% en marzo a 6,1% en junio) así como la publicación de datos positivos de actividad manufacturera y de servicios.

Por su parte, en la Zona Euro la atención continuó centrada en los bajos niveles de inflación, la cual se situó en junio en un mínimo de cuatro años y medio de 0,5% anual. En este contexto, el BCE redujo su tasa de interés 10 p.b. a 0,15% (Gráfico 3)⁷ y anunció varias medidas que tienen por objetivo complementar su postura altamente acomodativa y reactivar el crédito en el sector real. Estas medidas contemplan: (i) operaciones de financiación a largo plazo (*Targeted Long-*

³De acuerdo con la senda esperada de la tasa de los futuros de los Fondos Federales, entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2014 la expectativa del primer incremento en la tasa pasó de agosto de 2015 a octubre de ese mismo año.

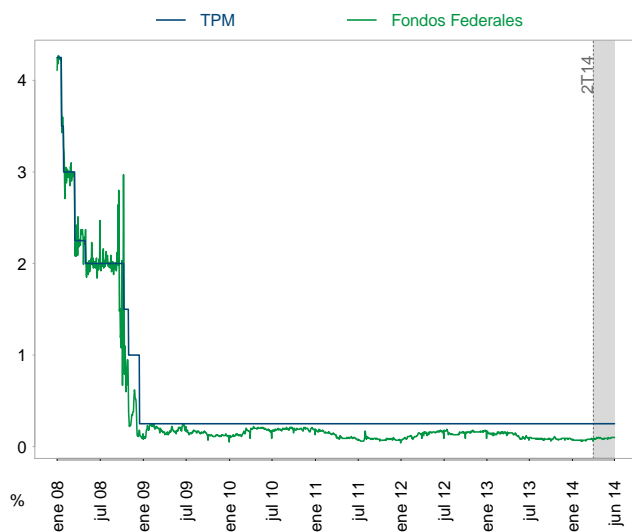
⁴Por sus siglas en inglés Federal Open Market Committee.

⁵Las compras de títulos hipotecarios pasaron de USD25 billones a USD15 billones mensuales y las de títulos del Tesoro a largo plazo de USD30 billones a USD20 billones mensuales.

⁶La tercera revisión del PIB del 1T14 indicó que éste presentó una variación de -2,9%, dato inferior al esperado por el mercado y a la estimación anterior de 1% (esp: -1,8%).

⁷Además, modificó las tasas de interés de las facilidades marginales de crédito y depósito de 0,75% a 0,4% y de 0% a -0,1%, respectivamente

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



Fuente: Bloomberg.

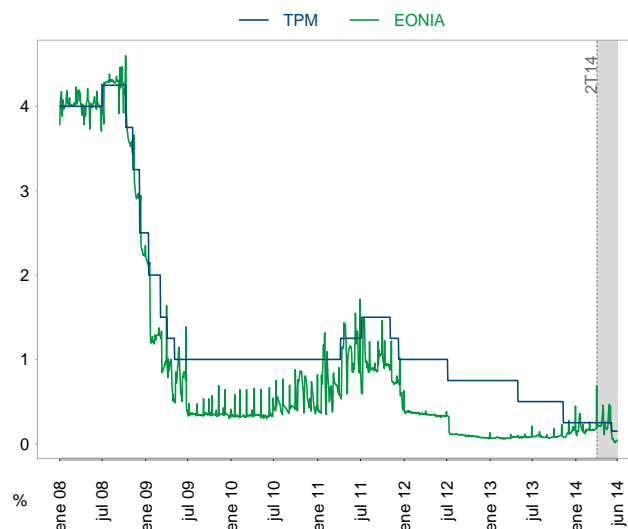
Term Refinancing Operations)⁸, (ii) la suspensión de la esterilización de las compras de bonos realizadas a través del programa SMP (*Securities Market Program*), (iii) la extensión hasta 2018 de la elegibilidad de activos adicionales como colaterales en el marco actual de operaciones de crédito, y (iv) la preparación de un programa de compra de títulos respaldados por activos para mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria (*Asset Backed Securities*). Los mercados recibieron con optimismo estos anuncios, en la medida en que su efectividad podría impulsar el crecimiento económico e incentivar el crédito en las economías del bloque.

Por otro lado, en el periodo se destacan las mejoras en la calificación de la deuda soberana de España (de

⁸Esta medida excluye préstamos hipotecarios y el endeudamiento del sector público, donde las contrapartidas podrán pedir prestado, en un principio, hasta el 7% de la cantidad total de sus deudas con el sector no financiero (a partir de marzo de 2015 podrán pedir prestado hasta tres veces el monto de la deuda), a un plazo de 4 años y a una tasa fija de la tasa de referencia de las operaciones de refinanciamiento del BCE (*MRO – Main Refinancing Operations*) más 10 p.b..

BBB- a BBB)⁹ y Grecia (de B- a B)¹⁰, así como la publicación de datos favorables de confianza económica, empleo y actividad industrial.

Gráfico 3: Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

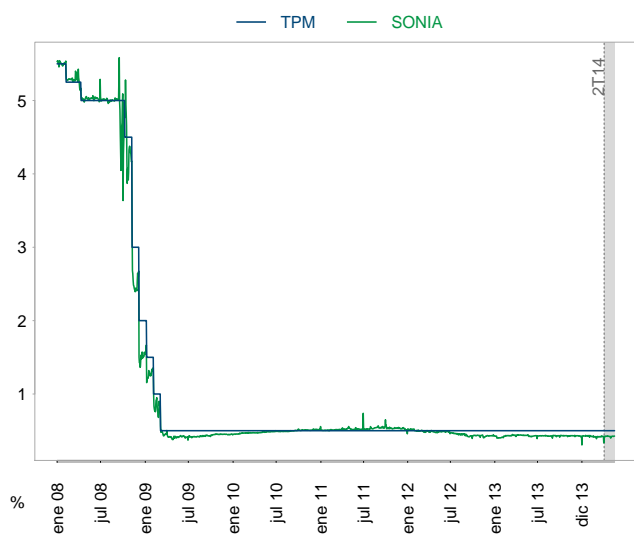
En Inglaterra, la actividad económica continuó ganando impulso durante el trimestre, lo cual se vio reflejado principalmente en los datos positivos de empleo y de actividad industrial y manufacturera. Adicionalmente, se conoció que en 1T14 el PIB creció 3,1% anual, el mayor nivel de los últimos 6 años (esp: 3,2%, ant: 2,7%). En este periodo el Banco Central mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia (0,5% - Gráfico 4) al igual que el monto de su programa de estímulo.

De otro lado, Japón mostró débiles señales de recuperación económica en el periodo pese al dato positivo de crecimiento registrado en el 1T14 (6,7% anual). En particular, las ventas al por menor y la producción industrial presentaron un débil desempeño, lo cual es atribuido principalmente al aumento del impuesto al consumo que entró en vigencia a partir del mes de

⁹S&P lo atribuyó a mejoras en las expectativas económicas del país.

¹⁰Fitch lo atribuyó a la reducción en el déficit fiscal.

Gráfico 4: Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

abril. En el trimestre el Banco Central decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto, con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual entre JPY60 – JPY70 trillones.

En China, los indicadores recientes confirman un mejor dinamismo de la actividad económica con respecto al registrado en el 1T14, periodo en el cual el PIB registró su menor ritmo de crecimiento (7,4% anual) desde el 3T12. Específicamente, en el 2T14 la actividad manufacturera repuntó, presentando señales de expansión económica no observadas desde el 4T13¹¹. Asimismo, el Gobierno¹² y el Banco Central¹³ anun-

¹¹En junio, el índice PMI manufacturero oficial alcanzó su máximo nivel de los últimos 6 meses ubicándose en 51 puntos. Por su parte, el PMI del sector servicios elaborado por HSBC/Markit mostró una recuperación del sector con un registro de 53,1 puntos, lo cual indica que éste creció a su ritmo más rápido de los últimos 15 meses. Finalmente, el PMI compuesto elaborado por el HSB-C/Markit se ubicó en 50,7 puntos, superando por primera vez en el año el límite de los 50 puntos.

¹²Las medidas están relacionadas con incentivos fiscales para las PyMEs, desarrollo de infraestructura para los sectores de industria y agricultura.

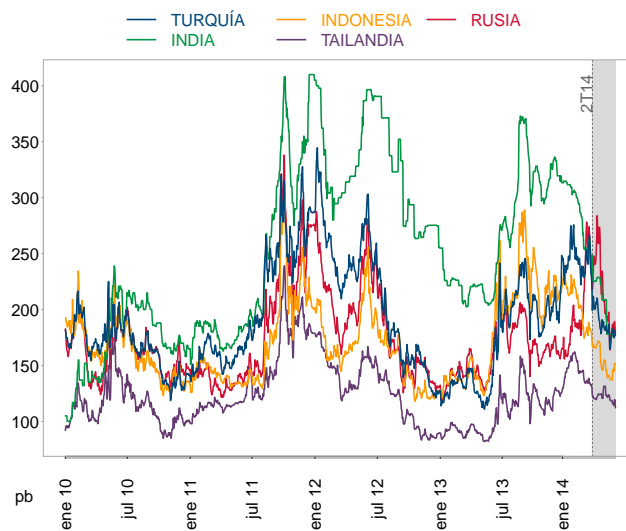
¹³El Banco Central de China informó que reduciría entre 0,5 p.p. y 2 p.p. el requerimiento de reservas de los bancos rurales (en 2 pp. para los bancos comerciales rurales y en 0,5 p.p. para las

ciaron una serie de medidas con el fin de dar un mayor estímulo a la economía, aliviando un poco los temores de una posible desaceleración económica del país.

En cuanto a América Latina, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados mixtos. En el 1T14 el PIB de Colombia (6,4% anual) y de Chile (2,6% anual) presentaron un crecimiento superior al esperado por el mercado¹⁴, mientras que los de Brasil (1,91% anual) y México (1,8% anual) resultaron inferiores¹⁵. Por su parte, el PIB de Perú se expandió 4,8% anual, en línea con las expectativas del mercado.

En cuanto a los indicadores de riesgo de otros países emergentes (CDS a 5 años), en el Gráfico 5 se observa que éstos disminuyeron a lo largo del trimestre¹⁶.

Gráfico 5: CDS a 5 años de algunos países emergentes



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en cuanto a política monetaria de países emergentes, como se puede observar en el Cuadro 1,

cooperativas de crédito rurales).

¹⁴El mercado esperaba un crecimiento de 5,2% para Colombia y de 2,4% para Chile.

¹⁵El mercado esperaba un crecimiento de 2% para Brasil y de 2,05% para México

¹⁶Las variaciones fueron: India (-61p.b), Turquía (-42 p.b.), Rusia (-38 p.b.), Indonesia (-17 p.b) y Sudáfrica (-15 p.b)

los Bancos Centrales de Colombia (+75 p.b.), Rusia (+50 p.b.) y Brasil (+25 p.b.) incrementaron sus tasas de referencia. Por su parte, los Bancos Centrales de Turquía y México las redujeron en 125 p.b. y 50 p.b., respectivamente, en un contexto de menor dinamismo en sus economías.

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

	Mar 2014	Jun 2014	Δ 2T14 (p.b)
Turquía	10,00 %	8,75 %	-125
Serbia	9,50 %	8,50 %	-100
México	3,50 %	3,00 %	-50
Hungría	2,60 %	2,30 %	-30
Zona Euro	0,25 %	0,15 %	-10
Chile	4,00 %	4,00 %	0
Perú	4,00 %	4,00 %	0
Brasil	10,75 %	11,00 %	25
Rusia	7,00 %	7,50 %	50
Nueva Zelanda	2,75 %	3,25 %	50
Colombia	3,25 %	4,00 %	75
Ucrania	6,50 %	9,50 %	300

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

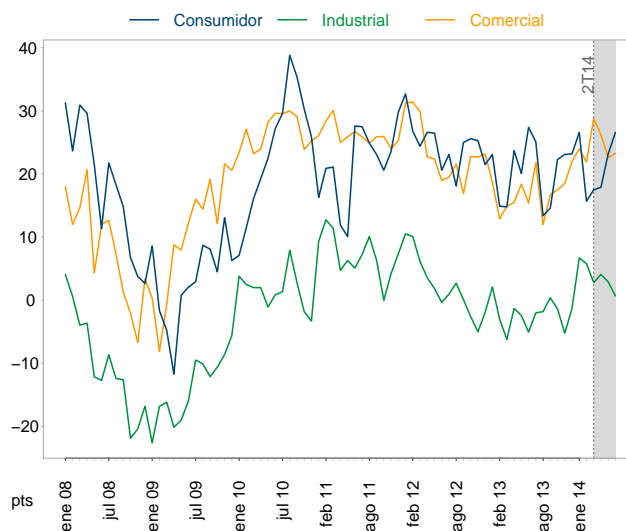
4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Respecto al promedio observado en el 1T14, en el 2T14 la percepción de riesgo a nivel local registró un comportamiento mixto. Por una parte, los indicadores de confianza del consumidor y de los analistas financieros mejoraron. Por su parte, tanto el indicador de industriales como el de comerciantes se deterioraron durante el trimestre, mientras que los bancos sustituyeron sus tenencias de TES por cartera. Adicionalmente, durante el trimestre se publicaron datos referentes a la actividad económica que mejoraron la percepción de riesgo de los agentes a nivel local. En primer lugar, al finalizar el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB del 1T14 (obs: 6,4 %, esp: 5,2 %) el cual superó las expectativas de los analistas considerablemente. Además, el Banco Mundial aumentó su pronóstico de crecimiento de la economía colombiana para 2014 de 4,3 % a 4,6 %, para 2015 de 4,2 % a 4,5 %, y para 2016 de 4 % a 4,4 %, y afirmó que las políticas han permitido a las autoridades responder

adecuadamente a los choques externos y estabilizar el crecimiento.

