



# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre de 2014

Banco de la República

Febrero de 2015

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

## **Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales**

Pamela Cardozo  
Subgerente

## **Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados**

Sandra Benítez  
Directora

## **Sección Desarrollo de Mercados**

Juan Sebastián Rojas  
Jefe

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

## **Estudiantes en práctica profesional**

Cristiam Leonardo Rincón  
Juan Pablo Medina

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Mercado cambiario . . . . .	6
2.2	Mercado monetario . . . . .	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	6
2.4	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>11</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>15</b>
5.1	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	18
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>20</b>
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia . . . . .	20
6.2	Mercado de Deuda Pública . . . . .	24
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	24
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	26
6.3	Contratos de Futuros de TES . . . . .	30
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	30
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	31
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>33</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>35</b>

## Índice de Gráficos

1	Indices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	8
2	Tasa de política monetaria e interbancaria de EE.UU. . . . .	9
3	Tasa de política monetaria e interbancaria de la Zona Euro . . . . .	10
4	Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra . . . . .	10
5	Flujos por inversión de portafolio de agentes extranjeros en economías emergentes . . . . .	11
6	Índices de Confianza . . . . .	12
7	Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 4T14 (EOF) . . . . .	13
8	Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 2014 (EOF) . . . . .	13
9	Densidades de las Expectativas de Inflación para el 2014 (EOF) . . . . .	14
10	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	14
11	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	14
12	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	14
13	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .	15
14	Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna . . . . .	15
15	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	16
16	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	16
17	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	18
18	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	18
19	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	19
20	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	20
21	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	21
22	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	22
23	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día) . . . . .	22
24	Promedio Mensual de Saldos Diarios . . . . .	23
25	Posición Neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	23
26	Crecimiento Anual de Cartera . . . . .	24
27	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	25
28	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	26
29	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	27
30	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	27
31	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	27
32	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	28
33	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	29
34	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	29
35	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	31
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	31
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	31
38	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	31
39	Credit Default Swaps 5 años . . . . .	32
40	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	32
41	Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia . . . . .	32
42	TES Globales vs TES locales . . . . .	33
43	Monto Total Colocado . . . . .	33

44	Monto Colocado por Sector . . . . .	33
45	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	34
46	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	34
47	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	34
48	Índices Accionarios Países Desarrollados . . . . .	36
49	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	36
50	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región . . . . .	37
51	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	37
52	<i>S&amp;P MILA 40</i> . . . . .	37
53	<i>IGBC</i> y Volumen Transado Diario . . . . .	38
54	Capitalización Bursátil/PIB . . . . .	38
55	Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable . . . . .	38

## Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo . . . . .	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	15
3	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	17
4	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otros Mecanismos de Intervención Cambiaria . . . . .	17
5	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	17
6	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	17
7	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI . . . . .	17
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM . . . . .	20
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014 . . . . .	22
10	Crecimiento 3T14 y Expectativas para 2014 . . . . .	22
11	Emisiones Deuda Privada 4T14 . . . . .	34

## 1 Introducción

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

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

El 2014 se caracterizó, en su mayor parte, por volatilidad en la percepción de riesgo a nivel internacional en la medida en que la economía de EE.UU. continuó presentando avances en su proceso de recuperación económica, lo cual se evidenció en la apreciación del dólar, y por la continuidad en las condiciones de liquidez ante las medidas de los Bancos Centrales de países desarrollados y de algunos emergentes. No obstante, diversos factores como la incertidumbre sobre el momento en que la Reserva Federal (Fed) iniciará su proceso de normalización de tasas, así como los signos de desaceleración de la economía China y el debilitamiento económico de la Zona Euro, generaron preocupaciones que afectaron, en varios episodios, los resultados de los diferentes mercados financieros. Otros factores como presiones geopolíticas provenientes de los conflictos entre Rusia y Ucrania, tensiones militares en Oriente Medio, y para el caso de los exportadores de materias primas, la caída de los precios de los *commodities*, también influenciaron la evolución de los mercados y generaron incertidumbre sobre el ritmo de la recuperación económica global.

En el caso Colombiano, el desempeño de los diferentes mercados en 2014 fue determinado principalmente por la coyuntura internacional y en menor medida por factores de carácter local. En los factores externos se destacó la decisión de JP Morgan de incrementar la participación de los bonos de Colombia dentro de sus índices de renta fija, lo cual generó una entrada importante de inversionistas a este segmento. Entre los factores locales se destacaron los buenos resultados en el crecimiento económico así como la recuperación de la confianza de los sectores comercial e industrial. Sin embargo, otros factores como las decisiones financieras del Tesoro Nacional, así como los efectos fiscales que podría traer la caída del precio del petróleo, entre otros, generaron hacia la parte final del año preocupaciones que afectaron las decisiones de inversión tanto de agentes locales como internacionales. En este contexto, el peso, el mercado accionario y el de renta fija, culminaron el año con caídas.

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 cuarto trimestre, en línea con lo observado en los trimestres anteriores, el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, a las monedas de América Latina y a las de los demás países emergentes. La mayor preferencia de los agentes por el dólar estadounidense se dió en contexto de mejores fundamentales económicos en EE.UU. que incrementaron la incertidumbre con respecto al momento en el cual Fed aumentaría su tasa de interés de referencia y de mayor percepción de riesgo internacional ante expectativas de desaceleración de la economía mundial.

### 2.2 Mercado monetario

Durante el año 2014 continuaron los estímulos monetarios por parte de bancos centrales de países desarrollados a través de diferentes mecanismos como tasas de referencia bajas (en mínimos históricos), anuncios de nuevos programas de compra de activos, entre otros.

En el cuarto trimestre de 2014 la Fed puso fin al programa de compra de bonos y mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%. Por su parte, el Banco Central Europeo y el Banco Central de Inglaterra mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos. Por su parte, el Banco Central de Japón decidió modificar su política a través de operaciones de mercado abierto para que la base monetaria aumentara a un ritmo anual de JPY80 trillones (ant: JPY60 – JPY70 trillones).

En Latinoamérica, durante el cuarto trimestre el Banco de la República y los Bancos Centrales de México y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, mientras que el Banco Central de Brasil la incrementó 75 p.b. y el de Chile la redujo 25 p.b.. Así, en todo el año los bancos centrales de Chile, México y Perú recortaron sus tasas de referencia en 150 p.b., 50 p.b. y 50 p.b. a 3,0%, 3,0%, y 3,5%, respectivamente. Por el contrario, los Bancos Centrales de Brasil y Colombia incrementaron sus tasas de política 175 p.b. y 125 p.b., de tal manera que cerraron diciembre en 11,75% y 4,5%, respectivamente.

### 2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 4T14 los títulos de deuda pública interna de largo plazo de EE.UU. y de los países de la región presentaron valorizaciones con excepción de los de Brasil y Colombia. Por su parte, los bonos de los tramos cortos de las curvas registraron desvalorizaciones en los casos de Brasil, Perú y México, y permanecieron relativamente estables en los casos de Colombia y Chile. En el caso de los bonos de EE.UU., las valorizaciones se asocian a la demanda de activos refugio ante las preocupaciones en torno al crecimiento a nivel global, principalmente el de Europa y China. Por su parte, la valorización de los bonos de largo plazo de México, Chile y Perú, se presentó en octubre y noviembre, y está relacionada con expectativas de que el primer incremento de la tasa de referencia por parte de la Fed sería más tarde de lo inicialmente descontado, y continuarían las amplias condiciones de liquidez a nivel internacional

por un periodo de tiempo prolongado. Por su parte, en el trimestre Colombia presentó desvalorizaciones ante preocupaciones relacionadas con la situación fiscal del Gobierno.

Así, al comparar las tasas de finales de 2014 con las de un año atrás (diciembre de 2013), se encuentra que los bonos de largo plazo de Colombia se desvalorizaron, al tiempo que los de EE.UU. y otros países de la región registraron valorizaciones. El tramo corto de la curva de Colombia también presentó desvalorizaciones ante el incremento de la tasa de referencia, en línea con el comportamiento de los bonos de Brasil, país que también implementó una política monetaria contractiva durante el año 2014.

En cuanto a la deuda pública externa de la región denominada en dólares, durante el trimestre ésta presentó algunas desvalorizaciones, principalmente en los tramos corto y medio de las curvas, lo cual se explica por la reducción del apetito de los inversionistas por activos de estas economías frente a la incertidumbre por la continuidad de la política monetaria expansiva de la Fed, las caídas en los precios de los *commodities*, en particular del petróleo, expectativas de menor crecimiento global y factores geopolíticos que incrementaron la percepción de riesgo. Lo anterior contrastó con las valorizaciones observadas durante el primer semestre del año, asociadas con las expectativas de que las amplias condiciones de liquidez internacional se mantendrían por un periodo prolongado. Así, en el 2014 la deuda externa en dólares de los países de la región se valorizó en el largo plazo, mientras que los tramos corto y medio presentaron desvalorizaciones, las cuales se dieron principalmente en diciembre.

## 2.4 Mercado accionario

En el 4T14 se observaron valorizaciones en los mercados accionarios de EE.UU. y Asia, mientras que para el caso de la Zona Euro no se presentaron variaciones significativas. A su vez, los índices de países de América Latina disminuyeron ante los aumentos en la percepción de riesgo internacional y a la reducción en los precios de los *commodities*. En el caso de EE.UU., Asia y Europa, el comportamiento fue similar a lo observado en los trimestres anteriores. Para el caso latinoamericano, las desvalorizaciones del cuarto trimestre contrarrestaron las ganancias registradas entre marzo y septiembre. De esta manera, en el año se desvalorizaron los mercados accionarios de Latinoamérica, los de EE.UU. y Asia se valorizaron y en el caso de la Europa éstos cerraron el año en niveles cercanos a los del cierre de 2013.

### 3 Entorno internacional

El año 2014 se caracterizó por un aumento de los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional (medida a través del VIX, VSTOXX y MOVE) lo cual estuvo influenciado por menores perspectivas de crecimiento mundial, particularmente de la Zona Euro y China, por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania y en Medio Oriente, por el rumbo de la política monetaria en EE.UU. y, para el caso de países emergentes, en particular los exportadores de *commodities*, por la disminución de los precios de las materias primas.

En particular, en el cuarto trimestre de 2014 (4T14) los índices accionarios presentaron un comportamiento mixto<sup>1</sup> y los índices de percepción de riesgo a nivel internacional aumentaron frente al cierre del trimestre anterior<sup>2</sup>. Este comportamiento estuvo asociado a la incertidumbre en torno al rumbo de la política monetaria expansiva en EE.UU., a la publicación de datos económicos negativos en Europa y China y a la crisis política en Grecia (Gráfico 1).

Entre octubre y noviembre, la percepción de riesgo a nivel internacional disminuyó ante expectativas de que la Fed mantuviera su tasa de política monetaria en los niveles actuales hasta diciembre de 2015<sup>3</sup>. A lo anterior se sumó la ampliación del plan de estímulo monetario por parte del Banco Central de Japón<sup>4</sup>, el recorte

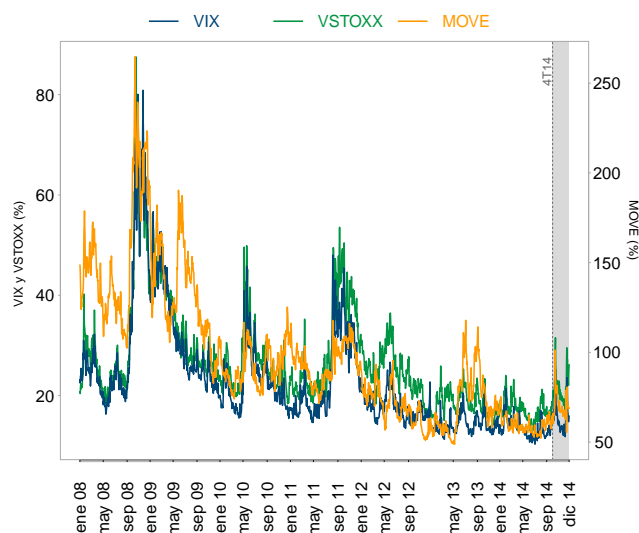
<sup>1</sup>En el 4T14 los índices *Nasdaq*, *Dow Jones* y *S&P500* se valorizaron 5,4%, 4,6% y 4,4%, respectivamente. El *Shanghai Stock Exchange Composite* de China y el *Nikkei* de Japón se valorizaron 37% y 7,9%, respectivamente. Por su parte, el *FTSE 100* de Inglaterra y el *Eurostoxx* se desvalorizaron 0,9% y 2,5%, respectivamente.

<sup>2</sup>En el periodo analizado el VIX pasó de 16,31% a 19,2% y el VSTOXX pasó de 17,85% a 26,18%.