En el Gráfico 6, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo¹⁷. Se puede observar que en el 2T14, respecto al promedio del 1T14, el indicador de los consumidores mejoró, mientras que los indicadores de industriales y de comerciantes desmejoraron.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El índice de confianza industrial del mes de junio (0,7 pps) disminuyó respecto al de marzo (2,8 pps) y el promedio del trimestre se redujo respecto al promedio del trimestre anterior. No obstante cabe resaltar que el indicador se encuentra por encima de lo observado hace un año y continúa en terreno positivo. Adicionalmente, se ubicó por encima de su media calculada desde 2008¹⁸. El movimiento del índice entre marzo y junio

¹⁷ Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

¹⁸ De acuerdo con las metodologías para identificar los ciclos de

de 2014 se explica por el deterioro de su componente volumen actual de pedidos que fue más importante que la mejora en los componentes expectativas de producción para los siguientes tres meses y nivel de existencias.

Por su parte, respecto a marzo, el índice de confianza de comerciantes del mes de mayo disminuyó 5,5 pps¹⁹ y, a pesar de lo anterior, el índice se mantiene por encima de la media calculada desde 2008. El movimiento del indicador se explica principalmente por el deterioro de sus componentes de situación actual del negocio y nivel de existencias.

El comportamiento de los índices para el mes de abril fue opuesto a los datos de producción industrial y ventas al por menor de este mes publicados por el DANE. En primer lugar la producción industrial disminuyó 2,2% con relación a igual mes de 2013 (esp: -2%), mientras que las ventas al por menor crecieron 7,2% (esp: 5,7%). No obstante, dicho comportamiento fue acorde con la publicación de los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de abril por parte de la ANDI, en las que se observó que la producción industrial y las ventas totales disminuyeron durante el mes de abril²⁰.

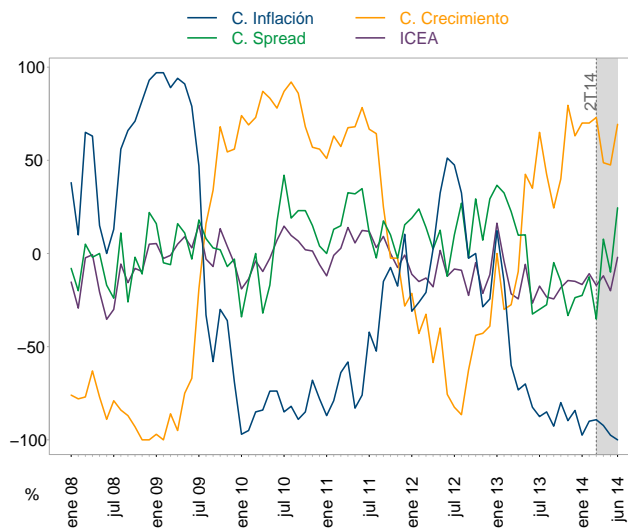
Por otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de junio mejoró (5,7 pps) respecto al registrado en el mes de marzo. El movimiento del índice estuvo influenciado por la mejora de sus dos componentes: i) expectativas y ii) condiciones actuales. Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica 0,47 desviaciones estándar por encima de su promedio calculado desde 2008.

negocios en Colombia de Alfonso et al. (2011), un ciclo económico comprende la duración entre pico y pico de actividad económica. De esta manera, de acuerdo a una de las metodologías implementadas por los autores, el pico más reciente de la actividad fue en enero de 2008.

¹⁹Respecto al promedio del 1T14, el promedio del 2T14 disminuyó 0,5 pps

²⁰En lo corrido desde enero hasta abril, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial aumentó 3,2% (ene-mar 2014: 3,8%, ene-abr 2013: -0,9%), al tiempo que las ventas totales aumentaron 3,9% (ene-mar 2014: 5%, ene-abr 2013: 0,5%).

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



Fuente: Fedesarrollo.

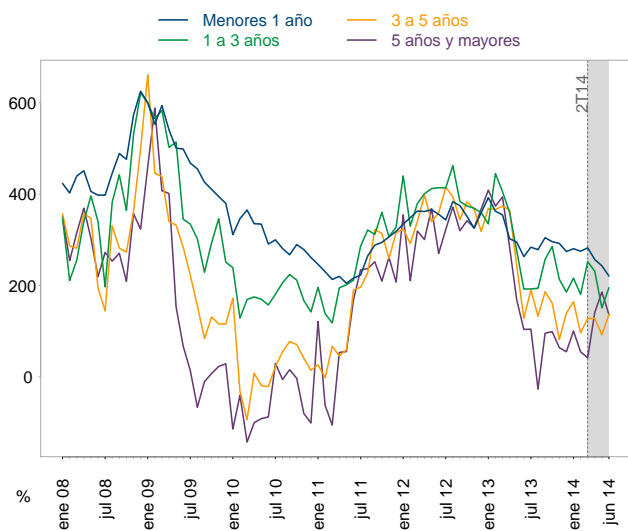
Adicionalmente, al analizar la encuesta de opinión financiera que publica Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), se encuentra un importante progreso respecto a las expectativas del *spread* de deuda soberana (más agentes esperan que disminuya) que compensó el deterioro tanto en las expectativas de inflación (más agentes esperan que la inflación aumente) como en las expectativas de crecimiento económico (mayor incremento de agentes que esperan que disminuyan respecto al incremento de los que esperan que aumente). La importante mejora en las expectativas de *spread* de deuda soberana puede ser explicado por el cambio en la ponderación de los bonos locales colombianos en los índices de JP Morgan, lo cuál sorprendió positivamente al mercado.

Por otra parte, el DANE inició la publicación de su Indicador de Seguimiento de la Economía, cuyo fin es proporcionar una medida de la evolución de la economía en un menor periodo. El indicador se compone a partir de un conjunto heterogéneo de indicadores mensuales de la actividad económica. Para el mes de abril, la variación anual del indicador desestacionalizado mejoró con respecto al observado en el mes

de marzo, pasando de 4,3% a 5,1%. Además mejoró frente al observado en el mismo mes de 2013 cuando había aumentado 3,2%.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES disminuyeron para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 2T14 respecto al promedio de 1T14 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: -39 p.b., entre 1 y 3 años: -24 p.b., entre 3 y 5 años: -11 p.b. y a más de 5 años: +89 p.b. (Gráfico 8). El comportamiento para plazos entre 0 y 5 años se asocia tanto a la disminución de las tasas de cartera preferencial como a las desvalorizaciones observadas en el mercado de deuda pública, mientras que el movimiento de los márgenes para plazos superiores a 5 años se explica por el incremento de la tasa de cartera preferencial. Por su parte, el *spread* entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días disminuyó 41 p.b. (Gráfico 10) ante la disminución en las tasas de tesorería y el incremento de las tasas de los TES.

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



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes

del activo total de los establecimientos de crédito²¹, respecto al trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública aumentó significativamente, incrementando la participación de la cartera y reduciendo la de TES (Gráfico 9).

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

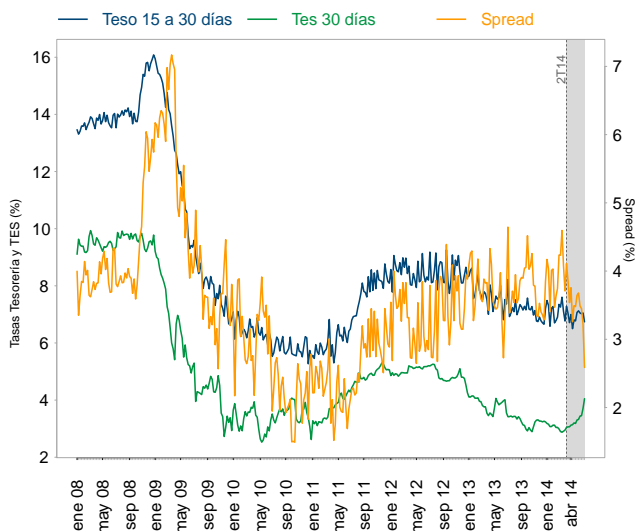


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República.

En términos generales la percepción de riesgo a nivel local mejoró principalmente por la publicación del dato de crecimiento que llevó a que los agentes mejoraran sus expectativas de crecimiento. En línea con lo anterior el indicador de confianza del consumidor mejoró, el indicador de industriales se mantuvo en terreno positivo, y las expectativas de crecimiento de los analistas financieros mejoraron. Además, durante el periodo analizado la mayoría de los márgenes entre cartera y TES disminuyeron, y las inversiones en cartera aumentaron significativamente.

²¹Con base en este indicador, un aumento en la proporción del activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inversiones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y una menor inversión en TES.

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



Fuente: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

En el 2T14 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, excepto frente al euro. En esta misma línea, la mayoría de las monedas de América Latina y de otros países emergentes se fortalecieron frente al dólar.

En América Latina, entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2014 el peso colombiano (4,5%), el real brasileño (2,5%), el peso mexicano (0,7%) y el sol peruano (0,4%) se apreciaron frente al dólar. En cuanto a las demás monedas de países desarrollados y emergentes el won coreano (5%), el rublo ruso (3,4%) y el dólar canadiense (3,4%) fueron las que presentaron la mayor apreciación en el trimestre (Cuadro 2 y Gráfico 11).

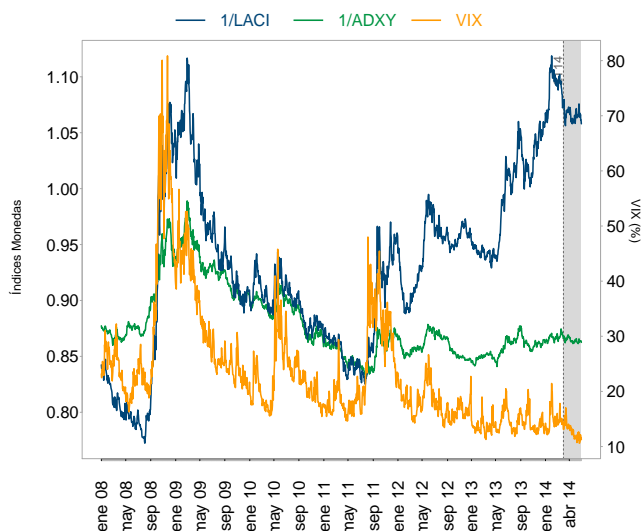
Sin embargo, cabe señalar que durante el periodo, monedas como la rupia de Indonesia (4,5%), el peso argentino (1,6%), el rand sudafricano (1%) y el peso chileno (0,6%) fueron las que más se debilitaron frente al dólar.

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

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

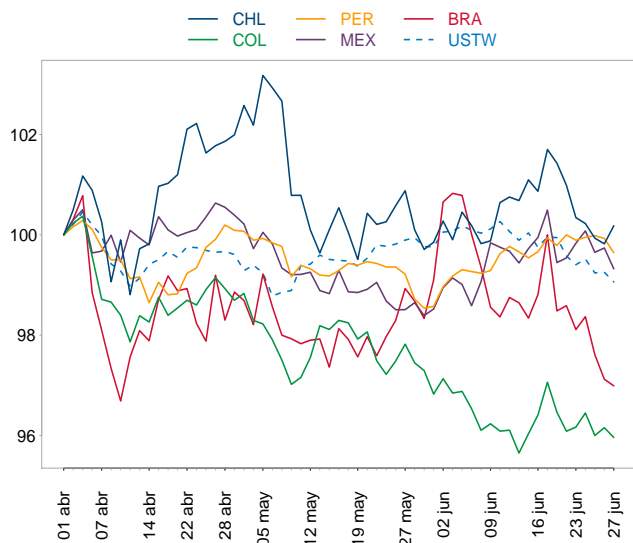
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre 2013

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

	$\Delta T.C.$	ΔCDS	$\Delta EMBI$
México	-0,7 %	-23,4 %	-11,1 %
Chile	0,6 %	-17,7 %	-14,0 %
Brasil	-2,5 %	-14,5 %	-8,1 %
Colombia	-4,5 %	-23,7 %	-14,0 %
Perú	-0,4 %	-25,5 %	-11,4 %

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

En el trimestre el comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado principalmente por factores locales así como por las dinámicas de la percepción de riesgo internacional (ver sección Entorno Internacional) que, como se mencionó, estuvieron asociadas principalmente a la publicación de datos favorables en China, EE.UU. y Europa y a los anuncios de estímulos monetarios por parte de algunos Bancos Centrales.

En Brasil, la apreciación del real durante el periodo pudo estar también influenciada por el aumento de la tasa interés de referencia en 25 p.b.²² y por la política

²²El Banco Central de Brasil aumentó la tasa de interés de refe-

de intervención cambiaria a través de contratos swaps por parte del Banco Central (entre el 31 de marzo y el 30 de junio, el Banco Central de Brasil intervino en el mercado cambiario mediante la venta de swaps por USD29.646 millones). Adicionalmente, la autoridad monetaria informó que su programa de intervención cambiaria se extendería por lo menos hasta el 31 de diciembre de 2014. En este programa el emisor ofrece USD200 millones en contratos swaps por día de operación y realiza ventas de dólares con compromiso de recompra en función de las condiciones de liquidez del mercado. Asimismo, el Banco Central declaró que podría realizar operaciones adicionales de venta de dólares a través de otros instrumentos a su alcance.

En contraste, la depreciación que presentó el peso chileno estuvo asociada a la publicación de datos desfavorables de crecimiento²³ así como a las declaraciones del Presidente del Banco Central en las cuales aseguró que podrían ser necesarios uno o dos recortes en la tasa de interés de referencia ante expectativas de que el menor crecimiento del país durara más de lo esperado.

Por su parte, en Perú el Banco Central (BCP) continuó interviniendo en el mercado cambiario a través de subastas de certificados de depósito reajustables²⁴. Adicionalmente, el BCP realizó operaciones de compra con compromiso de reventa de moneda extranjera (PEN 2.200 millones) con el propósito de dar liquidez en soles al sistema financiero²⁵.

rencia de 10,75 % a 11 %.

²³El Banco Central de Chile redujo las proyecciones de crecimiento para 2014 a un rango entre 2,5 % y 3,5 %, frente a uno entre 3 % y 4 % estimado en marzo.

²⁴Los CDR son valores emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú con la finalidad de regular la cantidad de dinero del sistema financiero. Los CDR están denominados en nuevos soles y están sujetos a un reajuste en función de la variación de la tasa de cambio entre el sol y el dólar. Entre el 31 de marzo y el 30 de junio el Banco Central colocó PEN 910 millones en CDR.

²⁵Instrumento monetario utilizado por el BCP para inyectar liquidez en moneda nacional al sistema financiero. Mediante este instrumento, el BCRP compra moneda extranjera a las empresas del sistema financiero a la tasa de cambio del día de la operación (compra *spot*) con el compromiso de recompra por parte de éstas,

Finalmente, los Bancos Centrales de Colombia y México realizaron compras netas de dólares en el mercado cambiario por un monto de USD999,8 millones y USD4.102 millones²⁶, respectivamente.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2013	6.769	4	0	-126.863	17.296
2014	1.599,8	-1.470	0	-61.992	10.969
1T13	600	-1.470	0	-32.345	6.867
Abr.	278	0	0	-10.384	2.258
May.	380	0	0	-9.112	554
Jun.	342	0	0	-10.151	1.290
2T14	999,8	0,0	0,0	-29.646,2	4.102
RI Abr. 30	44.647	62.237	40.283	378.418	186.085
2T14/ RI	2,2%	0,0%	0,0%	7,8%	2,2%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US millones. * Corresponde a intervención a través de swaps cambiarios. ** Corresponde a las compras netas de dólares del Banco de México a PEMEX.

Adicionalmente, se debe resaltar que entre el 31 de marzo y el 30 de junio los precios de los productos básicos en general aumentaron (en el Cuadro 5 se presentan los productos cuyos precios registraron los mayores aumentos) y que los CDS de las economías de la región disminuyeron (Cuadro 3)²⁷.

En el trimestre analizado, la volatilidad promedio de las monedas de la región presentó un comportamiento mixto con respecto al trimestre anterior: aumentó para el peso chileno y el sol peruano, y disminuyó para el peso colombiano, el real brasilero y el peso mexicano. El real brasilero presentó la mayor volatilidad condicional²⁸, mientras que el sol peruano continúa siendo la menos volátil. El peso colombiano es la tercera moneda menos volátil de la región (Gráfico 13).

en el día pactado en la operación. El plazo de estas operaciones podrá ser de un día o más, según las condiciones y necesidades del mercado.

²⁶Corresponde al esquema estructural de operaciones cambiarias entre el Banco Central de México y PEMEX.

²⁷Los CDS de los países de la región presentaron las siguientes variaciones entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2014: Perú -25,5%, Colombia -23,7%, México -23,4%, Chile -17,7% y Brasil -14,5%.

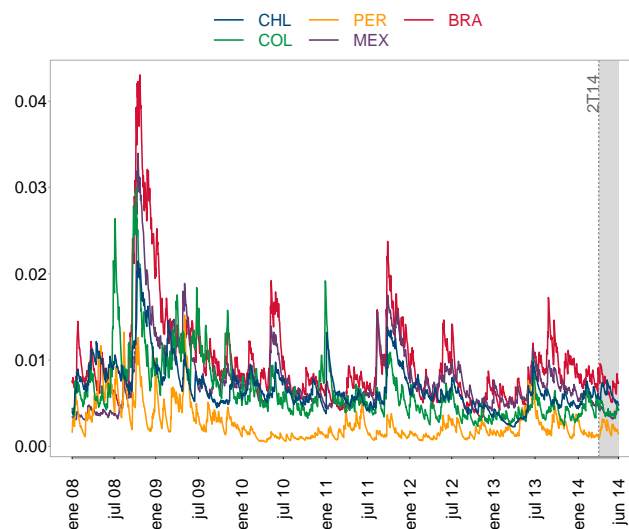
²⁸Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Cuadro 5: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Mar 2014	30 Jun 2014	Variación
Carbón	59,1	60,1	1,7%
Ganado	150,7	154,4	2,4%
Oro	1284,0	1327,3	3,4%
Pétroleo	101,6	105,4	3,7%
Cobre	6636,0	6955,0	4,8%
Cacao	3034,2	3213,3	5,9%
Plata	19,8	21,0	6,4%
Aluminio	1730,5	1850,5	6,9%
Niquel	15735,0	18715,0	18,9%
CRB INDEX	304,7	308,2	1,2%

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

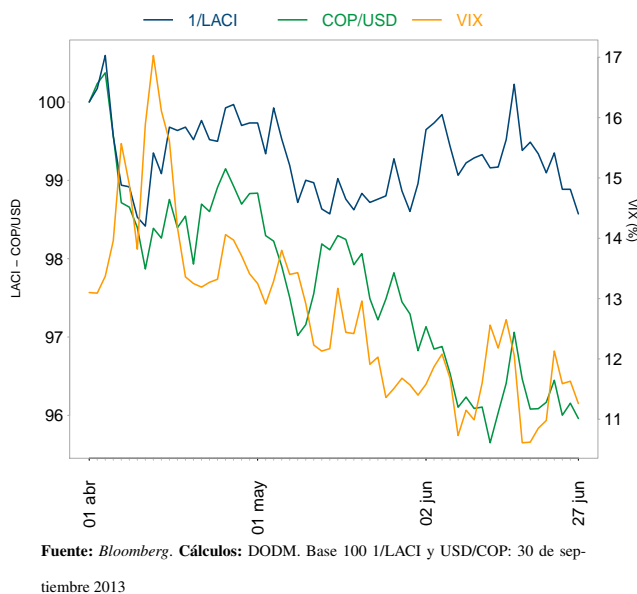
Entre el 28 de marzo y el 27 de junio la tasa de cambio pasó de \$1.965,64 a \$1.886,01 por dólar²⁹, lo cual representa una apreciación de 4,1%³⁰. En el periodo analizado, el comportamiento del peso, al igual que el

²⁹Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET-ICAP FX.

³⁰La variación de la tasa de cambio en abril fue de -1,5%, en mayo de 1,5% y en junio de -1%.

de las demás monedas de la región, estuvo influenciado por la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional (*Gráfico 14*) y por factores internos.

Gráfico 14: COP/USD - LACI - VIX

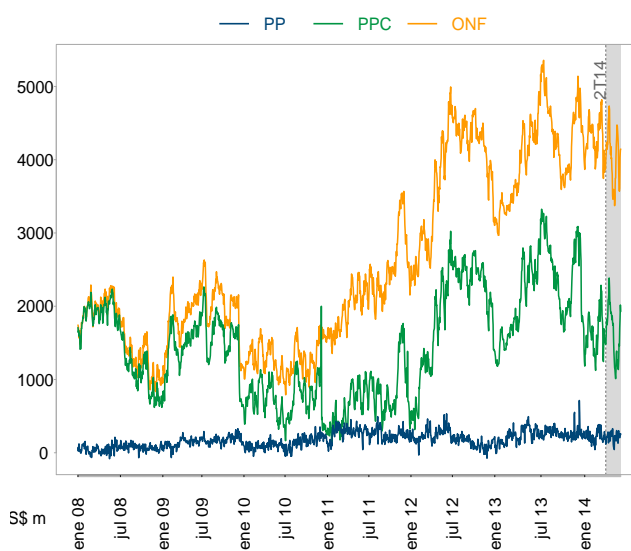


La apreciación del peso estuvo influenciada por factores locales como: i) el anuncio (y posterior implementación) del incremento por parte de J.P. Morgan de la ponderación de la deuda colombiana denominada en pesos en dos de los índices de bonos más importantes de mercados emergentes, ii) aumentos en la tasa de referencia por parte del BR y iii) la publicación de datos positivos de empleo y crecimiento. El comportamiento del peso también estuvo ligado a la recuperación del apetito de los inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo y rendimiento, lo cual se ha reflejado en la reducción de las primas de riesgo y ha reactivado los flujos de capitales hacia países emergentes, apoyando la tendencia de apreciación en la región.

Adicionalmente, se debe mencionar que en la sesión de junio de 2014, el BR decidió incrementar el monto del programa de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año para acumular hasta USD2.000 millones.

Por otro lado, en el trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)³¹ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) aumentó en USD16,8 millones y se ubicó al cierre del mismo en USD1.501 millones (*Gráfico 15*). El promedio diario de la PPC fue de USD1.694 millones, superior al observado en el primer trimestre (USD1.626 millones).

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



En el 2T14 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD71.331 millones³², de los cuales USD12.183 millones correspondieron a operaciones entre dos IMC y USD59.148 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente; en el mercado de contado se negociaron USD78.553 millones³³. Las negociacio-

³¹La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en m/l.

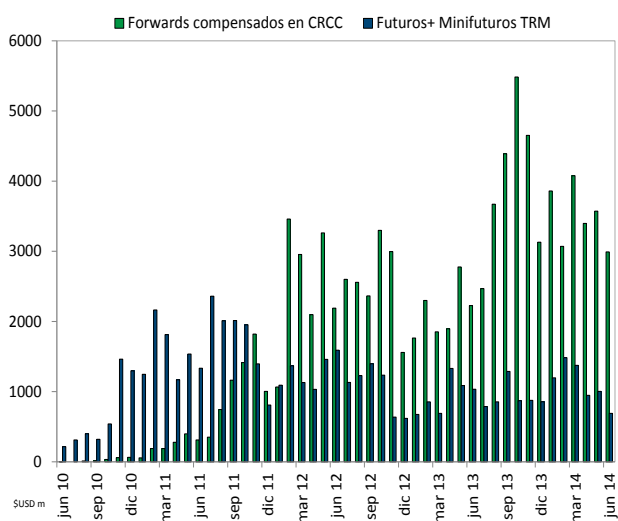
³²USD25.116 en abril, USD26.992 en mayo y USD19.222 en junio. Fuente: reportes al BR.

³³USD26.676 en abril, USD26.513 en mayo y USD25.365 en junio. Fuente: sistema set-forex.

nes de *forwards* de tasa de cambio compensados en la CRCC pasaron de USD10.961 millones en el 1T14 a USD9.962 millones en el 2T14 (Gráfico 16), y la posición abierta de los forwards de tasa de cambio al 27 de junio ascendía a alrededor de USD3.410 millones.

Durante el 2T14 se negociaron un total de 52.187 futuros de TRM³⁴, volumen inferior al negociado durante el 1T14 (79.845 contratos), por un monto total de USD2.609 millones. Al 27 de junio de 2014 la posición abierta ascendía a 2.165 contratos, la mayoría con vencimiento en julio de 2014. Respecto a los mini futuros de TRM³⁵, se negociaron un total de 6.415 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (12.582 contratos) por un total de USD32,08 millones (Gráfico 16). La posición abierta de mini futuros al 27 de junio ascendía a 591 contratos, la mayoría con vencimiento en julio de 2014.

Gráfico 16: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

³⁴Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁵Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁶, en el 2T14 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD2.116 millones, explicado por salidas netas de USD1.295 millones en la balanza comercial y de USD821 millones en la balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD3.321 millones, donde los reintegros netos de capital privado y oficial ascendieron a USD458 millones y USD2.072 millones respectivamente; el rubro de otras operaciones especiales del Banco de la República y la Tesorería presentó entradas netas de divisas por USD791 millones.