<sup>3</sup>De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros sobre los Fondos Federales, entre el 30 de septiembre y el 30 de noviembre de 2014 la expectativa de incrementos en la tasa de interés de referencia de la Fed pasó de septiembre de 2015 a diciembre de 2015.

<sup>4</sup>El 31 de octubre de 2014 Banco Central de Japón decidió modificar su política a través de operaciones de mercado abierto de tal manera que la base monetaria aumente a un ritmo anual de JPY80

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



Fuente: Bloomberg.

de la tasa de política monetaria por parte del Banco Central de China<sup>5</sup> y expectativas de nuevos estímulos por parte del Banco Central Europeo, con el fin de combatir la baja inflación y reactivar la dinámica económica del bloque. Adicionalmente, en el periodo se conocieron datos positivos de actividad económica y del mercado laboral en EE.UU.<sup>6</sup> y Reino Unido<sup>7</sup>.

trillones (ant: JPY 60 – JPY 70 trillones).

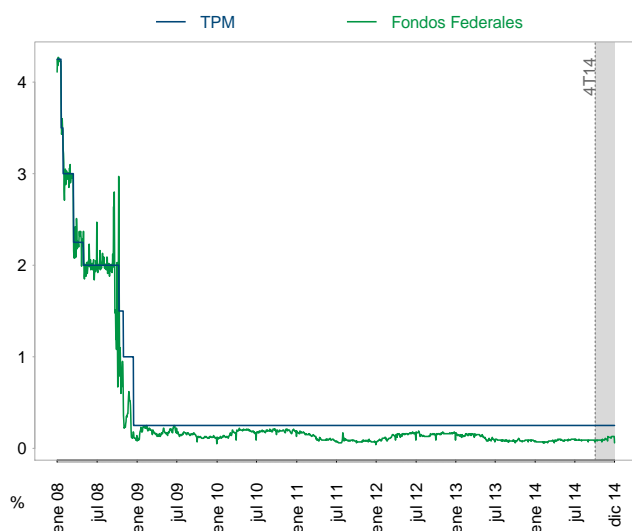
<sup>5</sup>El Banco Central de China recortó su tasa de préstamos en 40 p.b. y su tasa de depósitos bancarios en 25 p.b. ubicándolas en 5,6% y 2,75%, respectivamente.

<sup>6</sup>Los datos económicos positivos publicados en este periodo fueron: (i) el índice de precios de vivienda S&P Case-Schiller de septiembre registró un aumento de 0,34% (esp: 0,3%, ant: -0,12%), (ii) la tasa de desempleo disminuyó de 6,1% en agosto, a 5,9% en septiembre y a 5,8% en octubre, (iii) en octubre el índice ISM manufacturero pasó de 56,6 puntos a 59 puntos (esp: 56,1 puntos), (iv) el índice de confianza de la Universidad de Michigan aumentó durante dos meses consecutivos, ubicándose en 86,9 puntos en octubre (ant: 84,6) y 88,8 puntos en noviembre (ant: 86,9 puntos), (v) el índice de confianza de la *Conference Board* aumentó en octubre a 94,1 puntos, su mayor nivel desde octubre de 2007 y (vi) el PIB del 3T14 se expandió 3,9%, cifra que fue revisada al alza desde una estimación preliminar de 3,5%.

<sup>7</sup>En agosto, la tasa de desempleo para el trimestre julio-septiembre se ubicó en 6%, dato inferior al esperado de 6,1% (ant: 6,2%). El PMI manufacturero se ubicó en 53,2 puntos en octubre (esp: 51,4

Sin embargo, cabe señalar que pese a la mejora de los indicadores de riesgo durante este periodo, hubo factores negativos que afectaron su comportamiento. Entre ellos se destaca la publicación de datos desfavorables en Europa (especialmente de Alemania), la reducción de las proyecciones de crecimiento por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>8</sup>, y a las minutas de la reunión de la Fed que se llevó a cabo en septiembre, las cuales pusieron de manifiesto la preocupación de los miembros del FOMC<sup>9</sup> por el sector exportador y la inflación en los EE.UU. ante el fortalecimiento del dólar y el débil crecimiento económico de la Zona Euro, Japón y China.

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



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, en el mes de diciembre se presentó un deterioro significativo en la percepción de riesgo relacionado principalmente con la incertidumbre que giró en torno a la decisión por parte de la Fed de iniciar un ciclo de incrementos en la tasa de política antes de lo

puntos, ant: 51,6 puntos) y en 53,5 puntos en noviembre (esp: 53 puntos). Finalmente, el índice de producción industrial del mes de septiembre se expandió 0,6% frente a un crecimiento esperado de 0,4% (ant: 0%).

<sup>8</sup>El FMI redujo las perspectivas de crecimiento global para 2014 de 3,4% a 3,3%, y para 2015 de 3,9% a 3,8%.

<sup>9</sup>Federal Open Market Committee, por sus siglas en inglés.

esperado<sup>10</sup>, a expectativas de una posible restricción de liquidez en China luego de que se impusieran límites al uso de algunos bonos corporativos como colateral de los préstamos de corto plazo<sup>11</sup>, y al débil crecimiento de la Zona Euro<sup>12</sup> y China<sup>13</sup>. De igual manera, cabe señalar que para el caso de los países emergentes exportadores de *commodities*, el comportamiento de sus indicadores de riesgo estuvo influenciado por la caída del precio del petróleo ante expectativas de menor de demanda a nivel mundial tras la reducción de las proyecciones de la OPEP, según las cuales para el 2015 la demanda de petróleo caería a 28.92 millones de barriles diarios (280.000 menos que su estimación anterior) y a la decisión de esta organización de no disminuir la producción sino de mantenerla estable en 30 millones de barriles diarios.

A lo anterior se sumó la incertidumbre política en Grecia después de que el candidato Stavros Dimas, propuesto por la coalición de Gobierno para la Presidencia, fuera rechazado en tres oportunidades por el Parlamento de ese país. Bajo este escenario, el Primer Ministro de Grecia, Andonis Samarás, convocó a elecciones anticipadas para el 25 de enero de 2015, en las cuales se percibe un claro favoritismo por el partido político de izquierda Syriza, el cual se ha manifestado en contra de las medidas de austeridad que fueron exigidas en el plan de rescate acordado con la Unión Eu-

<sup>10</sup>De acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros sobre los Fondos Federales, entre el 30 de noviembre y el 31 de diciembre de 2014 la expectativa de incrementos en la tasa de interés de referencia de la Fed pasó de diciembre de 2015 a octubre de 2015.

<sup>11</sup>La Cámara de Compensación de China anunció que ya no aceptaría como colateral de las operaciones REPO los bonos corporativos con calificación crediticia inferior a AAA y aquellos cuyas compañías posean una calificación inferior a AA.

<sup>12</sup>En el 3T14 el PIB de la Zona Euro presentó un crecimiento de 0,2% (ant: 0,1%). En Alemania se registró un crecimiento de 0,1% (esp: 0,1%, ant: -0,1%) y en Francia de 0,3% (esp: 0,2%, ant: -0,1%). Por su parte, el PIB de Italia disminuyó 0,1%, con lo cual acumuló así dos trimestres consecutivos de contracciones, entrando en lo que se considera una recesión técnica.

<sup>13</sup>En noviembre, las exportaciones aumentaron 4,7% (esp: 8,2%, ant: 11,6%), mientras las importaciones disminuyeron 6,7% (esp: 3,9%, ant: 4,6%). En diciembre, el PMI de fabricación elaborado por el HSBC se ubicó en terreno de contracción con un registro de 49,6 puntos.

ropea y el FMI en el año 2012. Una vez se conoció la decisión del Primer Ministro, el FMI anunció que suspendería el programa de rescate financiero a Grecia hasta que el nuevo Gobierno se encontrara formado. Con lo anterior, se incrementaron los temores sobre una posible salida de Grecia de la Zona Euro y sobre los efectos que esto podría tener en la economía del bloque.

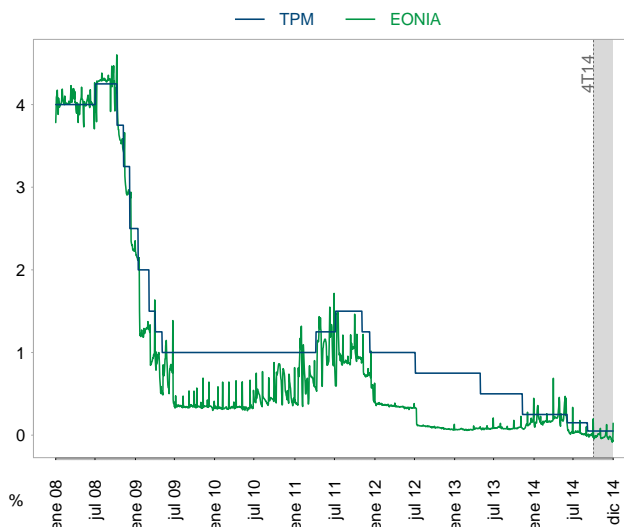
Por su parte, la economía japonesa mostró un menor dinamismo. En el periodo se conoció que el PIB del 3T14 se contrajo 1,9% con respecto al mismo trimestre del año anterior, y se publicaron datos negativos de comercio exterior y producción industrial<sup>14</sup>. En este contexto, el Gobierno de Japón aprobó un paquete de estímulo por USD29.170 millones con el cual busca impulsar el gasto entre los consumidores y la actividad económica. El programa incluye entre otros: subsidios a pequeñas empresas, ayudas a gobiernos regionales y un plan de prevención y reconstrucción frente a desastres naturales. Además, aprobó un plan de reforma tributaria que contempla la reducción del impuesto corporativo de 34,6% a 32,1% a partir del mes de abril de 2015, así como mayores reducciones en este impuesto en los próximos años.

Con respecto a la política monetaria, la Fed (entre 0% y 0,25% - Gráfico 2), el Banco Central de Inglaterra (BoE) (0,5% - Gráfico 4) y el Banco Central Europeo (BCE) (0,05% - Gráfico 3) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en niveles históricamente bajos. Por su parte, el Banco Central de Japón decidió modificar su política a través de operaciones de mercado abierto para que la base monetaria aumente a un ritmo anual de JPY80 trillones (ant: JPY 60 – JPY 70 trillones).

En cuanto a las economías emergentes, se destaca el incremento que presentaron los indicadores de ries-

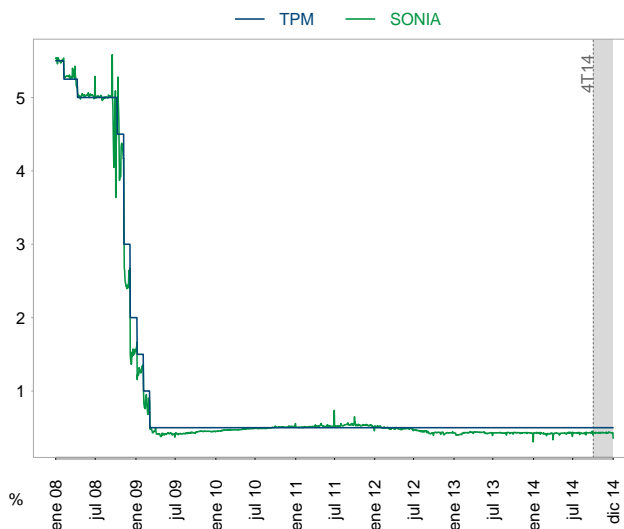
<sup>14</sup>En noviembre, las exportaciones aumentaron 4,9% (esp: 7%, ant: 9,6%), mientras las importaciones disminuyeron 1,7% (esp: 1,6%, ant: 3,1%). Las ventas al por menor de octubre y noviembre disminuyeron 1,4% y 0,3%, respectivamente. La producción industrial de noviembre se contrajo 0,6%, frente a un crecimiento esperado de 0,8%.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: Tasa de política monetaria e interbancaria de Inglaterra

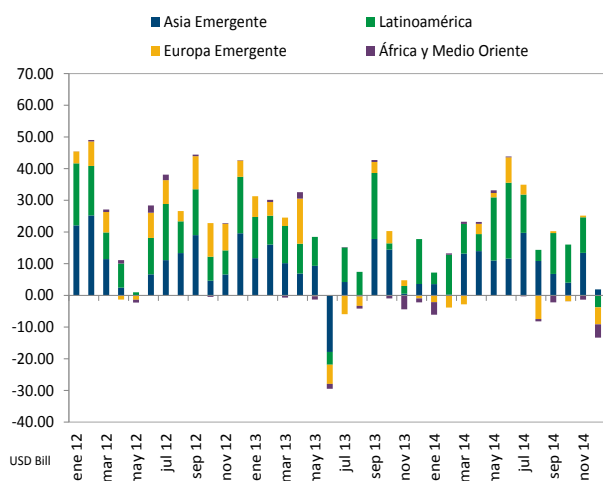


Fuente: Bloomberg.

go así como la desvalorización de los índices accionarios, ante las caídas de los precios de los *commodities*, principalmente el del petróleo. Adicionalmente, cabe resaltar que de acuerdo con cifras publicadas por el

*Institute of International Finance* (IIF) se estima que en diciembre de 2014 los flujos de portafolio hacia estas economías cayeron USD11,5 billones, la reducción más pronunciada desde junio de 2013. Los flujos hacia países emergentes europeos, principalmente Rusia, han sido los más afectados por el deterioro en la percepción de riesgo internacional, seguidos por los África, Oriente medio y América Latina (Gráfico 5). Para el caso específico de Rusia cabe señalar que el Banco Central elevó la tasa de interés de referencia de 8% a 17%, en un escenario de una importante depreciación de su moneda, ante la caída de los precios del petróleo y los efectos negativos de las sanciones impuestas al país por el conflicto con Ucrania.

Gráfico 5: Flujos por inversión de portafolio de agentes extranjeros en economías emergentes



Fuente: *Institute of International Finance*. Cifras en billones de dólares. Estimaciones del 29 de diciembre de 2014.

Por su parte, en América Latina, los datos de crecimiento de la región mostraron resultados mixtos. En el 3T14 el PIB de Chile (0,8% anual) y de México (2,2% anual) presentaron un crecimiento inferior al esperado por el mercado<sup>15</sup>, mientras que el de Colombia (4,2% anual) y el de Brasil (-0,2% anual) estuvieron en línea con las expectativas. Por su parte, el PIB de Perú se ex-

<sup>15</sup>El mercado esperaba un crecimiento de 0,9% para Chile y de 2,3% para México.

pandió 1,8% anual, dato superior al esperado de 1,7%.

Con respecto a la política monetaria de países emergentes, como se puede observar en el Cuadro 1, bancos centrales como el de Rusia (+900 p.b.), Ucrania (+150 p.b.) y Brasil (+75 p.b.) incrementaron sus tasas de referencia, mientras que los de Islandia, Serbia y Polonia las redujeron en 75 p.b., 50 p.b. y 50 p.b., respectivamente.

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

	Sep 2014	Dic 2014	Δ 4T14 (p.b)
Islandia	6,00 %	5,25 %	-75
Serbia	8,50 %	8,00 %	-50
Polonia	2,50 %	2,00 %	-50
Chile	3,25 %	3,00 %	-25
Corea del Sur	2,25 %	2,00 %	-25
Rumania	3,00 %	2,75 %	-25
Perú	3,50 %	3,50 %	0
México	3,00 %	3,00 %	0
Zona Euro	0,05 %	0,05 %	0
Colombia	4,50 %	4,50 %	0
Indonesia	7,50 %	7,75 %	25
Brasil	11,00 %	11,75 %	75
Ucrania	12,50 %	14,00 %	150
Rusia	8,00 %	17,00 %	900

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

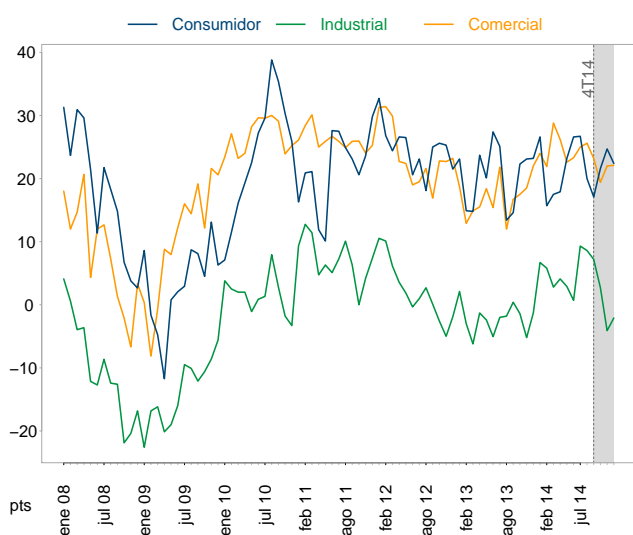
## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Diferente a lo observado en los primeros trimestre del año y al 3T14, en el 4T14 los indicadores de percepción de riesgo a nivel local registraron un comportamiento desfavorable. A pesar de que el indicador de confianza del consumidor mejoró, los indicadores de confianza de industriales y comerciantes desmejoraron durante el trimestre, las expectativas de crecimiento e inflación de los analistas financieros se deterioraron, los bancos aumentaron en mayor medida sus tenencias de TES respecto a la cartera y los *spreads* entre las tasas activas y los TES aumentaron. Adicionalmente, durante el trimestre se publicó el dato de crecimiento del PIB para 3T14 (4,2%) que estuvo acorde a lo esperado por los agentes en la encuesta de *Bloomberg*, aunque por debajo de lo esperado en diciembre

por los analistas financieros y por el BR.

En el *Gráfico 6*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo<sup>16</sup>. Se puede observar que en el 4T14, respecto al promedio del 3T14, el indicador de los consumidores mejoró, mientras que los indicadores de industriales y de comerciantes desmejoraron.

Gráfico 6: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El promedio del índice de confianza industrial del 4T14 disminuyó respecto al del trimestre anterior<sup>17</sup> y volvió a ubicarse en niveles negativos. Adicionalmente, el índice de diciembre se ubicó por debajo de lo observado hace un año<sup>18</sup>. El movimiento del índice entre septiembre y diciembre de 2014 se explica por el importante deterioro de su componente de expectativas de producción para el próximo trimestre el cual

<sup>16</sup>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 esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

<sup>17</sup>Respecto a septiembre, el índice de diciembre disminuyó 9,3 pps.

<sup>18</sup>El dato de diciembre de 2013 fue -1,3.

contrarrestó la mejora en los componentes de nivel de existencias y volumen actual de pedidos.

Por su parte, respecto al promedio del 3T14, el promedio del índice de confianza de comerciantes del 4T14 disminuyó 3,4 pps<sup>19</sup>. El movimiento del indicador es explicado por el deterioro de sus tres componentes: i) situación actual del negocio, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de la situación económica para el próximo semestre.

Por otro lado, el DANE publicó los datos de ventas al por menor y producción industrial para el mes de octubre. Las ventas al por menor presentaron una variación anual de 11,3 %, superior a la esperada (8,0 %), mientras que la producción industrial aumentó 0,3 %, tal como lo esperaba el mercado. Adicionalmente, la institución publicó su Indicador de Seguimiento de la Economía, cuya variación anual desestacionalizada disminuyó, pasando de 4,2 % en septiembre a 3,6 % en octubre<sup>20</sup>. Por su parte, la ANDI publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, en la que se muestra que entre enero y octubre, frente al mismo período del año anterior, la producción industrial aumentó 2,4 % (ene-sep 2014: 2,1 %), al tiempo que las ventas totales aumentaron 2,6 % (ene-sep 2014: 2,7 %).

El índice de confianza de los consumidores del 4T14 aumentó 1,6 pps respecto al registrado en el 3T14<sup>21</sup>. El movimiento del índice estuvo influenciado por la mejora de sus dos componentes: expectativas y condiciones actuales. En línea con lo anterior, el promedio del 4T14 fue superior al promedio registrado en el mismo trimestre del año anterior.

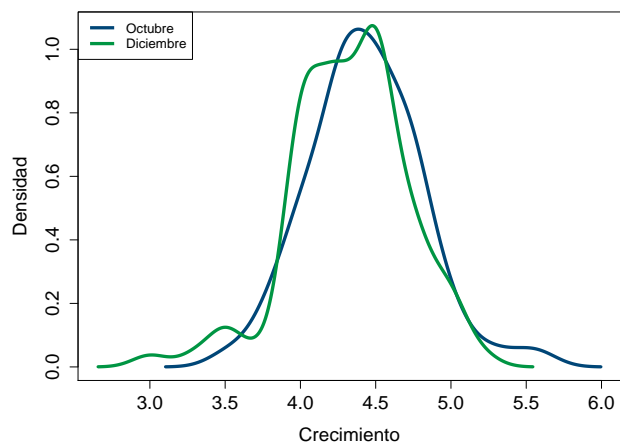
Por su parte, al analizar la encuesta de opinión financiera (EOF) que publica Fedesarrollo y la Bolsa de

<sup>19</sup>Respecto septiembre, el índice de diciembre disminuyó 1,1 pps. Frente al dato de diciembre de 2013 el indicador se mantuvo estable.

<sup>20</sup>Frente al observado en el mismo mes de 2013 (5,6 %) el indicador desmejoró.

<sup>21</sup>Respecto septiembre, el índice de diciembre aumentó 5,3 pps. Frente al dato de diciembre de 2013 el indicador disminuyó 0,8 pps.

Gráfico 7: Densidades de las Expectativas de Crecimiento para el 4T14 (EOF)



	Octubre	Diciembre
Media	4.430	4.326
Desv.est	0.374	0.384
Asimetría	0.312	-0.501
Curtosis	0.531	0.910

Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

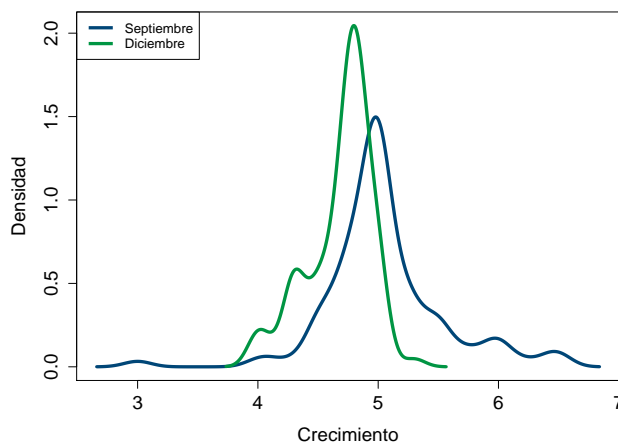
Valores de Colombia (BVC)<sup>22</sup>, se observó que a lo largo del trimestre las expectativas de crecimiento tanto para el 4T14<sup>23</sup> como para 2014 disminuyeron, fueron menos dispersas para 2014 y presentaron un sesgo a la baja (Gráficos 7 y 8). Respecto a la inflación para 2014, a lo largo del trimestre se observó un incremento en la media aunque con menor dispersión en las respuestas de los analistas en el mes de diciembre (Gráfico 9). Por otra parte, respecto al rendimiento trimestral<sup>24</sup> de los TES que vencen en 2024, los agentes esperaban una mayor tasa en diciembre respecto a la estimada 3 meses atrás (Gráfico 10). Finalmente, en

<sup>22</sup>A partir de junio de 2014 Fedesarrollo y la BVC cambiaron la metodología empleada para la elaboración de la encuesta. La información presentada en el presente documento incluye únicamente la información de la nueva encuesta.

<sup>23</sup>En este caso se presentan las expectativas de octubre y no septiembre debido a que para la primera recolección de información para el 4T14 se registró en octubre.

<sup>24</sup>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.

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



	Septiembre	Diciembre
Media	5.053	4.686
Desv.est	0.496	0.267
Asimetría	0.209	-0.850
Curtosis	3.074	0.258

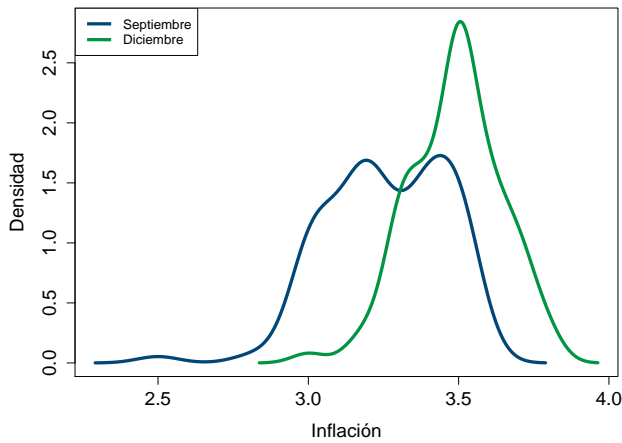
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

cuanto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, respecto a septiembre, más agentes esperan que aumente y menos que disminuya (Gráfico 11).

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES aumentaron para la mayoría de los plazos. El promedio del *spread* entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 4T14, respecto al promedio de 3T14, presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: +0 p.b., entre 1 y 3 años: +29 p.b., entre 3 y 5 años: +52 p.b. y a más de 5 años: +18 p.b. (Gráfico 12). Este comportamiento se asocia a un incremento de las tasas de cartera preferencial superior a las desvalorizaciones observadas en el mercado de deuda pública. Por su parte, el promedio del *spread* entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días disminuyó (Gráfico 13) ante la desvalorización de los TES.