Las principales entradas de divisas en la cuenta de capital privado, se dieron en inversión extranjera directa neta (USD4.374 millones) e inversión extranjera de portafolio neta³⁷ (USD3.614 millones). Este último rubro, presentó una entrada mayor a la observada en el trimestre anterior (USD2.651 millones) y en el segundo trimestre de 2013 (USD1.442 millones). Por su parte, el rubro de operaciones especiales presentó la principal salida de divisas en esta cuenta³⁸ (USD7.836 millones).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante este trimestre se observaron diferentes decisiones de las autoridades monetarias de la región. Los bancos centrales de Chile y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia, aunque el de Perú continuó con su política de reducción de tasas de encaje con

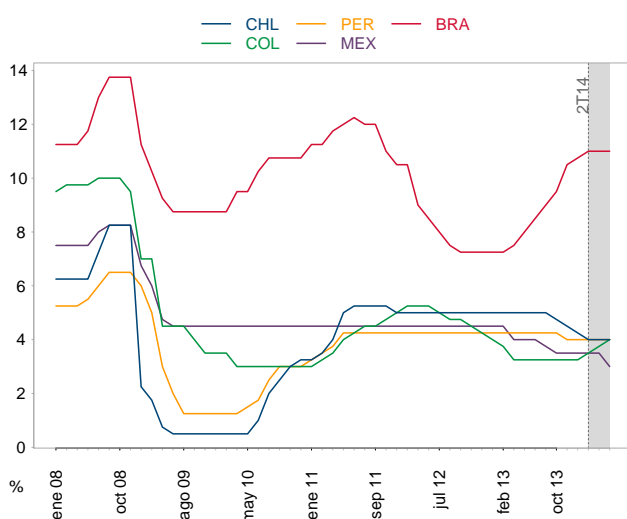
³⁶La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

³⁷Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

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

el fin de sostener el dinamismo del crédito en soles³⁹. En Brasil el banco central, siguiendo el ciclo de política contractiva que había iniciado en abril de 2013 con el objetivo de controlar la inflación, anunció un incremento de 25 p.b. de su tasa de referencia, de tal manera que ésta cerró el trimestre en 11%. Por su parte, el banco central de México, que desde octubre de 2013 no modificaba su tasa de política, en junio anunció un sorpresivo recorte de 50 p.b., de tal manera que la tasa pasó de 3,50% a 3,0% (Gráfico 17 y Cuadro 6).

Gráfico 17: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

País	Variación 2T14*	Variación 2014*	T.R Jun-14
COL	+75	+75	4,0%
CHL	0	0	4,0%
PER	0	0	4,0%
BRA	+25	+100	11,0%
MEX	-50	-50	3,0%

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

Los bancos centrales de México, Chile y Perú, mencionaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones, que tenían perspectivas de recuperación de

³⁹En abril redujo la tasa de encaje en moneda nacional de 12,5% a 12%.

la economía mundial, la cual sería jalonada principalmente por países desarrollados. Sin embargo, sus declaraciones reflejaron preocupaciones por el dinamismo de sus propias economías internas. En primer lugar, en México, el banco central mencionó en el comunicado que acompañó el recorte de su tasa de referencia, que el bajo ritmo de crecimiento que la actividad económica había registrado en el último trimestre de 2013, había persistido en el 1T14. Específicamente señaló que la mejoría de las exportaciones no había compensado el débil desempeño del consumo y de la inversión privada. En la misma línea, aunque los bancos centrales de Perú y Chile no modificaron sus tasas de política, dieron señales de estar enfrentando débiles datos de crecimiento. El banco de Perú señaló que la economía estaba creciendo a una tasa inferior a su potencial, principalmente por un menor dinamismo de la inversión y las exportaciones, mientras que el banco de Chile informó que los datos reflejaban un bajo dinamismo de la actividad económica, menores datos de inversión y consumo privado, y agregó que evaluaría la posibilidad de introducir recortes adicionales a la tasa de política monetaria.

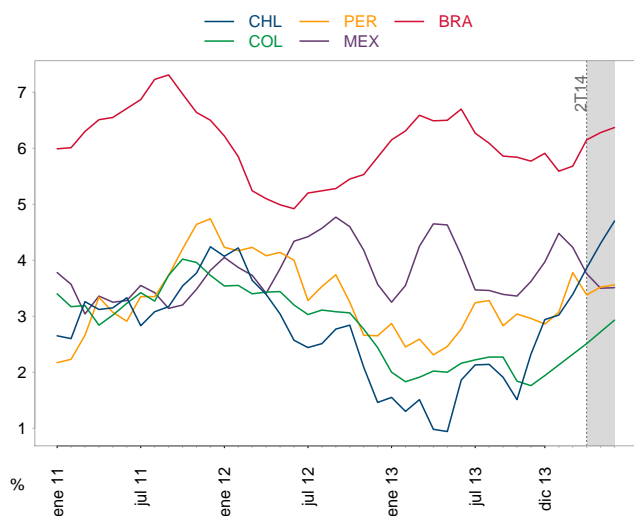
Por su parte, el BR emprendió un proceso de normalización de la política monetaria, al incrementar la tasa de referencia 25 p.b. en cada una de las reuniones de abril, mayo y junio, de tal manera que ésta pasó de 3,25% a 4,0%. En línea con lo informado por los otros países de la región, el BR hizo mención a las expectativas de recuperación mundial en el año 2014, y señaló que se esperaba un ajuste pausado en la liquidez de EE.UU., así como una postura monetaria expansiva de otras economías desarrolladas por un tiempo prolongado. Con respecto a la economía local, informó que se esperaba que la demanda interna continuara creciendo a un buen ritmo y que la economía se acercara al pleno uso de su capacidad productiva en 2014. Por último, mencionó que la convergencia de la inflación hacia el 3% era compatible con una postura de la política monetaria menos expansiva.

En cuanto a la inflación, al comparar los datos anuales de junio de 2014 con respecto a los registrados en marzo, se encuentra que, con excepción de México,

los índices de precios presentaron incrementos en los países de la región. En los casos de Brasil, Chile y Perú la inflación llegó a ubicarse por encima del rango meta de cada banco central (*Gráfico 18 y Cuadro 7*).

Con respecto al crecimiento del 1T14 (datos publicados durante el 2T14), en México y Brasil los datos publicados fueron inferiores a los esperados por los analistas, al tiempo que en Perú el dato fue igual al pronosticado. Por su parte, los datos de Colombia y Chile fueron superiores a los esperados (*Cuadro 8*).

Gráfico 18: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014

País	Anual Mar 2014	Anual Jun 2014	Rango meta 2014
COL	2,51%	2,79%	2,0% - 4,0%
BRA	6,15%	6,52%	2,5% - 6,5%
CHL	3,5%	4,3%	2,0% - 4,0%
MEX	3,76%	3,75%	2,0% - 4,0%
PER	3,38%	3,45%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano, el Indicador Bancario de Referencia (IBR) *overnight* y la Tasa Interbancaria (TIB) aumentaron en línea con la tasa de política, aunque en algunas ocasiones se ubicaron por debajo de ésta 13 p.b. y 12 p.b.,

Cuadro 8: Crecimiento 1T14 y Expectativas para 2014

País	Esp 1T14	Obs 1T14	Esp 14 (Mar 14)	Esp 14 (Jun 14)
COL	5,2%	6,4%	4,47%	4,60%
BRA	2,0%	1,9%	1,7%	1,24%
CHL	2,4%	2,6%	3,7%	3,0%
MEX	2,1%	1,8%	3,23%	2,77%
PER	4,8%	4,8%	5,6%	n.d.

Fuente: Bloomberg.

respectivamente (*Gráfico 21*), ante condiciones de amplia liquidez en el mercado monetario, explicadas por los pagos de impuestos y giros que realizó la Tesorería⁴⁰. El valor de los vencimientos de bonos de deuda pública superó el de las colocaciones (*Gráfico 19*). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas, que en el primer trimestre había llegado a presentar una desviación de 81 p.b. por debajo de la tasa de referencia, en el 2T14 presentó una desviación máxima similar, de 85 p.b., aunque cerró el trimestre con una diferencia de 34 p.b..

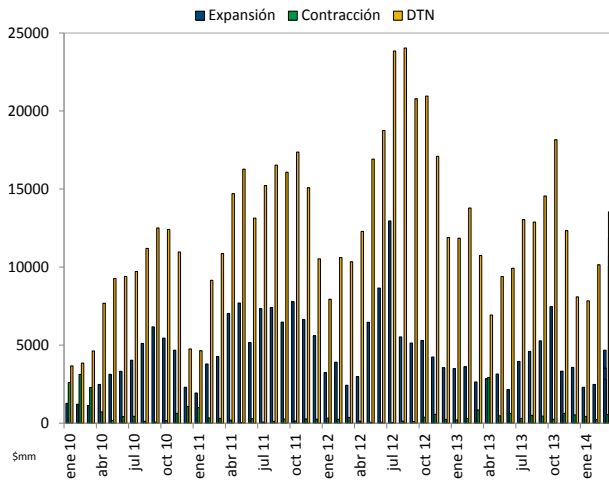
Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre, con excepción de cuatro días⁴¹. La posición del BR frente al sistema financiero pasó de +\$4.188 miles de millones a finales de marzo, a +\$3.562 miles de millones el 27 de junio (*Gráfico 20*). No obstante, al comparar la posición promedio del BR en el 1T14 con la del 2T14, se encuentra que ésta aumentó de \$2.017 miles de millones a \$3.368 miles de millones.

En cuanto al IBR a plazos superiores a un día, el IBR a 3 meses pasó de 3,25% E.A. el 31 de marzo a 4,25% E.A. el 27 de junio, reflejando las mayores expectativas de modificaciones de la tasa de referencia en los próximos meses. En línea con esto, vale la pena des-

⁴⁰El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería pasó de \$9.317 miles de millones el 1T14 a \$12.081 miles de millones el 2T14. Sin embargo, pasó de \$13.277 miles de millones el 31 de marzo a \$10.717 miles de millones el 27 de junio.

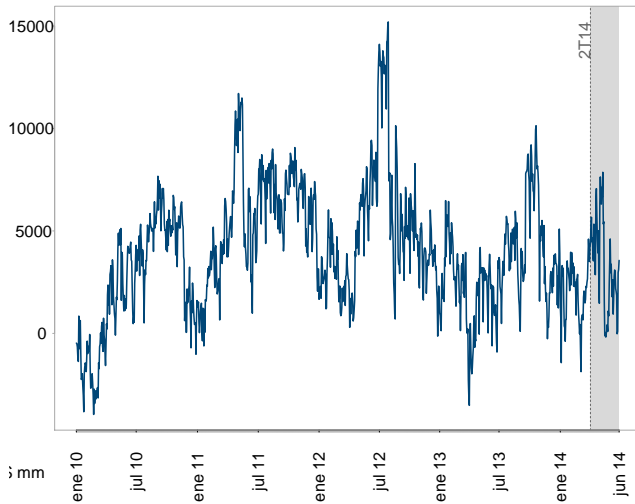
⁴¹El BR fue deudor neto del sistema financiero los días 15 de mayo (\$116 miles de millones), 19 de mayo (\$181 miles de millones), 20 de mayo (\$4 miles de millones) y 20 de junio (\$20 miles de millones).

Gráfico 19: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 20: Posición neta del BR en el Mercado Monetario

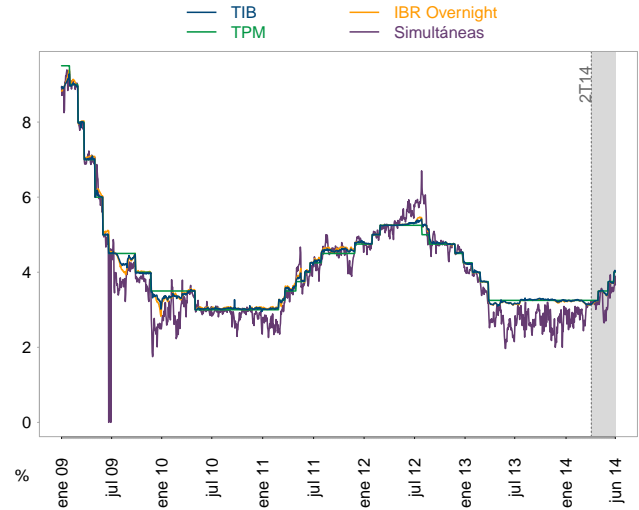


Fuente: Banco de la República.

tacar que las expectativas de inflación para diciembre de 2014 aumentaron de 2,90% en marzo a 3,36% en junio⁴².

⁴²Cifras extraídas de la encuesta mensual realizada por el Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

Durante el 2T14 la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR fue superior a la tasa de referencia en una ocasión⁴³, pese a que ese día la demanda en la subasta de repos fue muy inferior al cupo asignado⁴⁴.

Al comparar los promedios de las tasas del mercado monetario entre el 1T14 y el 2T14, se encuentra que el promedio de la tasa activa⁴⁵ disminuyó 29 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero cayó 9 p.b. (Gráfico 21). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,10% a 6,91%⁴⁶.

⁴³El 15 de mayo la tasa de corte superó la tasa de referencia en 10 p.b.

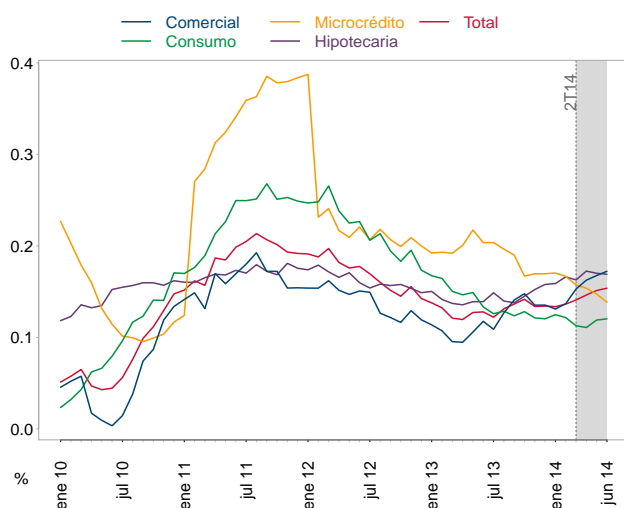
⁴⁴La demanda fue cercana a los \$150 miles de millones, mientras el cupo era \$5.700 miles de millones.

⁴⁵Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

⁴⁶Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 1T14 se calcularon con datos semanales entre el 3 de enero y el 28 de marzo de 2014, y los promedios del 2T14 se calcularon con datos semanales entre el 4 de abril y el 27 de junio de 2014.

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo menor al del trimestre anterior en el caso de la modalidad de microcrédito. Con datos disponibles a junio de 2014, los montos promedio de las carteras comercial, hipotecaria⁴⁷, de microcrédito y de consumo aumentaron 17 % (ant: 15 %), 17 % (ant: 16 %), 14 % (ant: 16 %) y 12 % (ant: 11 %), respectivamente⁴⁸(Gráfico 22).

Gráfico 22: Crecimiento Anual de Cartera



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

De acuerdo con la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁴⁹, los intermediarios financieros señalaron que en el 2T14 percibieron una mayor demanda para todas las modalidades de crédito, después de haber señalado una disminución en marzo. La mayoría de entidades que participaron en la encuesta coincidieron en que, en un escenario de exceso de recursos, éstos serían destinados a otorgar crédito⁵⁰.

⁴⁷Tradicional ajustada.

⁴⁸Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

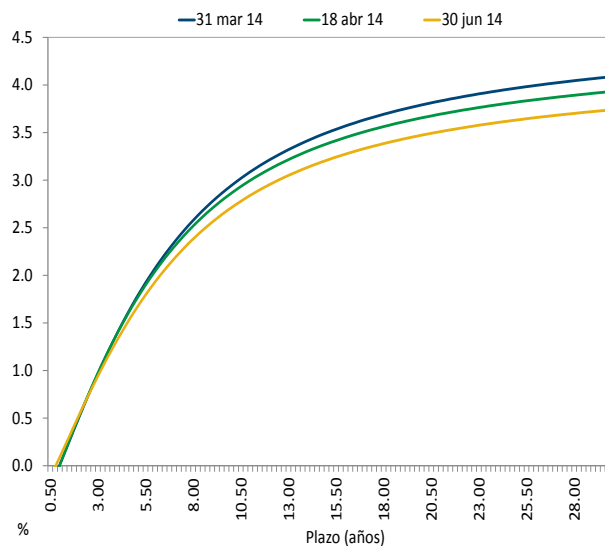
⁴⁹Realizada durante las dos primeras semanas de junio.

⁵⁰Los bancos y cooperativas señalaron como primer destino de

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

Gráfico 23: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

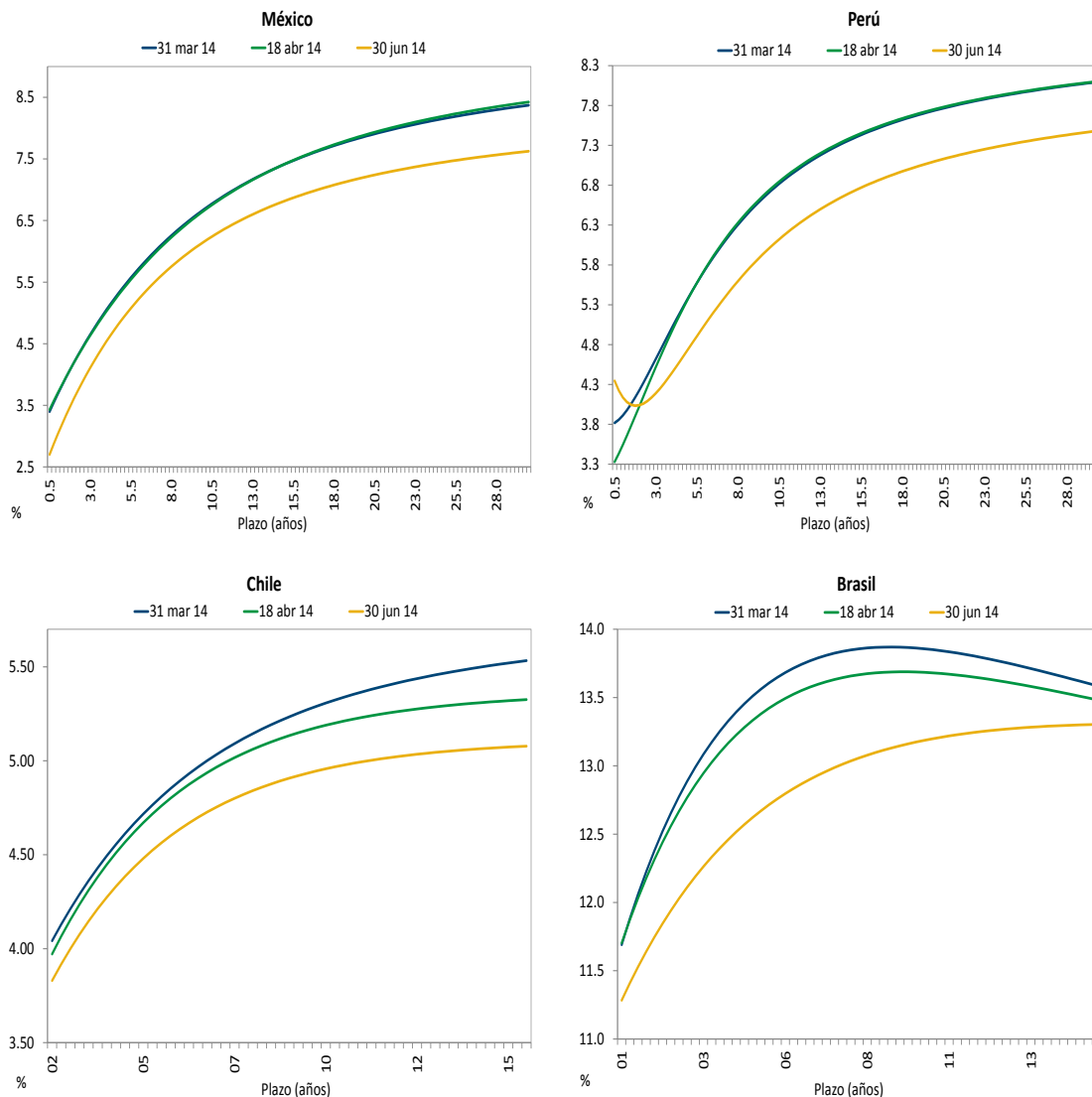
En el 2T14, los títulos de deuda pública interna de EE.UU. y de los países de la región, con excepción de Colombia, se valorizaron. Al comparar las tasas de finales de junio de 2014 con las del último día hábil de marzo, se encuentra que se valorizaron todos los bonos de México, Chile, Brasil, Perú, y los de los tramos mediano y largo de EE.UU.⁵¹.

Las valorizaciones de los bonos de EE.UU. se relacionan con la demanda de activos refugio en los períodos en que aumentó la percepción de riesgo (ante la incertidumbre generada por el conflicto entre Rusia y Ucrania, y algunas preocupaciones con respecto a la

sus excesos de recursos los créditos para consumo, mientras que las CFC escogieron la modalidad de microcrédito.

⁵¹Las tasas del tramo corto de EE.UU. en promedio presentaron un incremento de 7,9 p.b..

Gráfico 24: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

economía europea, caracterizada por niveles bajos de inflación), y en otros momentos, con el apetito por estos bonos dado que ofrecían mayores retornos en comparación con otros activos de menor calificación crediticia. Al comparar las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. del 27 de junio de 2014 con las de marzo, se encuentra que las de los tramos mediano y largo disminuyeron (los bonos se valorizaron), mientras que las del plazo corto permanecieron relativamente estables (Gráfico 23).

Por su parte, las valorizaciones de los países de la región están asociadas a la menor percepción de riesgo sobre estos países (reflejada en los CDS y los EMBI), y el ingreso de capitales ante expectativas de mayor estímulo a la economía china y de amplias condiciones de liquidez internacional dada la continuidad de las políticas

expansionistas de algunos bancos centrales de países desarrollados. Las valorizaciones fueron particularmente importantes en Brasil por el mayor apetito de extranjeros ante la apreciación de la moneda y los altos rendimientos de sus títulos. Cabe mencionar que los bonos de este país se valorizaron pese al aumento de la tasa de referencia y el recorte en la calificación de su deuda a finales de marzo⁵². También es importante destacar que las tasas del tramo corto de la curva de México disminuyeron cerca de 50 p.b., respondiendo al sorpresivo recorte de la tasa de política monetaria (Gráfico 24).

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 31 de marzo y el 27 de junio de 2014, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$183.011 miles de millones a \$185.028 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2014 es de \$30.500 miles de millones, de los cuales \$11.701 miles de millones fueron emitidos entre abril y junio⁵³.

Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el saldo autorizado para 2014 es de \$7.500 miles de millones, pero no se ha realizado ninguna subasta. Por otro lado, no se realizaron subastas de TES de control monetario⁵⁴.

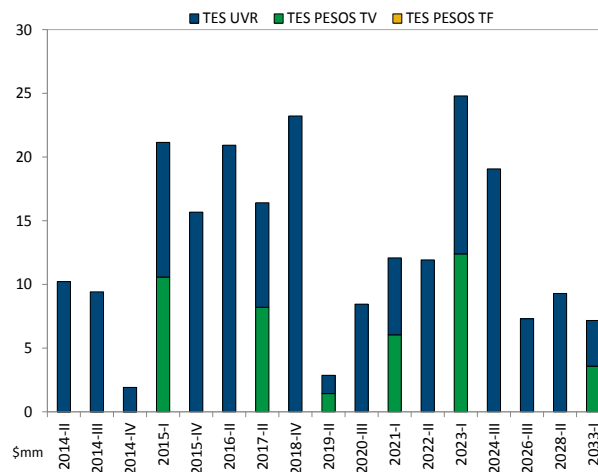
Por otro lado, en el Gráfico 25 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con

⁵²El 24 de marzo S&P recortó la calificación de la deuda soberana de Brasil desde "BBB.a" "BBB-" debido al aumento de la deuda pública y a una desmejora en la estabilidad macroeconómica.

⁵³Valores nominales. \$8.151 miles de millones de TES en pesos, y \$3.550 miles de millones de TES UVR.

⁵⁴Los TES para regular la liquidez de la economía no pueden utilizarse para financiar apropiaciones del presupuesto general de la Nación y son administrados mediante depósito remunerado en el BR. En 2013 se emitieron \$4.489 miles de millones de largo plazo y \$9.197 miles de millones de corto plazo, para un total de \$13.686 miles de millones.

Gráfico 25: Proyección de Vencimientos TES



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

corte al 27 de junio, los vencimientos para el resto del año 2014 representaban un 6,4 % del saldo en circulación.

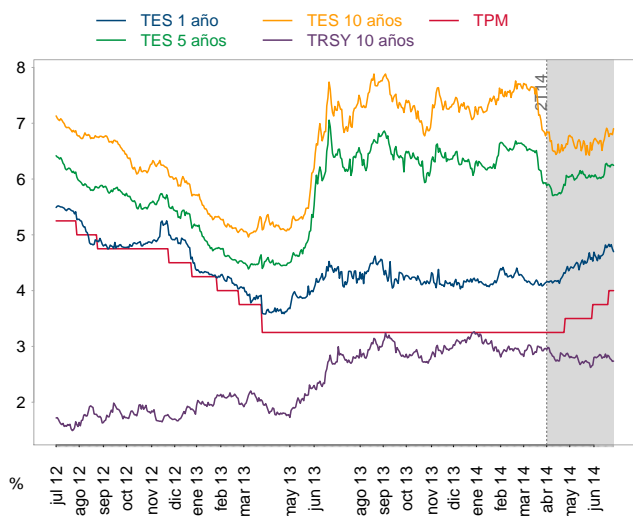
B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Al analizar el comportamiento de los TES en moneda local durante el 2T14, se encuentra que, contrario a lo sucedido con los bonos de los otros países de la región, los TES se desvalorizaron, aunque no alcanzaron a compensar las valorizaciones que habían presentado desde mediados de marzo luego del anuncio de JP Morgan de aumentar la ponderación de los bonos colombianos en sus índices GBI. Así, al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 2T14 con las de finales del 1T14, se observan incrementos en promedio de 55 p.b. entre 0 y 2 años, 39 p.b. entre 2 y 5 años, y 14 p.b. entre 5 y 15 años⁵⁵.

Ante el mayor incremento de las tasas de corto plazo,

⁵⁵Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

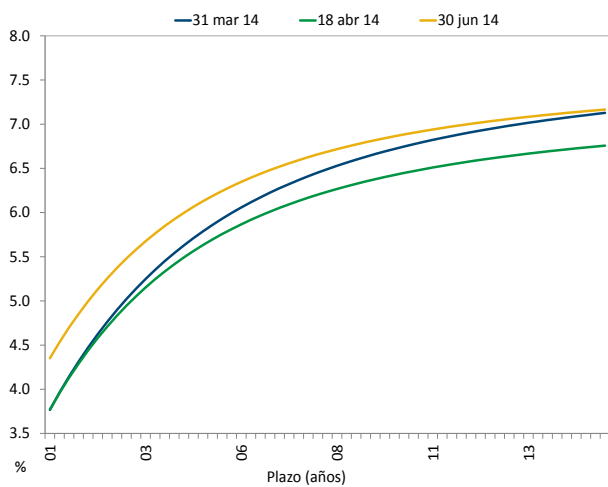
Gráfico 26: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

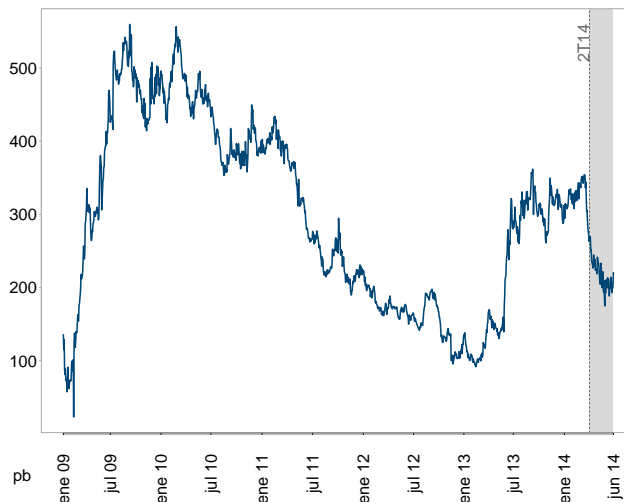
la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años disminuyó al pasar de 263 p.b. el 31 de marzo a 221 p.b. el 27 de junio. (Gráfico 28).