Finalmente, en cuanto a los principales componentes

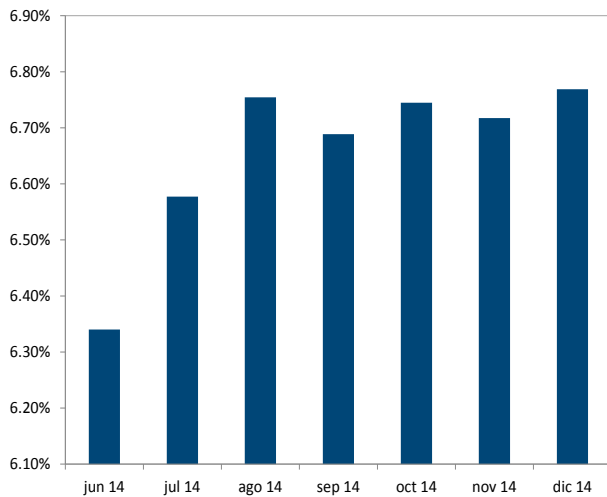
Gráfico 9: Densidades de las Expectativas de Inflación para el 2014 (EOF)



	Septiembre	Diciembre
Media	3.259	3.488
Desv.est	0.198	0.152
Asimetría	-0.572	-0.286
Curtois	0.504	0.116

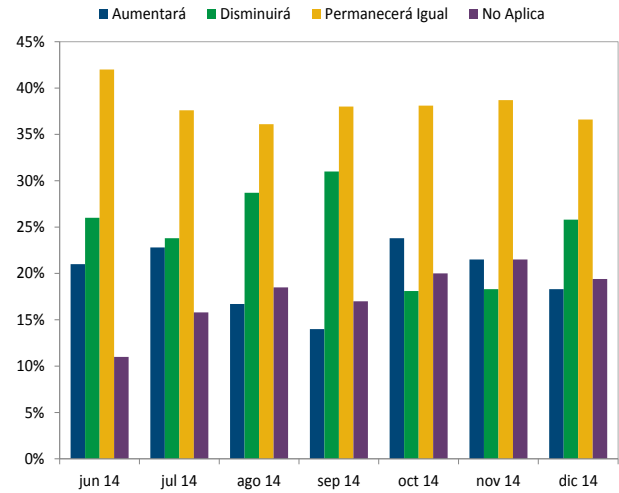
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM.

Gráfico 10: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



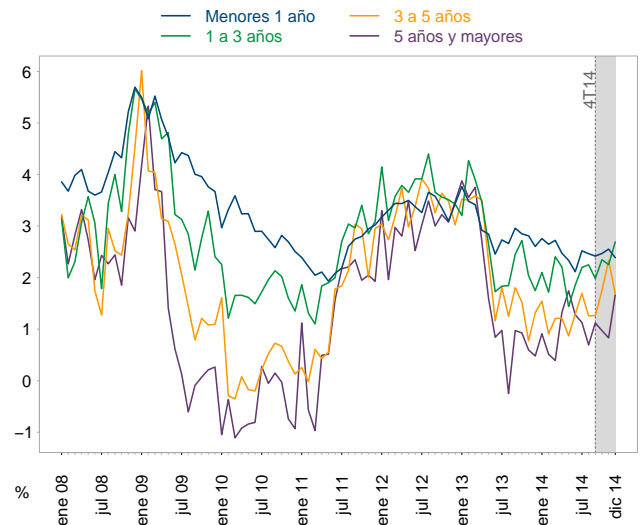
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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



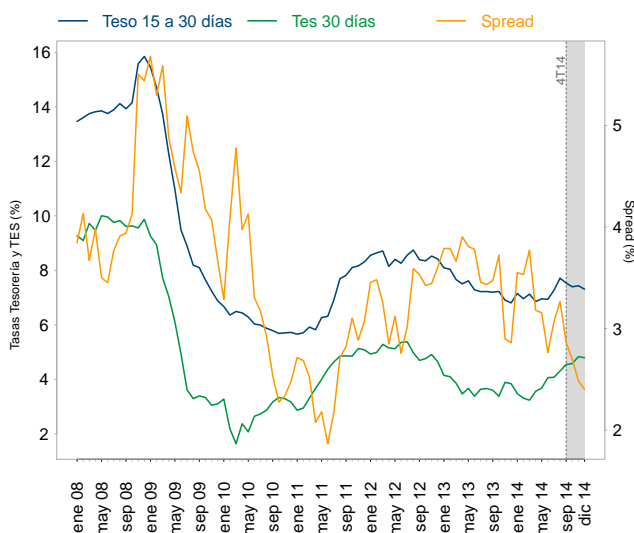
Fuente: Banco de la República.

del activo total de los establecimientos de crédito<sup>25</sup> en

<sup>25</sup>Con base en este indicador, un aumento en la proporción del activo en cartera y una caída en la proporción del activo en inver-

el 4T14, respecto al promedio del trimestre anterior, la razón cartera/inversiones en deuda pública disminuyó debido a un mayor incremento de la participación de los TES respecto al incremento en la cartera (Gráfico 14).

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



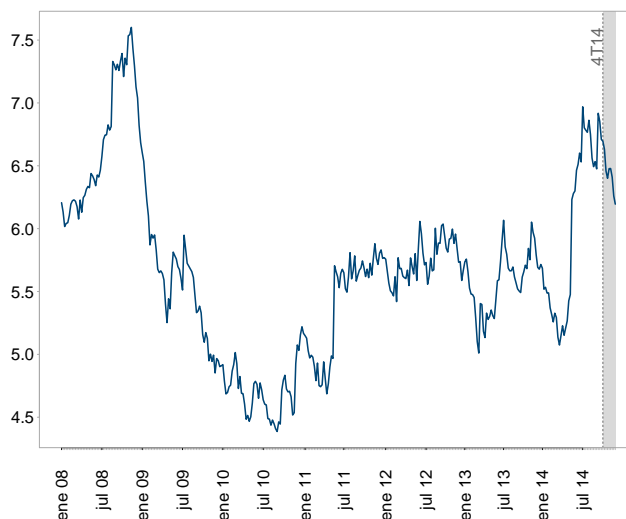
Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado Cambiario

En el 4T14, en línea con lo observado en los trimestres anteriores, el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, a las monedas de América Latina y a las de los demás países emergentes. La mayor preferencia de los agentes por el dólar estadounidense se dio en un contexto de mayor percepción de riesgo a nivel mundial así como de mejores fundamentos económicos en EE.UU. que incrementaron las expectativas de que la Fed aumente sus tasas de interés antes de lo esperado. Para el caso de los países emergentes productores de *commodities*, el comporta-

siones, principalmente TES, puede indicar una menor percepción de riesgo de los establecimientos de crédito, que genera una mayor colocación de cartera y menor inversión en TES.

Gráfico 14: Razón Cartera Bruta Ajustada/Títulos de Deuda Interna



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

miento de sus monedas pudo estar influenciado por las caídas que presentaron los precios de materias primas.

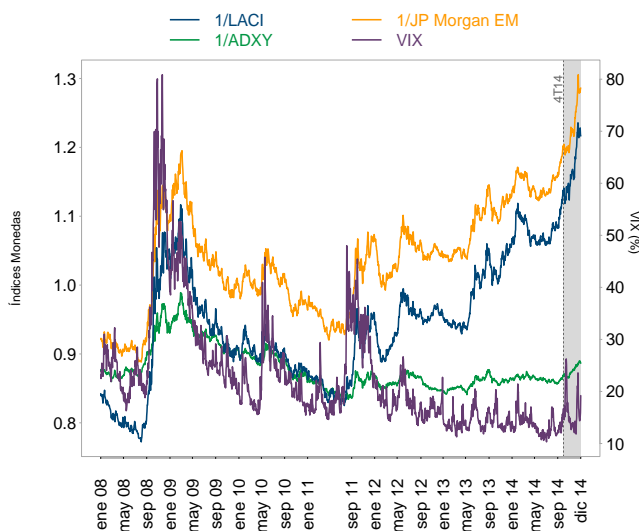
En particular, en el 4T14 las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el rublo ruso (53,4%) y el peso colombiano (18,3%), mientras que las que registraron la mayor apreciación fueron el franco suizo (3,9%) y el dólar de Honk Kong (0,1%) (Cuadro 2 y Gráfico 15).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2014	4T 2014	País	2014	4T 2014
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	14,1%	4,4%	Korea del Sur	3,4%	3,4%
Gran Bretaña	5,9%	4,1%	India	1,8%	2,1%
Australia	8,9%	7,0%	Hong Kong	0,0%	-0,1%
Nueva Zelanda	5,2%	0,2%	China	2,4%	1,1%
Canadá	9,1%	3,8%	Malasia	6,2%	6,6%
Dinamarca	13,9%	4,5%	Tailandia	0,3%	1,5%
Suiza	-10,7%	-3,9%	Indonesia	1,5%	1,6%
Japón	13,9%	9,2%	índice I/ADXY	2,6%	2,0%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	24,2%	18,3%	Islandia	10,9%	5,5%
Brasil	12,6%	8,6%	Rusia	84,9%	53,4%
México	12,9%	9,9%	Polonia	17,9%	7,1%
Argentina	29,8%	0,4%	Turquía	10,0%	2,5%
Perú	6,4%	3,1%	Israel	12,1%	5,9%
Chile	15,4%	1,4%	Sur África	11,0%	2,5%
índice I/LACI	14,9%	7,6%	USTW	11,9%	5,0%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15: VIX vs. Índices de Monedas



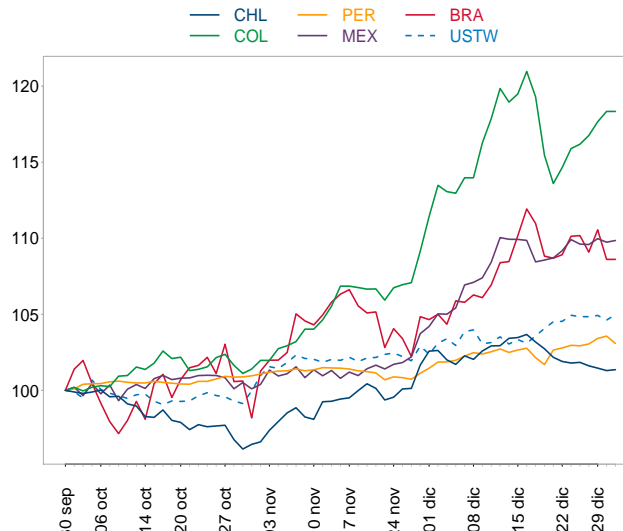
Fuente: Bloomberg.

Entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre de 2014, las demás monedas de América Latina también se depreciaron: el peso mexicano (9,9%), el real brasileño (8,6%), el sol peruano (3,1%) y el peso chileno (1,4%) (Gráfico 16).

En el trimestre el comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado principalmente por caídas en los precios de los *commodities* (como el petróleo, oro, cobre y plata) y por el deterioro de la percepción de riesgo a nivel internacional (ver sección Entorno Internacional) que, como se mencionó, estuvo también influenciada por la incertidumbre en torno al rumbo de la política monetaria expansiva en EE.UU., la publicación de datos económicos negativos en Europa y China, y la crisis política en Grecia. Se destaca la alta depreciación del peso colombiano durante el trimestre dada la influencia que tiene el precio del petróleo en su cotización.

En este contexto de depreciación que predominó durante el trimestre, el Banco Central de Brasil (BCB) continuó interviniendo a través de *swaps* cambiarios y el Banco Central de Perú mediante subastas de Certi-

Gráfico 16: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de septiembre 2014.

ficados de Depósitos Reajustables, ventas de dólares en el mercado de contado y *swaps* cambiarios. Cabe señalar que al finalizar el trimestre, el BCB anunció que a partir del 2 de enero de 2015 extendería su programa de intervención cambiaria por lo menos hasta el 31 de marzo del mismo año. En este programa el emisor ofrecerá diariamente USD100 millones en contratos *swaps* y realizará ventas de dólares con compromiso de recompra en función de las condiciones de liquidez del mercado. Asimismo, el emisor declaró que podría realizar operaciones adicionales de venta de dólares a través de otros instrumentos a su alcance.

Por su parte, el Banco de la República realizó compras de dólares en el mercado cambiario de contado hasta el 10 de diciembre de 2014 y posteriormente anunció que no continuaría acumulando reservas internacionales. Adicionalmente, se destaca el anuncio del Banco Central de México de ofrecer diariamente USD200 millones mediante subastas cuando la tasa de cambio presente una depreciación de por lo menos 1,5% respecto a la jornada anterior<sup>26</sup>.