Gráfico 27: Curvas Spot Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Gráfico 28: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Las desvalorizaciones de los TES de corto plazo obedecen principalmente al incremento de la tasa de referencia por parte del Banco de la República, que se transmitió rápidamente a las tasas de estos bonos⁵⁶. En cuanto a los TES de los plazos mediano y largo, las desvalorizaciones también estuvieron asociadas a expectativas de mayor inflación, y a las revisiones del Marco Fiscal de Mediano Plazo y del Plan Financiero en las que se dio a conocer un mayor déficit fiscal esperado para 2014 y 2015 y una mayor meta de emisiones para el año 2014, respectivamente⁵⁷, respectivamente. Las menores desvalorizaciones de los TES de largo plazo parecen obedecer a la demanda por parte de inversionistas extranjeros en este tramo de la curva.

La correlación entre las tasas de los bonos a 10 años de Colombia y EE.UU. aumentó, de tal manera que

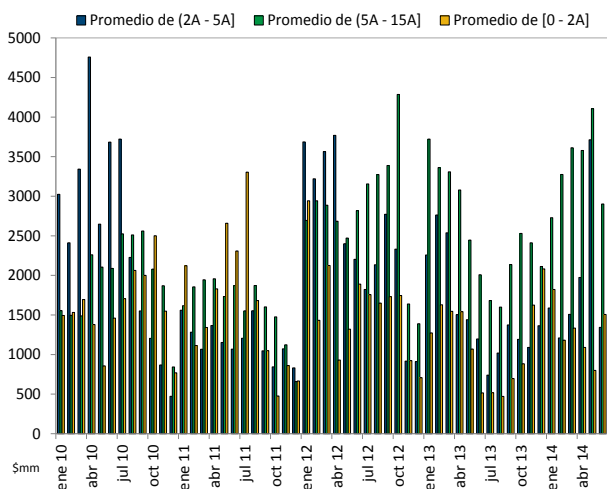
⁵⁶El Banco de la República incrementó 25 p.b. su tasa de referencia en cada una de las reuniones que la JDBR llevó a cabo en abril, mayo y junio de 2014, de tal manera que ésta pasó de 3,25% a 4,0%.

⁵⁷En la revisión del Marco Fiscal de Mediano Plazo, se conoció que el déficit fiscal esperado del año 2014 había pasado de 2,3% a 2,4% del PIB y el del año 2015 de 2,2% a 2,4%, y un incremento en la meta de colocación de deuda interna de \$30,3 billones a \$33,17 billones.

pasó de ser negativa en el 1T14 (-43 % en promedio), a ser positiva durante el segundo trimestre de 2014 (en promedio +44 %).

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$7.036 miles de millones⁵⁸, superior al observado en el mismo período del año 2013 (aproximadamente \$4.933 miles de millones) (Gráficos 29 y 30). En el Gráfico 29 puede observarse que, igual a lo ocurrido en los trimestres anteriores, este trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo mediano y largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en junio de 2016 cuya participación pasó de 11 % a 26 % entre el 1T14 y el 2T14, seguidos de los títulos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 28 % a 24 %. Por su parte, la participación de los bonos con vencimiento en octubre de 2015 disminuyó al pasar de 14 % a 8 %.

Gráfico 29: Monto promedio negociado por plazos de TES

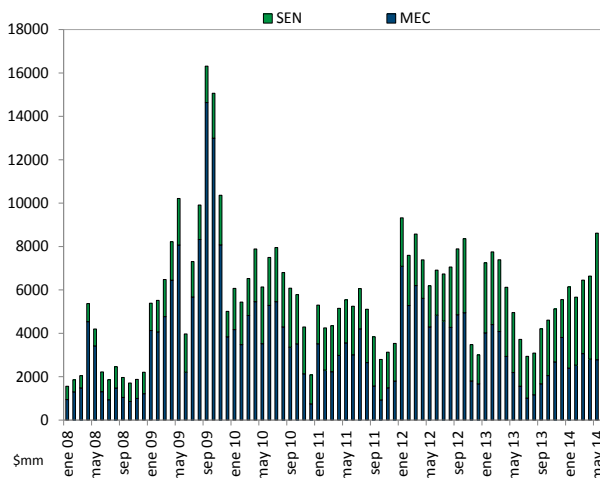


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. Billones de pesos.

Durante este trimestre se dieron a conocer otras noticias importantes para el mercado de deuda pública. En primer lugar, el 9 de junio Citibank lanzó al mer-

⁵⁸Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 30: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

cado GDNs (Notas de Depósito Global⁵⁹) de TES locales. En términos generales, estos productos replican las características principales de los títulos locales como tasa de interés, madurez, y calidad crediticia, pero son negociados en los mercados internacionales, son pagaderos en dólares y permiten al inversionista extranjero aumentar su exposición en TES locales sin la necesidad de adquirirlos directamente, lo que le evita incurrir en costos de administración, de custodia, de conversión cambiaria, y de transferencia de los recursos al exterior. En segundo lugar, el Ministerio de Hacienda anunció el 10 de junio que, con el fin de mejorar el perfil de endeudamiento del Gobierno Nacional, ampliando el plazo de sus bonos y aliviando la carga de pagos de los años 2014 y 2015, había realizado un canje de títulos con el Tesoro Nacional por cerca de \$3,25 billones. En esta operación el Gobierno recibió TES denominados en pesos y UVR con vencimientos en 2014 y 2015 que estaban en poder del Tesoro Nacional, a cambio de nuevos TES en pesos y UVR con vencimientos entre 2017 y 2028.

⁵⁹Conocidos como GDN por sus siglas en inglés (*Global Depository Notes*).

6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con el mercado de TES, los futuros de corto y mediano plazo presentaron desvalorizaciones, especialmente al final del periodo analizado. Sin embargo, se debe resaltar que los futuros de algunas referencias de largo plazo presentaron valorizaciones⁶⁰ durante el trimestre, a diferencia de lo observado en el mercado de TES. El número de contratos negociados de futuros de TES⁶¹ aumentó al pasar de 51.633 contratos en el 1T14 a 60.814 en el 2T14 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$15.203 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 6.939 contratos el 27 de junio, la mayoría con vencimiento en el 2016.

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el 2T14, los bonos de deuda pública externa tanto en dólares como en moneda local de los países de la región presentaron valorizaciones, salvo algunos leves incrementos en las tasas de los títulos con vencimiento en el más corto plazo (*Gráfico 31*, *Gráfico 32* y *Gráfico 33*). Lo anterior puede ser explicado por la reducción de la percepción de riesgo hacia las economías emergentes, resultado de la mayor certidumbre sobre las decisiones de la Fed, los buenos datos de China y la continuidad de las amplias condiciones de liquidez internacional.

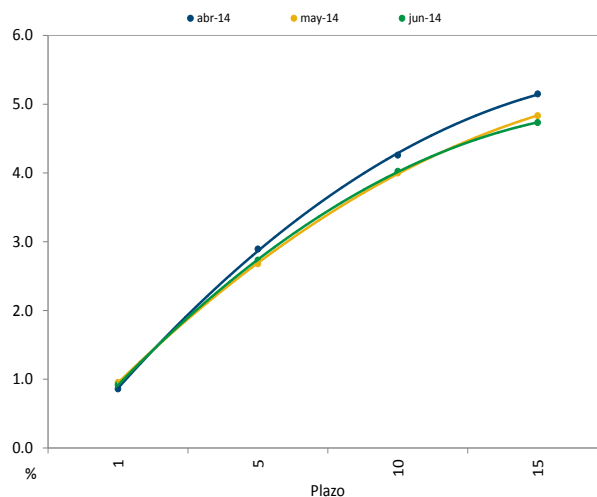
En línea con lo anterior, las primas de riesgo para los países de la región disminuyeron durante el trimestre. En primer lugar, durante el 2T14 los EMBI país, para la muestra de los países de la región, disminuyeron en promedio 19,4 p.b. (11,7%)⁶², y el EMBI+ disminuyó 44,5 p.b. (13,6%) (*Gráfico 34*). Asimismo, los

⁶⁰ Durante el trimestre se valorizaron los futuros de referencias específicas con vencimiento en 2020 y 2026, además de los futuros de TES de largo plazo sin referencia específica.

⁶¹ Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

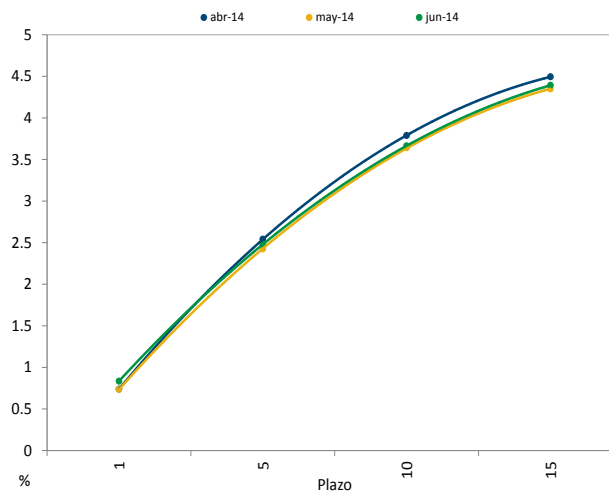
⁶² Variaciones EMBI+ países: Colombia: -23 p.b. (-14,0%), Brasil: -18 p.b. (-8,1%), México: -17 p.b. (-11,1%), Perú -19 p.b. (-

Gráfico 31: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

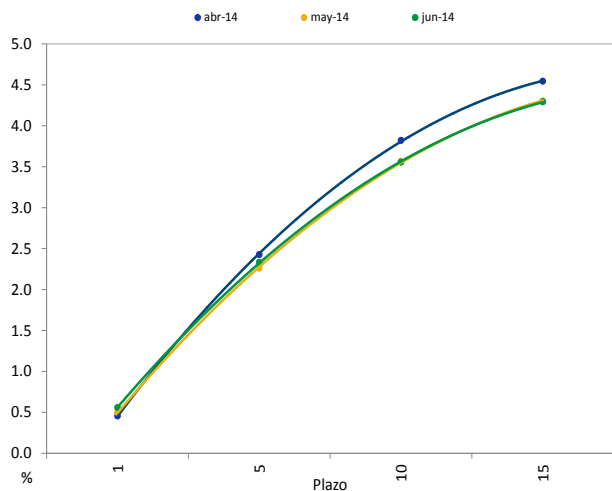
Gráfico 32: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 22,42 (11,4%) y el EMBI Global Chile: -20 p.b. (-14,0%).

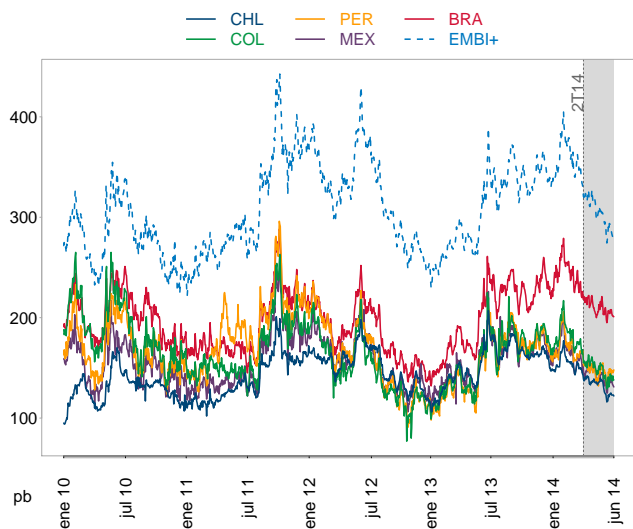
Gráfico 33: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

p.b. (21,0%)⁶³ (Gráfico 35).

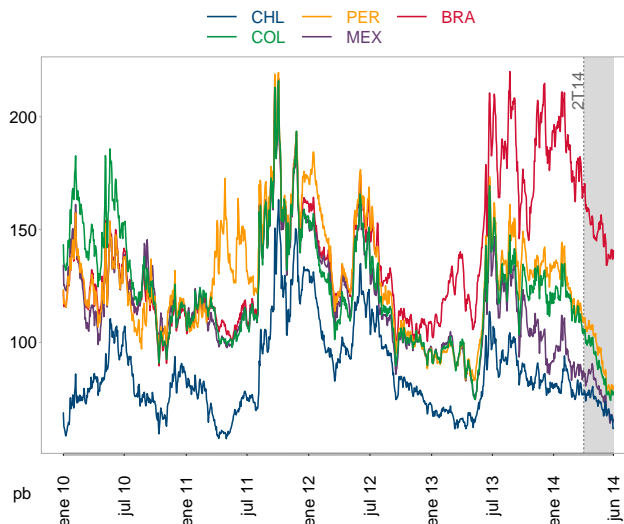
Gráfico 34: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

⁶³Variaciones: Colombia: -25,1 p.b. (-23,7%), Brasil: -24,5 p.b. (-14,5%), México: -20,4 p.b. (-23,4%), Chile: -13,7 p.b. (-17,7%) y Perú: -28,3 p.b. (-25,5%).