<sup>26</sup>En el periodo analizado el Banco Central de México también

En el *Cuadro 3* se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado. Por su parte, en el *Cuadro 4* se muestra el cambio en el balance de los Bancos Centrales por la implementación de otros instrumentos de intervención cambiaria: en el caso del Banco Central de Perú corresponde 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 Pemex. Finalmente, 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.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2014</b>	4057,6	-4213	0	0	-200
<b>1T14</b>	600	-1470	0	0	0
<b>2T14</b>	999,8	0	0	0	0
<b>3T14</b>	2000	-516	0	0	0
Oct.	222	-355	0	0	0
Nov.	165	-1.085	0	0	0
Dic.	71	-787	0	0	-200
<b>4T14</b>	457,8	-2.227	0,0	0,0	-200

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2014</b>	0	-5082	0	-32719	14500
<b>1T14</b>	0	-264	0	-4129	6000
<b>2T14</b>	0	1178	0	-3821	4500
<b>3T14</b>	0	-1807	0	-7158	1000
Oct.	0	-2205	0	-6625	1500
Nov.	0	-804	0	-7193	1500
Dic.	0	-1181	0	-3794	0
<b>4T14</b>	0	-4190	0	-17612	3000

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

De otra parte, como se mencionó anteriormente, entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre los precios de los productos básicos en general disminuyeron (en el *Cuadro 6* se presentan los productos cuyos precios

realizó compras netas de dólares como parte del esquema estructural de compras y ventas de dólares a PEMEX.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Oct.	222	-2560,3	0	-6625,1	1500
Nov.	165	-1888,6	0	-7192,6	1500
Dic.	70,8	-1967,9	0	-3794,2	-200
<b>4T14</b>	457,8	-6416,8	0	-17611,9	2800
<b>2014</b>	4.058	-9.295	0	-32.719	14.300

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

registraron las mayores caídas) y los CDS de las economías de la región aumentaron (*Cuadro 7*).

*Cuadro 6:* Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Sep 2014	31 Dic 2014	Variación
Pétroleo	91,16	53,27	-41,56 %
Café	1,9335	1,666	-13,84 %
Cacao	3313,46	2970,86	-10,34 %
Café Arabigo	207,25	186,75	-9,89 %
Níquel	16505	14935	-9,51 %
Arroz	12,76295	11,76646	-7,81 %
Plata	16,9755	15,7025	-7,50 %
Cobre	6736	6359	-5,60 %
Aluminio	1935	1831,5	-5,35 %
Oro	1208,16	1184,86	-1,93 %
Aceite de palma	965	947,5	-1,81 %
<b>CRB INDEX</b>	<b>278,5</b>	<b>230</b>	<b>-17,4 %</b>

Fuente: Bloomberg.

*Cuadro 7:* Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

	$\Delta$ T.C.	$\Delta$ CDS	$\Delta$ EMBI
México	9,9 %	18,8 %	16,5 %
Chile	1,4 %	21,0 %	23,4 %
Brasil	8,6 %	15,3 %	14,1 %
Colombia	18,3 %	41,6 %	13,6 %
Perú	3,1 %	10,0 %	16,2 %

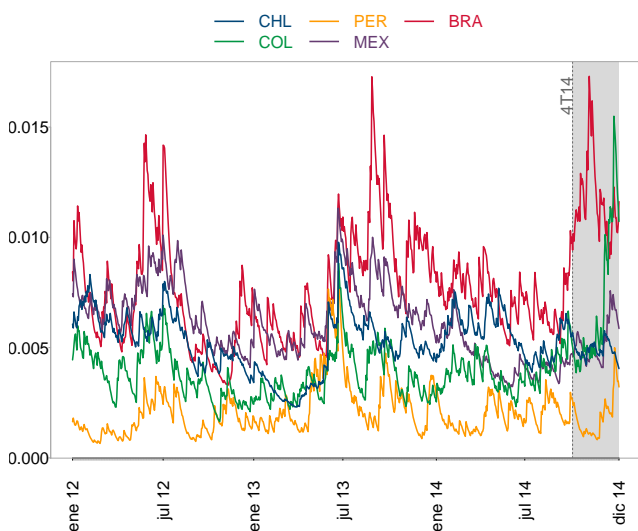
Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

En el trimestre analizado la volatilidad promedio de las monedas de la región presentó un comportamiento mixto con respecto a la observada el trimestre anterior: aumentó para el real brasilero, el peso colombiano y el peso mexicano, y disminuyó para el sol peruano y el peso chileno. Durante el trimestre el real brasilero presentó en promedio la mayor volatilidad condicional<sup>27</sup>,

<sup>27</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

seguido por el peso colombiano, el peso mexicano, el peso chileno y el sol peruano, que en el trimestre continuó siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 17).

Gráfico 17: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

### 5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de diciembre de 2013 y el 30 de diciembre de 2014, el peso colombiano se depreció. La tasa de cambio aumentó de \$1.926,89 a \$2.392,85 por dólar<sup>28</sup>, lo que representa una depreciación de 24,1%. La depreciación se presentó durante el segundo semestre del año, y especialmente en el cuarto trimestre, ante una mayor percepción de riesgo internacional, incertidumbre en torno a la política monetaria en EE.UU. y la caída del precio del petróleo.

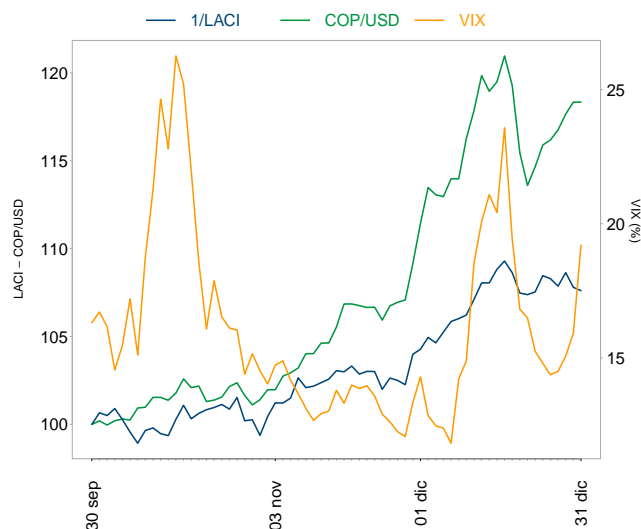
Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre la tasa de cambio se depreció 18,3%<sup>29</sup>. En el periodo anali-

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

<sup>29</sup>La variación de la tasa de cambio en octubre fue de 2,0%, en noviembre de 7,0% y en diciembre de 8,4%.

zado, el comportamiento del peso estuvo influenciado principalmente por la evolución del precio del petróleo y los indicadores de percepción de riesgo internacional, (Gráfico 18) y en menor medida por factores internos.

Gráfico 18: COP/USD - LACI - VIX

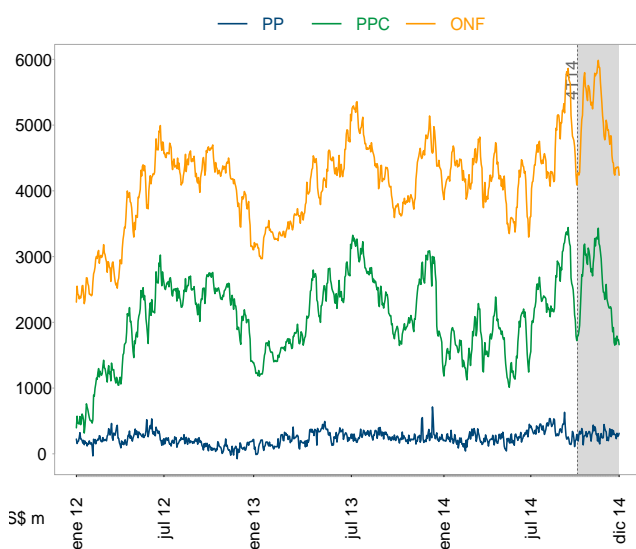


Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de septiembre 2013

Durante el mes de octubre el comportamiento del peso colombiano estuvo alineado con el de las demás monedas de la región. No obstante, en noviembre y diciembre el peso presentó mayores desvalorizaciones como consecuencia de la importante caída del precio del petróleo. Adicionalmente, la incertidumbre con respecto a la reforma tributaria pudo haber generado expectativas de depreciación ante posibles incentivos a menores inversiones de capital en el país y salidas de divisas por parte de agentes del exterior e inversionistas institucionales. Por otra parte, es importante señalar que en diciembre la Junta Directiva del Banco de la República anunció que no continuaría acumulando reservas internacionales al tener en cuenta la evolución de distintos indicadores de cobertura de riesgo de liquidez externa y las condiciones del mercado cambiario.

En el trimestre la Posición Propia de Contado (PPC)<sup>30</sup> de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) disminuyó en USD428 millones y se ubicó al cierre del mismo en USD1.294 millones (Gráfico 19). El promedio diario de la PPC fue de USD2.538 millones, similar al observado en el tercer trimestre (USD2.524 millones).

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



Fuente: Banco de la República.

En el 4T14 los intermediarios del mercado cambiario negociaron operaciones *forward* peso-dólar por USD72.579 millones<sup>31</sup>, de los cuales USD9.656 millones correspondieron a operaciones entre dos IMC y USD62.922 millones a operaciones entre un IMC y otro tipo de agente; en el mercado de contado se negociaron USD83.653 millones<sup>32</sup>. Las negociaciones de

<sup>30</sup>La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en m/l.

<sup>31</sup>USD28.895 millones en octubre, USD23.077 millones en noviembre y USD20.506 millones en diciembre. Fuente: reportes al BR.

<sup>32</sup>USD32.455 millones en octubre, USD25.315 millones en no-

*forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD9.867 millones en el 3T14 a USD8.246 millones en el 4T14 (Gráfico 20), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de diciembre ascendía a USD2.437 millones.

Durante el 4T14 se negoció un total de 97.030 futuros de TRM<sup>33</sup>, volumen superior al negociado durante el 3T14 (70.625 contratos), por un monto total de USD4.851 millones. Al 30 de diciembre de 2014 la posición abierta ascendía a 3.875 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2015. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>34</sup>, se negociaron un total de 25.503 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (17.070 contratos) por un total de USD127,51 millones (Gráfico 20). La posición abierta de mini futuros al 30 de diciembre ascendía a 2.082 contratos, la mayoría con vencimiento en enero de 2015.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>35</sup>, en el 4T14 la cuenta corriente registró egresos netos de divisas por USD1.453 millones, explicado por salidas netas de USD1.020 millones en la balanza comercial y de USD433 millones en la balanza de servicios y transferencias. Además, se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por USD1.666 millones, donde se presentaron salidas netas de capital privado por USD2.038 millones y reintegros netos de oficial por USD4.049 millones, respectivamente; el rubro de otras operaciones especiales del Banco de la República y la Tesorería presentó salidas netas de divisas por USD344 millones.

Las principales entradas de divisas en la cuenta de capital privado se dieron en inversión extranjera directa neta (USD3.103 millones), y en inversión extranjera

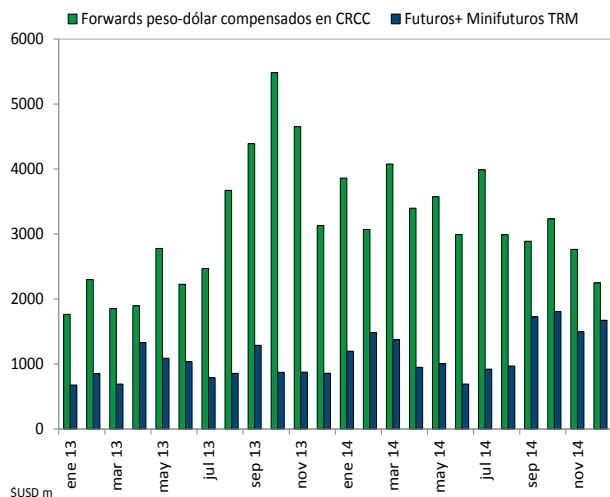
viembre y USD25.882 millones en diciembre. Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

<sup>33</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>34</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

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

Gráfico 20: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

de portafolio neta (USD2.482 millones)<sup>36</sup>. En los dos casos, se registraron menores entradas netas que en el trimestre anterior<sup>37</sup>. Por su parte, el rubro de operaciones especiales presentó la principal salida de divisas en esta cuenta<sup>38</sup> (USD7.967 millones).

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

<sup>36</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>37</sup>Los reintegros por inversión extranjera directa neta y de portafolio neta fueron de USD3.914 millones y de USD3.689 millones, respectivamente.

<sup>38</sup>Registra 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 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el 2014 se observaron diferentes posturas de política monetaria en la región. Los bancos centrales de Chile, México y Perú recortaron sus tasas de referencia en 150 p.b., 50 p.b. y 50 p.b. a 3,0%, 3,0%, y 3,5%, respectivamente. Por el contrario, los Bancos Centrales de Brasil y Colombia incrementaron sus tasas de política 175 p.b. y 125 p.b., de manera que cerraron el año en 11,75% y 4,5%, respectivamente.

En el último trimestre del año también se observaron diferentes decisiones de las autoridades monetarias de la región. Los bancos centrales de México y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia, pero el de Perú continuó su política de reducción de tasas de encaje con el fin de sostener el dinamismo del crédito en soles<sup>39</sup>. Por su parte el BCB, siguiendo el ciclo de política contractiva que había iniciado en abril de 2013 con el objetivo de controlar la inflación, anunció incrementos de su tasa de referencia que en total sumaron 75 p.b., de tal manera que ésta pasó de 11,0% a 11,75%. Por el contrario, el banco central de Chile en octubre anunció un recorte de 25 p.b. y la tasa pasó de 3,25% a 3,0% (Gráfico 21 y Cuadro 8).

Cuadro 8: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM

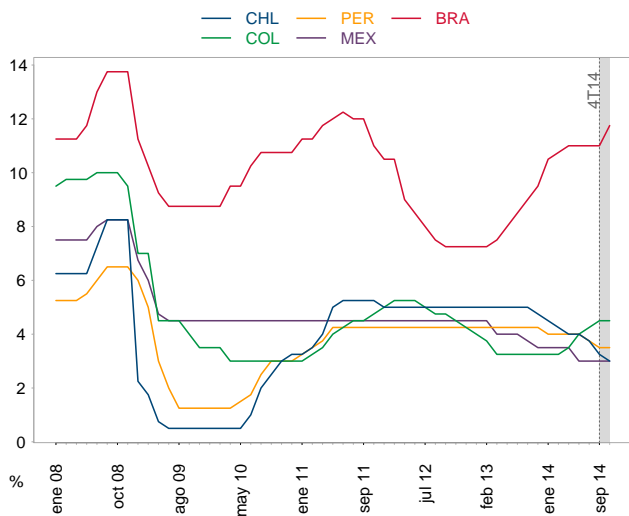
País	Variación 4T14*	Variación 2014*	T.R Dic-14
COL	0	+125	4,5%
CHL	-25	-150	3,00%
PER	0	-50	3,50%
BRA	+75	+175	11,75%
MEX	0	-50	3,0%

Fuente: Bloomberg. \* Puntos básicos.

Los bancos centrales de México, Perú y Chile mencionaron, en los comunicados que acompañaron sus decisiones, incertidumbre con respecto al desempeño de la economía a nivel mundial, mayor volatilidad en los mercados financieros, depreciación de las monedas

<sup>39</sup>En cada una de las reuniones de octubre, noviembre y diciembre redujo la tasa de encaje en moneda nacional, de tal manera que ésta pasó de 11% a 9,5%.

Gráfico 21: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

y deterioro de las primas de riesgo. Adicionalmente, sus declaraciones reflejaron preocupación por el dinamismo de sus economías. En primer lugar, en México el banco central mencionó que la actividad de la economía mexicana había presentado una moderación en su ritmo de crecimiento. Específicamente, señaló que las exportaciones habían evolucionado de manera favorable y la inversión privada se había recuperado, pero el consumo privado no reflejaba señales claras de recuperación. Con respecto a la inflación, indicó que aunque ésta se ubicaba en niveles superiores a 4%, se estimaba que a principios de 2015 presentaría una disminución importante y convergería a 3%. En la misma línea, el banco de Perú señaló que la economía estaba creciendo a una tasa inferior a su potencial y que el nivel de la tasa de referencia era compatible con una proyección de inflación que convergería a 2% en el 2015. Por su parte, el banco de Chile, que a diferencia de los demás redujo su tasa de política, mencionó el bajo dinamismo de su economía, y agregó que la inflación posiblemente se mantendría algunos meses por encima del rango meta, pero luego convergería a éste.

Por otro lado, el BR mantuvo su tasa de política inalterada en 4,5%, señalando que el dinamismo de la

economía interna estaba en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. Sin embargo, mencionó que el crecimiento del 3T14 (4,2%) había sido inferior al pronosticado por su equipo técnico (4,6%).

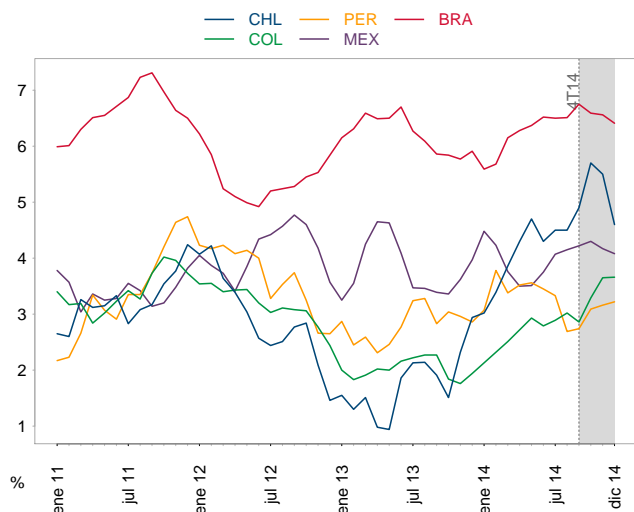
En cuanto a las expectativas con respecto a las decisiones de política monetaria del BR, al observar el indicador bancario de referencia (IBR) a plazos superiores a un día, tanto el de un mes como el de tres meses se mantuvieron estables en niveles cercanos a 4,5% E.A., lo que estaría reflejando expectativas de estabilidad de la tasa de referencia en los próximos meses. Sin embargo, al utilizar un modelo que estima las tasas implícitas en los *Overnight Index Swaps* a plazos mayores, cuyo subyacente es el IBR a un día, se puede inferir que las expectativas sí cambiaron a lo largo del trimestre, pues mientras en septiembre el modelo arrojaba una tasa implícita de 4,90% para junio de 2015, al cierre del año mostraba una tasa de 4,55%.

Respecto a la inflación, al comparar los datos anuales de diciembre de 2014 con respecto a los registrados en septiembre, se encuentra que, con excepción de Colombia y Perú, éstos presentaron disminuciones en los países de la región, de tal manera que la inflación de Brasil regresó a niveles dentro del rango meta. Por su parte, en los casos de México, Chile y Perú, la inflación se mantuvo por encima del rango meta de cada banco central, mientras que en Colombia se mantuvo dentro del mismo (*Gráfico 22 y Cuadro 9*).

En cuanto a los datos de crecimiento del 3T14 (publicados durante el 4T14), en México, Chile y Brasil los datos publicados fueron inferiores a los esperados por los analistas, al tiempo que en Perú el dato fue superior al pronosticado. Por su parte, el dato de Colombia fue igual al esperado (*Cuadro 10*).

Con respecto a las tasas del mercado monetario colombiano, durante el año 2014 en algunas jornadas éstas llegaron a ubicarse por debajo de la tasa de referencia ante condiciones de amplia liquidez resultantes de pagos de impuestos, giros de la Tesorería, y vencimientos y pagos de cupones de TES. Por su parte,

Gráfico 22: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2014

País	Anual Sep 2014	Anual Dic 2014	Rango meta 2014
COL	2,86%	3,66%	2,0% - 4,0%
BRA	6,75%	6,41%	2,5% - 6,5%
CHL	4,9%	4,6%	2,0% - 4,0%
MEX	4,22%	4,08%	2,0% - 4,0%
PER	2,74%	3,22%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 10: Crecimiento 3T14 y Expectativas para 2014

País	Esp 3T14	Obs 3T14	Esp 14 (Sep 14)	Esp 14 (Dic 14)
COL	4,2%	4,2%	4,86%	4,79%
BRA	-0,20%	-0,24%	0,33%	0,18%
CHL	0,9%	0,8%	2,0%	1,8%
MEX	2,3%	2,2%	2,47%	2,19%
PER	1,7%	1,8%	3,9%	2,8%

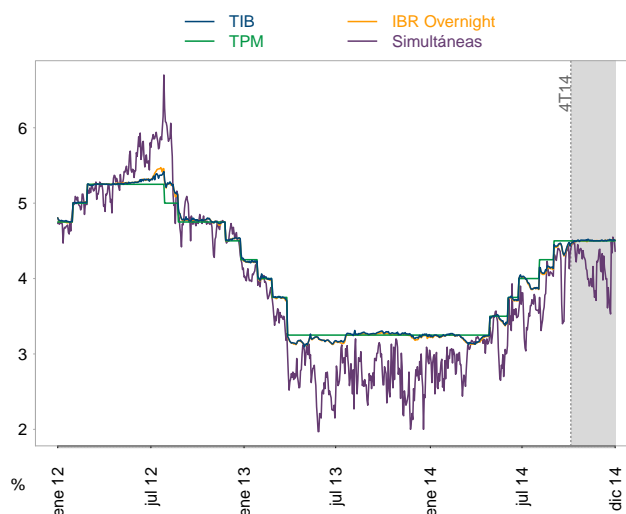
Fuente: Bancos Centrales, Bloomberg y Citibank.

la tasa de simultáneas presentó desviaciones por debajo de la Tasa Interbancaria (TIB), aunque en magnitudes inferiores a las que se habían registrado en el año 2013.

El IBR *overnight* y la TIB comenzaron el cuarto trimestre ubicándose por debajo de la tasa de intervención del BR, pero posteriormente aumentaron y cerraron el año en niveles levemente superiores (Gráfico 23). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas se mantuvo por debajo de la tasa de referencia todo el trimestre, llegando a presentar una desviación máxima de 97 p.b. por debajo de ésta. Sin embargo, a finales del trimestre aumentó y cerró el año con una diferencia de 6 p.b..

El promedio trimestral de los saldos de la Tesorería pasó de \$12.229 miles de millones el 3T14 a \$11.469 miles de millones el 4T14. Este saldo disminuyó desde \$13.165 miles de millones el 30 de septiembre hasta \$7.740 miles de millones el 30 de diciembre (Gráfico 24).

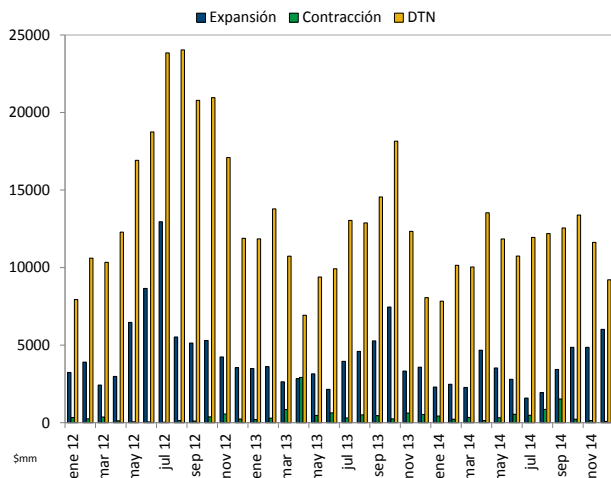
Gráfico 23: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 Día)



Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante todo el trimestre, manteniéndose en niveles superiores a \$2.000 miles de millones. La posición del BR frente al sistema financiero pasó de \$2.395 miles de millones a finales de septiembre, a \$6.814 miles de millones el 30 de diciembre (Gráfico 25). No obstante, al comparar la posición promedio del BR en el 3T14 con la del 4T14, se en-

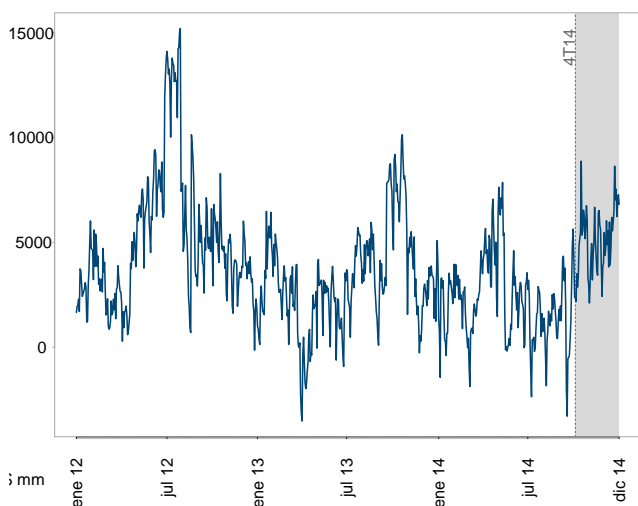
Gráfico 24: Promedio Mensual de Saldos Diarios



Fuente: Banco de la República.

cuentra que ésta aumentó de \$1.373 miles de millones a \$5.095 miles de millones.