Gráfico 35: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

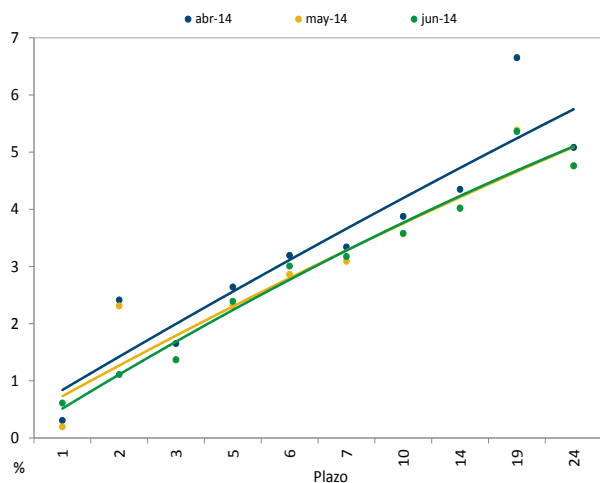
6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el segundo trimestre del año, los bonos de deuda externa colombiana en dólares presentaron valorizaciones en los tramos medio y largo, mientras que los títulos de más corto plazo presentaron desvalorizaciones (Gráfico 36 y Gráfico 37). De la misma manera, la deuda externa denominada en pesos presentó valorizaciones durante el periodo analizado, a excepción del título con vencimiento en el 2015.

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, en comparación con los últimos datos del trimestre anterior, el EMBI+ Colombia presentó una disminución de 23 p.b. (14,0%) y el CDS a 5 años disminuyó 25,1 p.b. (23,7%). Lo anterior en línea con el comportamiento de la región.

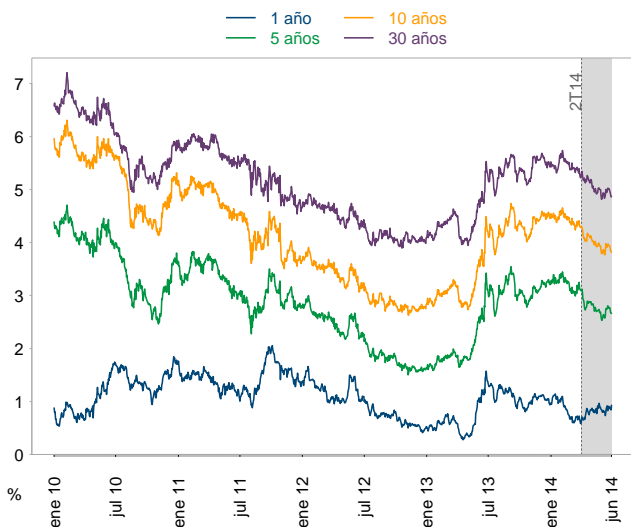
En el Gráfico 38 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denominados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre, este spread aumentó para cada uno de los plazos. Para

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



Fuente: Bloomberg.

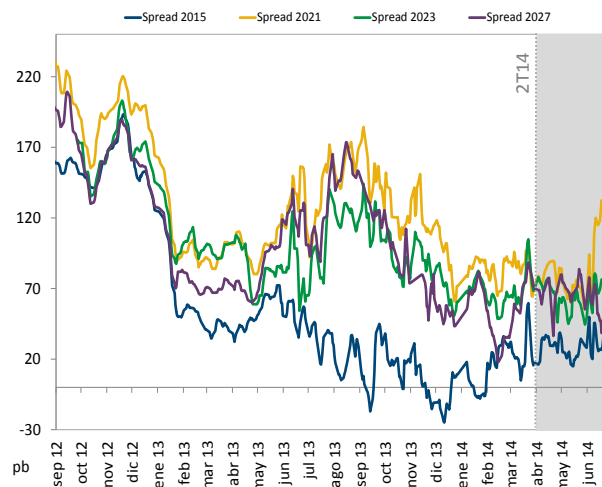
Gráfico 37: Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia



Fuente: Bloomberg.

los títulos con vencimiento en el 2015, el comportamiento del *spread* fue resultado de desvalorizaciones de los bonos locales superiores a las desvalorizacio-

Gráfico 38: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg.

nes de los TES Globales. Por su parte, para los títulos con vencimiento en el 2021 y 2023 el incremento estuvo explicado por valorizaciones de los TES Globales junto con desvalorizaciones de los TES locales. Finalmente, el incremento del *spread* de los títulos con vencimiento en el 2027 estuvo relacionado con valorizaciones de los TES Globales superiores a las valorizaciones de los bonos locales.

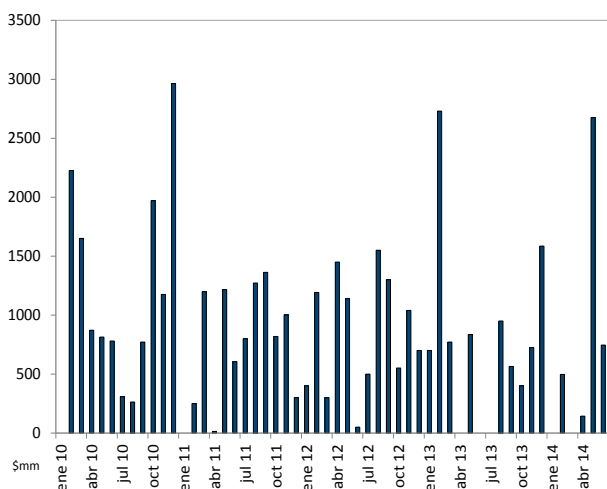
7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 2T14 el mercado primario de deuda privada presentó una recuperación importante en términos de los montos colocados con un aumento de 617% frente a lo observado en el trimestre inmediatamente anterior con un monto trimestral equivalente a \$3.564 miles de millones⁶⁴ (ant: \$496 miles de millones) (Gráfico 39); cabe destacar que el nivel de colocaciones del trimestre anterior había sido el mínimo desde el 1T08. El aumento de las colocaciones pudo estar relacionado a

⁶⁴Dicho monto equivale a 1,43 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

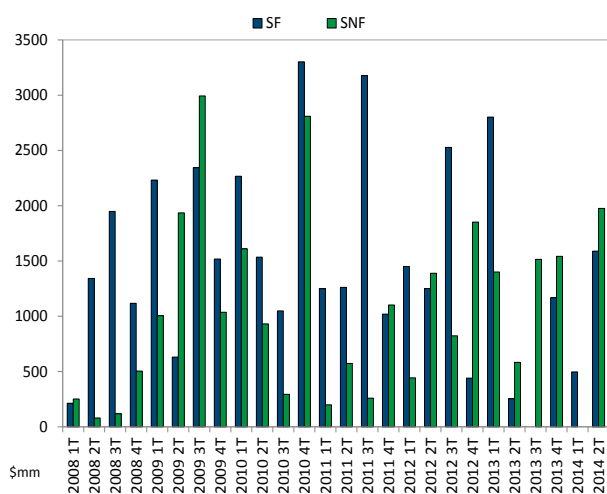
una menor incertidumbre sobre el entorno internacional.

Gráfico 39: Monto Total Colocado (2010 - 2014)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 40: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

En el periodo analizado, el sector financiero tuvo una participación de 45 % en las colocaciones. Las colocaciones del sector financiero durante el trimestre fueron

de \$1.588 miles de millones⁶⁵. Por otra parte, el sector no financiero, que no había presentado colocaciones el trimestre anterior, tuvo una participación de 55 % en los montos colocados, con un monto de \$1.975 miles de millones⁶⁶ (Gráfico 40).

Cuadro 9: Emisiones Deuda Privada 2T14

Entidad	Emisiones	Plazos	Tasas
Finandina	3	2 a 3 años	IBR, DTF
Grupo Sura	4	2 a 16 años	IBR, IPC
Banco de Occidente	3	3 a 10 años	IBR, IPC
Banco Davivienda	3	3 a 10 años	IBR, IPC
Emgesa	3	6 a 16 años	IPC
Banco Popular	2	2 a 3 años	IBR
Titularizadora Colombiana	1	10 años	Tasa Fija
Credifamilia	1	15 años	UVR
Sociedades Bolívar	3	5 a 20 años	IPC
Serfinanza	2	3 a 5 años	IBR, IPC

Fuente: BVC.

Durante el trimestre distintas entidades realizaron colocaciones (Cuadro 9). La mayor parte de las emisiones se ataron a IPC (62%), seguidas por IBR (33%), tasa fija (4%), DTF (0,6%) y UVR (0,6%) (Gráfico 41). El 36% de las emisiones se realizaron a plazos entre 5 y 10 años, seguidas por los plazos de 2 a 5 años (32%), 10 a 20 años (17%), y 0 a 2 años (15%) (Gráfico 42).

De otra parte, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas aumentó 0,25 respecto al trimestre anterior; la demanda por colocaciones (\$7.906 miles de millones) fue 2,22 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$978miles de millones, 1,96 veces) (Gráfico 43).

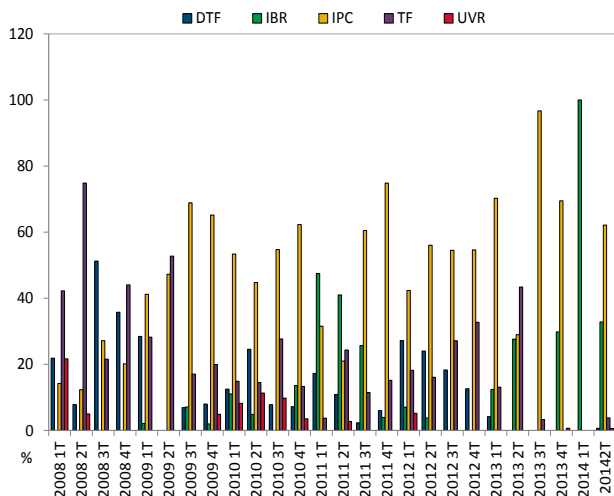
8 Mercado Accionario

En el 2T14 los índices accionarios de países desarrollados y de países de América Latina presentaron valorizaciones ante la mejora en las condiciones economi-

⁶⁵Equivale a 1,08 veces su promedio histórico de colocaciones.

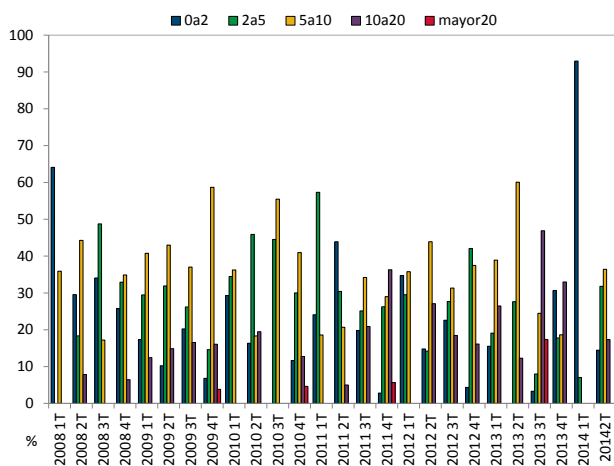
⁶⁶Equivale a 1,88 veces su promedio histórico.

Gráfico 41: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 42: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación

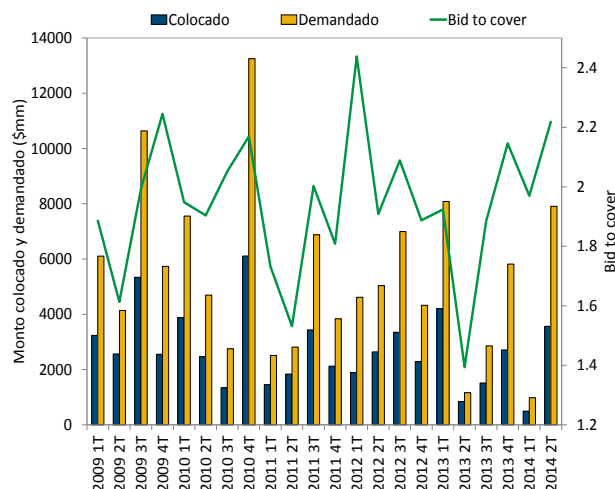


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

cas a nivel global. Los índices accionarios de Estados Unidos, Europa, Japón y China presentaron valorizaciones⁶⁷, ante la publicación de datos económicos po-

⁶⁷El S&P500 se valorizó 4,7%, el Nasdaq 5,0%, el Dow Jones 2,2%, el Eurostoxx 2,1%, el Nikkei 2,3% y el Shanghai Index

Gráfico 43: Monto Colocado VS Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

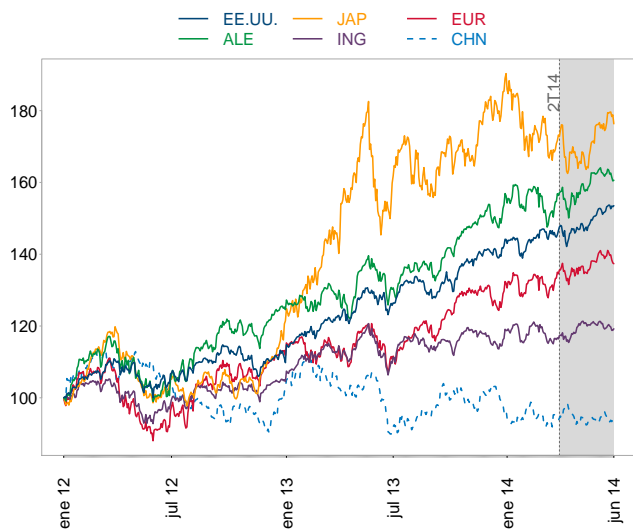
sitivos en EE.UU, las medidas de estímulo económico implementadas por el Gobierno y del Banco Central de China, la publicación de datos económicos positivos en China, Japón y Europa, y la reducción por parte del Banco Central Europeo de las tasas de interés a mínimos históricos, junto con las medidas anunciadas para inyectar liquidez a esta economía (Gráfico 44).

Lo anterior se vio reflejado en una disminución en la percepción de riesgo internacional, que aumentó el apetito de inversionistas extranjeros por activos de mayor riesgo e incrementó los flujos de capitales hacia países emergentes; lo cual unido al aumento en el precio de varios *commodities* impulsó al alza los índices accionarios de países emergentes. Específicamente, en América Latina, los índices accionarios se valorizaron: Perú 16,5%, México 5,6%, Brasil 5,5%, Chile 2,7% y Colombia 1,0% (COLCAP) (Gráfico 45). El comportamiento de la bolsa de Lima en el trimestre estuvo impulsado por la valorización de las empresas mineras⁶⁸, la publicación de buenos resultados corpo-

0,7%.

⁶⁸La actividad económica se habría expandido 6% en marzo, por encima del 5.72% observado en febrero.

Gráfico 44: Índices accionarios países desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

rativos, el avance en los precios de los metales⁶⁹, y la presentación al Congreso de un proyecto de Ley que, entre otros, busca dinamizar la inversión en sectores como el minero, el de hidrocarburos y el de telecomunicaciones.

La valorización de la bolsa colombiana se dio principalmente en el mes de junio y pudo estar influenciada por la publicación de datos positivos de crecimiento del 1T14 y de actividad del sector real⁷⁰, por los buenos indicadores de confianza del consumidor y de industriales. Adicionalmente, el COLCAP estuvo impulsado por la valorización de la acción de Isagen ante mayores expectativas del proceso de venta por parte del Gobierno, tras el resultado de las elecciones presidenciales, y el aumento en el precio del petróleo⁷¹.

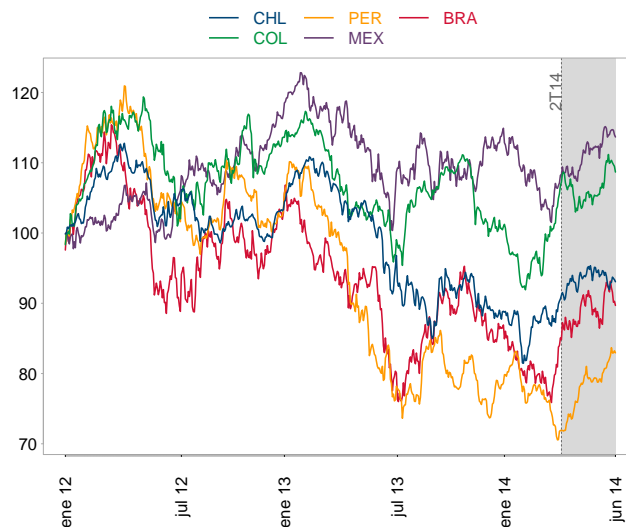
En el Gráfico 46 se puede observar que el promedio

⁶⁹El oro se valorizó 2,5% en el trimestre, la plata 6,0% y el cobre 5,1%.

⁷⁰Según el DANE, la economía creció 6,4% en el 1T14, dato superior al esperado de 5,2%. En 2013 la expansión de la actividad real se ajustó de 4,3% a 4,7%.

⁷¹En el trimestre, el precio del petróleo WTI aumentó 3,7% y el del petróleo BRENT 4,8%.

Gráfico 45: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

de los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región, en el segundo trimestre de 2014, fue inferior al promedio observado en el primer trimestre en los casos de Chile, Colombia y México, y superior para Brasil⁷². El IBOV de Brasil fue el índice que, en promedio, presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (2,49), seguido por el IGBVL de Perú (1,99), IGBC de Colombia (1,72), el MEXBOL de México (1,31) y el IPSA de Chile (1,21).

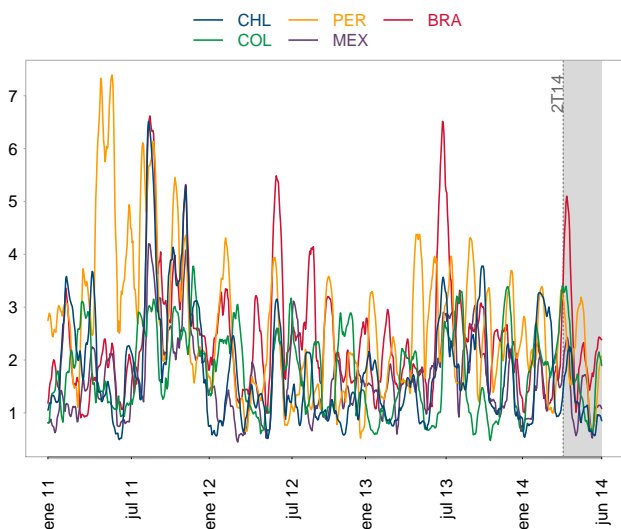
En materia de volatilidad condicional⁷³, durante el 2T14 el promedio en la región se redujo 6,4% respecto al trimestre anterior. En particular, en el trimestre todas las volatilidades de los índices accionarios de los países analizados se redujeron: del IPSA de Chile 15,1%, del MEXBOL de México 8,6%, del IGBC de Colombia 8,2%, del IBOV de Brasil 7,3% y del IGBVL de Perú 7,2%⁷⁴ (Gráfico 47).

⁷²En términos de promedios, disminuyeron los coeficientes de variación del IPSA de Chile 35% (de 1,87 a 1,21), del IGBC de Colombia 13% (de 1,97 a 1,72), del IGBVL de Perú 11% (de 2,24 a 1,99) y del MEXBOL de México 10% (de 1,46 a 1,31); y aumentó el del IBOV de Brasil 50% (de 1,66 a 2,49).

⁷³Medida a través de modelos GARCH(1,1).

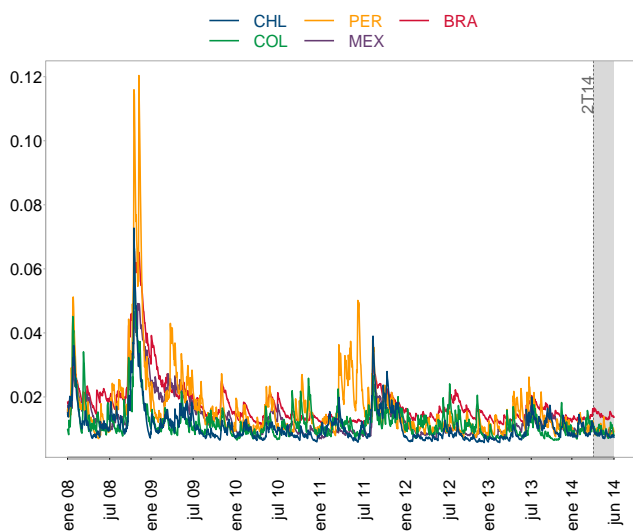
⁷⁴La volatilidad condicional promedio del IBOV de Brasil fue

Gráfico 46: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

Gráfico 47: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



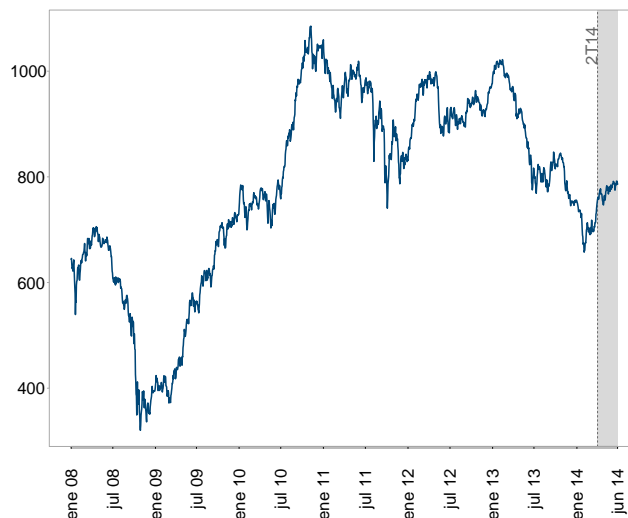
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano

0,0144, la del *IPSA* de Chile 0,0082, la del *MEXBOL* de México 0,0089, la del *IGBC* de Colombia 0,0094 y la del *IGBVL* de Perú 0,0095.

(MILA), durante el 2T14 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones en el mercado MILA por \$1.455 millones⁷⁵, frente a ventas netas de \$8.196 millones, \$3.990 millones y \$1,725 millones observadas en el 1T14, 4T13 y 3T13, respectivamente. Es importante anotar que en el periodo el 96 % de las ventas realizadas por la BVC fueron de activos colombianos, mientras que el 99% de las compras fueron de activos colombianos que estaban en poder de extranjeros. El índice *S&P Mila 40*, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 48), presentó una valorización de 4,1 % durante el segundo trimestre de 2014, mientras que en 2013 y en el primer trimestre de 2014 se había desvalorizado.

Gráfico 48: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

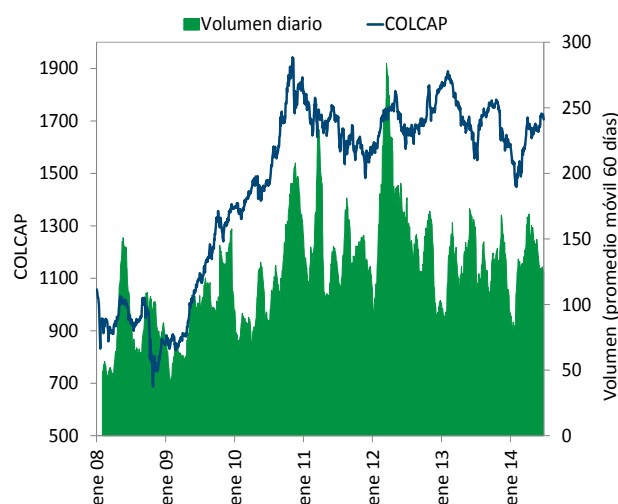
En Colombia, el promedio diario negociado durante el segundo trimestre de 2014 en el mercado accionario fue de \$168 miles de millones, superior al observado en el primer trimestre de 2014 y en el cuarto y tercer trimestre de 2013⁷⁶. El *COL20* presentó una valorización durante el periodo analizado de 1,1 %. Los principales oferentes netos en el mercado secundario de

⁷⁵ventas de \$12.051 millones y compras de \$10.597 millones.

⁷⁶\$158 miles de millones, \$150 miles de millones y \$148 miles de millones, respectivamente.

acciones durante el periodo fueron los fondos de pensiones y cesantías, las personas naturales y el sector real, que ofrecieron en neto \$462 mil millones, \$433 mil millones y \$367 mil millones, respectivamente. Por otra parte, los principales demandantes netos fueron los extranjeros, los programas ADR y las sociedades comisionistas de bolsa, que demandaron \$540 mil millones, \$399 mil millones y \$290 mil millones, respectivamente.

Gráfico 49: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

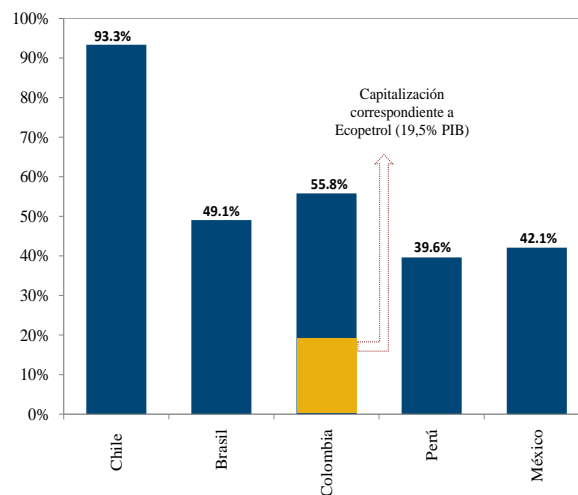
En cuanto a la negociación de futuros de *COLCAP*, durante el trimestre se negociaron 219 contratos frente a 255 contratos negociados en el 1T14⁷⁷ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

Con datos estimados del PIB de 2013⁷⁸ y datos de capitalización bursátil a mayo de 2014, se compararon los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el *Gráfico 50* se puede observar que la bolsa de Chile tiene una capitalización bursátil como porcentaje del PIB de 94,6%, siendo el más alto de la región,

⁷⁷El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.

⁷⁸Fuente: FMI.

Gráfico 50: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

seguido por el de las bolsas de Colombia (54,1%), Brasil (46,7%), México (40,8%) y Perú (38,1%).

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a mayo de 2014⁷⁹, en la región la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 64,9%, seguida por las bolsas de Chile (11,6%), Colombia (10,5%) y Perú (3,7%)⁸⁰.

⁷⁹Este 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*.

⁸⁰Desde abril de 2014 no hay información disponible para México.