Gráfico 25: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Durante el 4T14 la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR fue superior a la tasa de referencia en dos ocasiones en las que la demanda por

recursos superó el cupo de la subasta<sup>40</sup>.

Al comparar los promedios de las tasas del mercado monetario entre el 3T14 y el 4T14, se encuentra que el promedio de la tasa activa<sup>41</sup> disminuyó 33 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero disminuyó 11 p.b.. De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,26% a 7,05%<sup>42</sup>.

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque en los casos de la hipotecaria y de la de microcrédito, a un ritmo menor al del trimestre anterior. Al comparar el 4T14 con el 4T13, se encuentra que los montos promedio de las carteras hipotecaria<sup>43</sup>, comercial, de consumo y de microcrédito aumentaron 14,4% (ant: 16,1%), 13,4% (ant: 12,7%), 13,1% (ant: 12,0%), y 9,5% (ant: 11,4%), respectivamente<sup>44</sup> (Gráfico 26).

En la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)<sup>45</sup>, los intermediarios financieros señalaron que en el 4T14 percibieron una mayor demanda para todas las modalidades de crédito, similar a lo que habían manifestado en la encuesta de septiembre. La mayoría de entidades que participaron en la encuesta coincidieron en que, en un escenario de exceso de recursos, éstos serían destinados a otorgar

<sup>40</sup>El 14 de octubre y el 19 de diciembre la tasa de corte superó la tasa de referencia en 25 p.b. y 5 p.b., respectivamente.

<sup>41</sup>Se 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.

<sup>42</sup>Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 3T14 se calcularon con datos semanales entre el 4 de julio y el 26 de septiembre, y los promedios del 4T14 se calcularon con datos semanales entre el 3 de octubre y el 26 de diciembre de 2014.

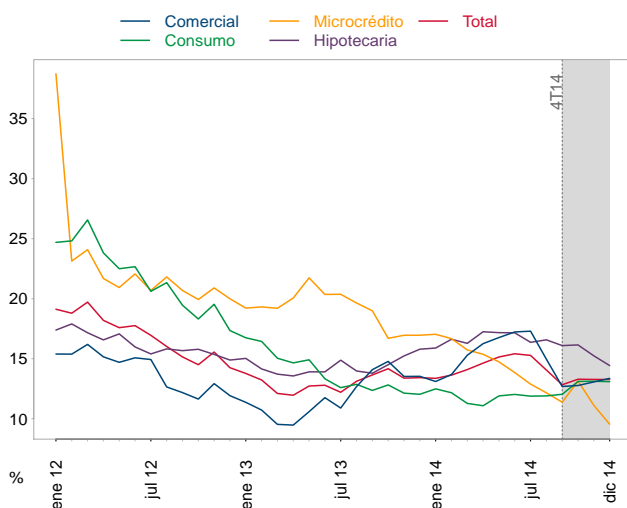
<sup>43</sup>Tradicional ajustada.

<sup>44</sup>Estas variaciones se calcularon comparando el último dato de diciembre de 2014 respecto al último dato del cuarto trimestre del año anterior.

<sup>45</sup>Realizada durante las dos primeras semanas de diciembre.

crédito<sup>46</sup>.

Gráfico 26: Crecimiento Anual de Cartera



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

## 6.2 Mercado de Deuda Pública

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

En el 4T14, los títulos de deuda pública interna de largo plazo de EE.UU. y los países de la región presentaron valorizaciones con excepción de los de Brasil y Colombia. Por su parte, los bonos de los tramos cortos de las curvas registraron desvalorizaciones en los casos de Brasil, Perú y México, y permanecieron relativamente estables en los casos de Colombia y Chile (Gráfico 27).

El comportamiento de los bonos de la región puede dividirse en dos períodos. El primero corresponde a

<sup>46</sup>Los bancos y cooperativas señalaron como primer destino de sus excesos de recursos los créditos para consumo, mientras que las Compañías de Financiamiento Comercial escogieron la modalidad de microcrédito.

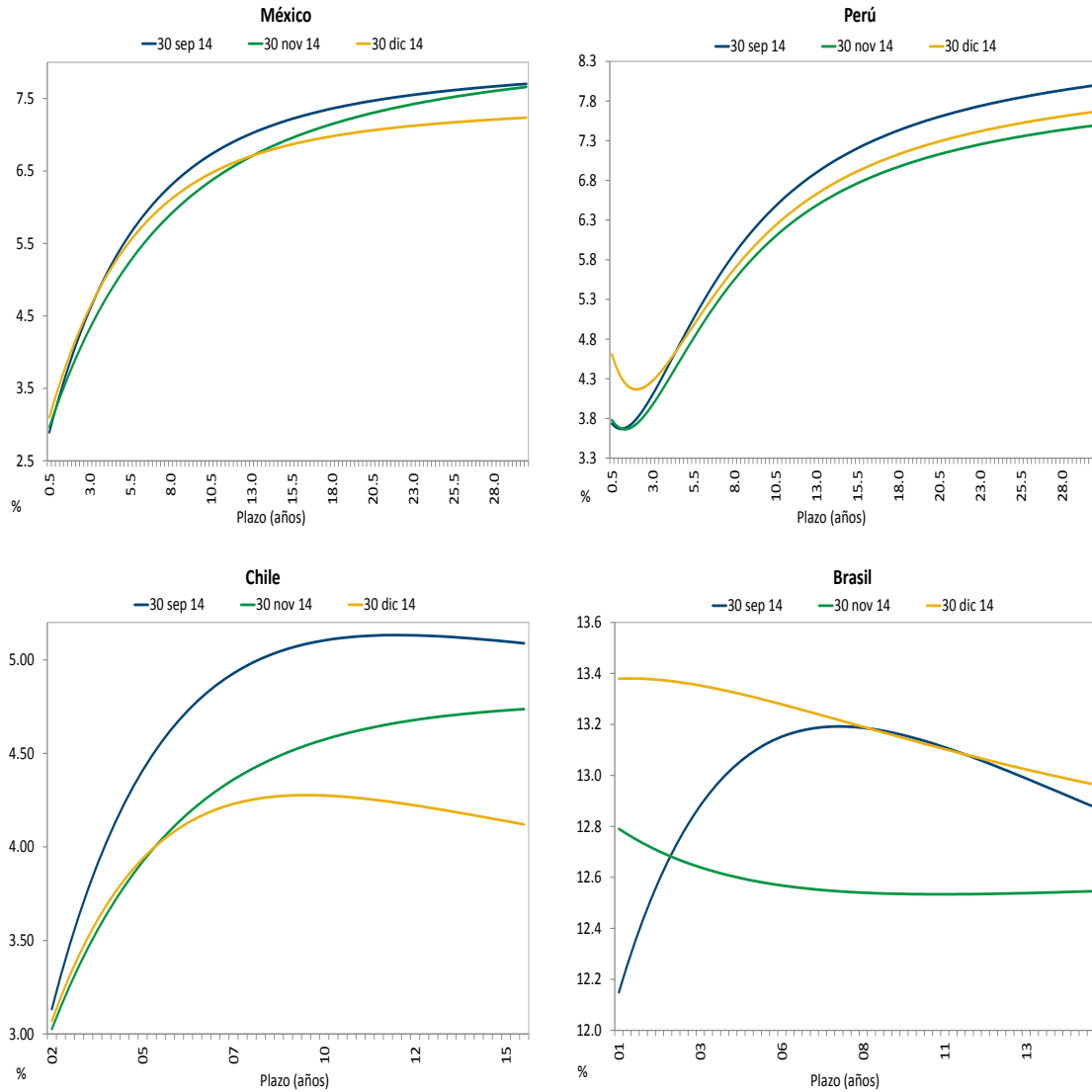
los meses de octubre y noviembre, en los cuales hubo valorizaciones generalizadas asociadas a expectativas en torno a que la Fed mantendría su política monetaria inalterada por un periodo de tiempo prolongado, y que esto, junto con la prolongación de los estímulos monetarios de otros países desarrollados, daría continuidad a las condiciones de amplia liquidez en el mercado monetario internacional. Además, las medidas que anunció China para estimular su economía fueron bien recibidas por los inversionistas.

El segundo período corresponde a diciembre, mes caracterizado por desvalorizaciones ocasionadas principalmente por la mayor percepción de riesgo ante la publicación de datos que reflejaban deterioro de las economías de China, Europa y Japón. Adicionalmente, volvió a considerarse que la Fed iniciaría una política monetaria contractiva antes de diciembre. Cabe mencionar que en diciembre los CDS de la región presentaron incrementos, y, como ya se mencionó en una sección anterior, de acuerdo con el IIF, en este mes hubo salida de capitales extranjeros de inversión de portafolio desde algunos mercados emergentes como Africa y Oriente Medio, Europa Emergente y Latinoamérica<sup>47</sup>.

Cabe destacar, que debido a que Brasil y Chile modificaron sus tasas de política monetaria, los tramos cortos de sus curvas presentaron comportamientos diferentes entre sí y con respecto a los demás países. Mientras el tramo corto de Brasil se desvalorizó en una magnitud superior a la de Perú y México dado el incremento de su tasa de referencia, la curva de Chile registró valorizaciones en todos los tramos, asociadas en parte al recorte de su tasa de política.

<sup>47</sup>IIF - EM Portfolio Flows Tracker. Diciembre de 2014.

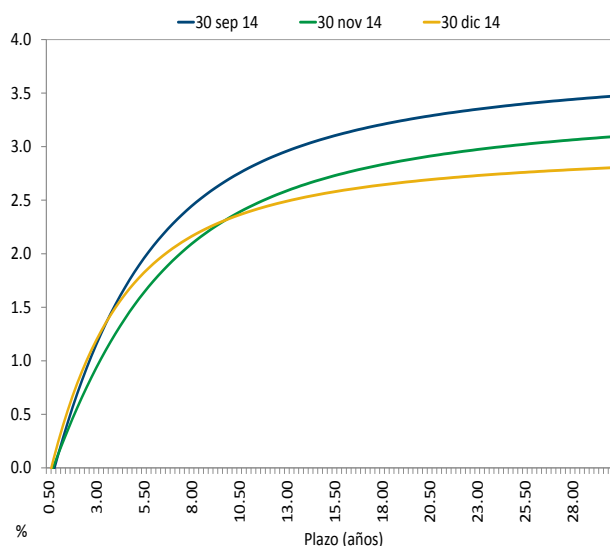
Gráfico 27: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los bonos de EE.UU., las valorizaciones del tramo largo de la curva se relacionan con la demanda de activos refugio ante las preocupaciones en torno al crecimiento a nivel global, enfocadas principalmente en los casos de Europa y China. Adicionalmente, la confianza de los inversionistas pudo haberse visto afectada por la dispersión del ébola (*Gráfico 28*).

Gráfico 28: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

## 6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

### A. Mercado Primario

Entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre de 2014, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$188.735 miles de millones a \$192.874 miles de millones. El cupo para la emisión de TES de largo plazo de 2014 fue ampliado en septiembre de \$30.500 miles de millones a \$33.200 miles de millones. En el 4T14 se emitieron \$1.558 miles de millones<sup>48</sup>, de tal manera

<sup>48</sup>Valores nominales. \$1.406 miles de millones de TES en pesos, y \$152 miles de millones de TES UVR.

que el monto de las colocaciones en todo el 2014 fue \$32.518 miles de millones<sup>49</sup>.

Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado para 2014 era de \$7.500 miles de millones, pero no se realizó ninguna subasta. Por otra parte, el cupo de TES para regular la liquidez de la economía<sup>50</sup> fue ampliado en agosto de \$6.000 miles de millones a \$10.000 miles de millones, de los cuales en el 4T14 fueron emitidos \$4.415 miles de millones, para un total anual de \$9.871 miles de millones, todos entre uno y dos años de vencimiento (valores nominales).

Por otro lado, en el *Gráfico 29* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con datos al 31 de diciembre, en el 2015 hay vencimientos por \$24.182 miles de millones correspondientes a un 27% del saldo en circulación, los cuales se concentran en el cuarto trimestre del año (\$13.097 miles de millones). Cabe destacar el vencimiento de un TES en pesos el 28 de octubre cuyo principal asciende a \$10.021 miles de millones.

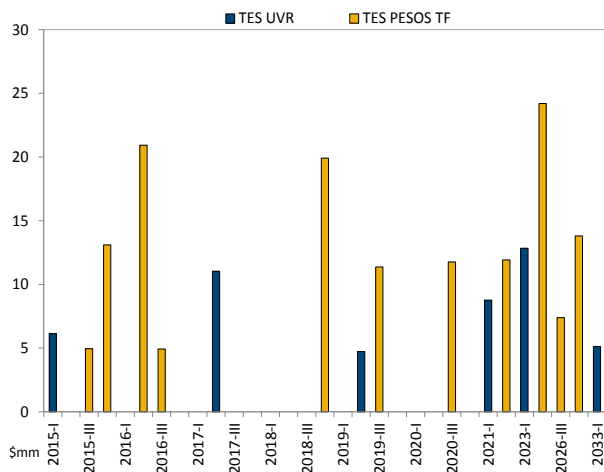
### B. Mercado Secundario

Similar a lo ocurrido con los bonos de los otros países de la región, los TES en moneda local se valorizaron entre octubre y noviembre, y registraron desvalorizaciones en diciembre. Sin embargo, a diferencia de los demás países, en el caso de los bonos colombianos de largo plazo, las desvalorizaciones presentadas a fin de año más que compensaron las valorizaciones registradas hasta noviembre, de tal manera que al comparar las tasas de finales de diciembre con las de tres meses atrás, se encuentra que los bonos de largo plazo de Colombia se desvalorizaron. Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos de finales del 4T14 con las de finales del 3T14, se observan

<sup>49</sup>Valores nominales. \$22.497 miles de millones de TES en pesos, y \$10.021 miles de millones de TES UVR.

<sup>50</sup>Los 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.

Gráfico 29: Proyección de Vencimientos TES



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

incrementos en promedio de 6,9 p.b. entre 0 y 2 años, 5,8 p.b. entre 2 y 5 años, y 30,5 p.b. entre 5 y 15 años<sup>51</sup> (Gráficos 30 y 31).

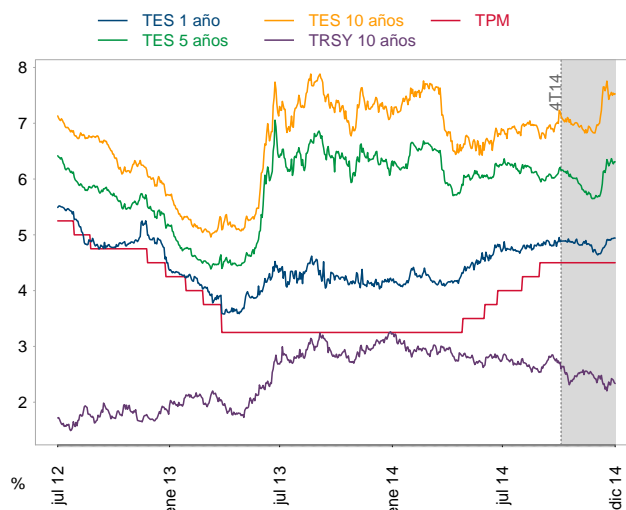
De esta manera, al comparar las tasas de los tramos largo de la curva de diciembre de 2014 con las de un año atrás, se encuentra que los bonos de largo plazo de Colombia registraron desvalorizaciones, mientras que los otros países de la región se valorizaron.

Ante el mayor incremento de las tasas de largo plazo, durante el 4T14 la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años aumentó al pasar de 234 p.b. el 30 de septiembre a 259 p.b. el 31 de diciembre (Gráfico 32).

El comportamiento de los TES durante el 4T14 pudo obedecer a varios factores. En primer lugar, las valorizaciones entre octubre y noviembre están asociadas a expectativas en torno a que la Fed mantendría su política monetaria inalterada por un periodo de tiempo prolongado, y que esto, junto con la prolongación de los estímulos monetarios de otros países, daría con-

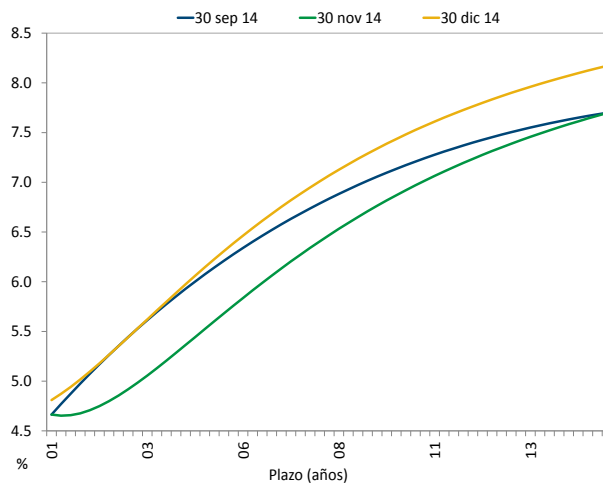
<sup>51</sup> Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 30: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



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

Gráfico 31: Curvas Spot Colombia

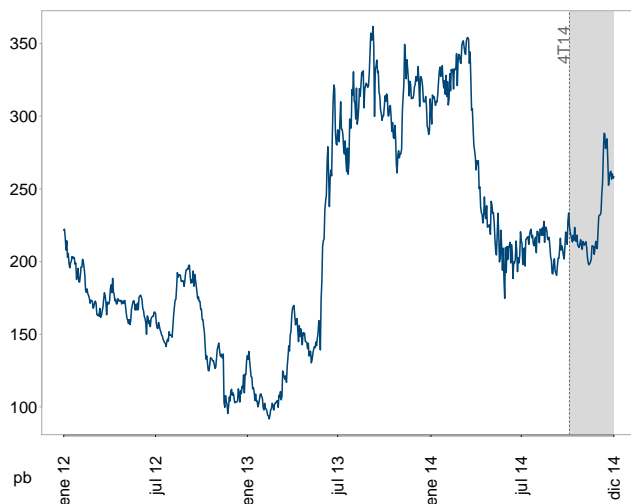


Tramo Corto*	Tramo Medio**	Tramo Largo***
+6,9 p.b.	+5,8 p.b.	+30,5 p.b.

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

tinuidad a las condiciones de amplia liquidez en el mercado monetario internacional. No obstante, estas valorizaciones fueron opacadas por la realización de

Gráfico 32: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



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

un canje de deuda del Gobierno que implicaba mayor oferta en el tramo de largo plazo<sup>52</sup>, e incertidumbre en torno al impacto que podría tener la reforma tributaria en el mercado. En segundo lugar, a la incertidumbre relacionada con la reforma tributaria, en noviembre se sumó la preocupación con respecto a la futura situación fiscal del Gobierno ante la necesidad de financiar el post-conflicto y la disminución en el precio del petróleo, factores que generaron expectativas de que el Gobierno debería realizar mayores colocaciones de TES. En tercer lugar, en diciembre las desvalorizaciones de los tramos mediano y largo de Colombia fueron superiores a las de los otros países de la región, debido

<sup>52</sup>El 26 de septiembre, el Gobierno anunció que, con el propósito de aliviar la carga de pagos de deuda de las vigencias de 2015 y 2018, el 1 de octubre realizaría una operación de manejo de deuda interna con el mercado y con el Tesoro, en la que intercambiaría títulos en pesos y UVR con vencimientos en 2015 y 2018, por títulos con vencimiento entre 2017 y 2026. En esta operación se recibieron demandas por \$9.500 miles de millones, y se recogieron títulos por un monto de \$5.900 miles de millones aproximadamente. Se recibieron del mercado títulos de 2015 por \$2.617 miles de millones (\$1.899 miles de millones de UVR a 2,29% y \$718 miles de millones de TES en pesos a 4,75%) a cambio de títulos con vencimiento entre 2017 y 2026. A la Tesorería se le recibieron títulos por \$3.313 miles de millones (con vencimiento en 2018) a cambio de bonos que vencen en julio de 2020.

posiblemente a las mayores expectativas de inflación ante la publicación de un dato superior al esperado, y la mayor percepción de riesgo hacia Colombia, en comparación con la de los otros países de la región, lo que se ve reflejado en la evolución de los CDS en el último mes de 2014. Cabe mencionar que el mercado colombiano pudo haber estado influenciado por la recomendación de analistas internacionales de reducir las tenencias de TES<sup>53</sup>.

La correlación a 30 días entre las tasas de los bonos a 10 años de Colombia y EE.UU. disminuyó, de tal manera que en promedio pasó de ser cercana a cero en el 3T14 (+6%), a ser negativa durante el 4T14 (-38%).

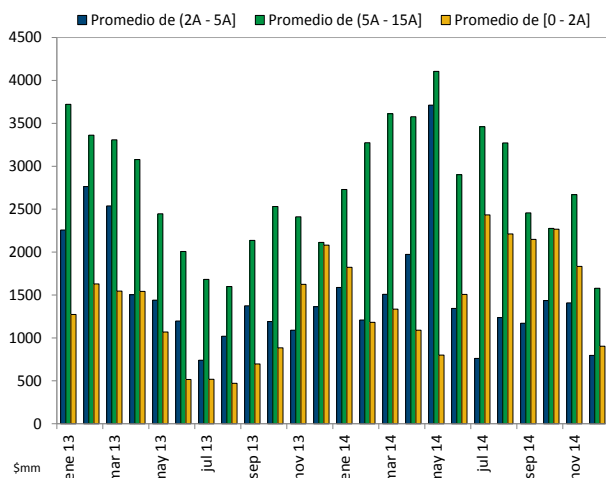
El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$5.056 miles de millones<sup>54</sup>, similar al observado en el mismo período del año 2013 (aproximadamente \$5.097 miles de millones) (Gráficos 33 y 34), aunque cayó de forma importante en diciembre (\$3.500 miles de millones). En el Gráfico 33 puede observarse que, igual a lo ocurrido en los trimestres anteriores, este trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondió a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 24% a 29% entre el 3T14 y el 4T14, seguidos de los títulos que vencen en junio de 2016 cuya participación pasó de 24% a 28%. Por su parte, la participación de los bonos con vencimiento en septiembre de 2019 pasó de 11% a 10%.

De este trimestre es importante resaltar algunas noticias importantes para el mercado de deuda pública. En primer lugar, en octubre el Gobierno anunció que co-

<sup>53</sup>El 4 de diciembre un analista internacional recomendó a los inversionistas que disminuyeran su exposición a deuda soberana de Colombia (desde *market weight* hasta *underweight*), argumentando la disminución del precio del petróleo y los riesgos de las cuentas fiscales y externas del país. Además, el reporte indicó que el *spread* de Colombia era bajo en relación con el de otros países con la misma calificación crediticia, y señaló que la deuda soberana de otros emisores de la región ofrecía un mejor perfil riesgo-retorno, en particular Brasil.

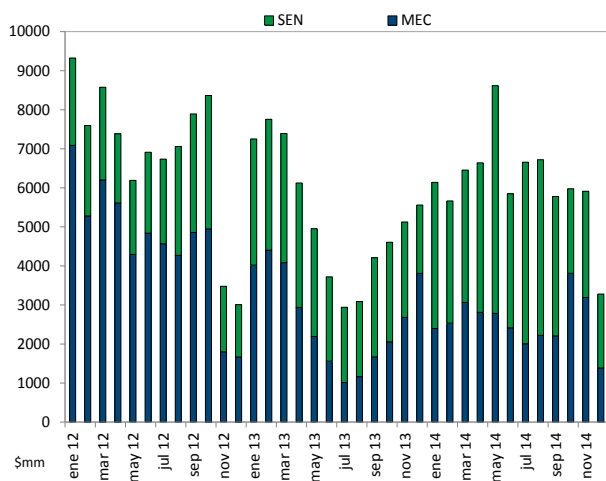
<sup>54</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 33: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Gráfico 34: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

mo resultado del canje y la reducción en el servicio de la deuda para 2015, las colocaciones de TES para ese año se reducirían en \$2.600 miles de millones (de \$34.500 miles de millones a \$31.900 miles de millones).

En segundo lugar, el 14 de noviembre el Gobierno anunció que había concluido las operaciones de manejo de deuda en las que intercambió TES con vencimiento en el año 2015 que se encontraban en poder del Tesoro Nacional, por TES con vencimiento entre 2017 y 2024<sup>55</sup>, señalando que como resultado de la mencionada operación el pago por concepto de amortizaciones en el año 2015 sería menor.

En tercer lugar, el Gobierno expidió el 2 de diciembre un decreto<sup>56</sup> mediante el cual redujo en cerca de \$6.200 miles de millones el presupuesto general para la vigencia fiscal de 2014<sup>57</sup>, y estableció los lineamientos de un plan de austeridad. Basados en lo que se establecía en el Estatuto Orgánico de Presupuesto, algunos analistas consideraron que esa decisión obedecía a que los recaudos del año eran inferiores al total de los gastos y obligaciones contraídas por el Gobierno, con cargo a esos recursos, lo que generó mayor incertidumbre en torno a la situación fiscal<sup>58</sup>.

Por último, el 23 de diciembre el Gobierno anunció la revisión al plan financiero para el año 2015, en el que se contemplaba que el déficit a financiar sería del 2,8% del PIB (\$22.900 miles de millones)<sup>59</sup>, superior al estimado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo presentado en junio de 2014. Sin embargo, se aclaró que el mayor déficit no requeriría más endeudamiento gracias a que con las operaciones de manejo de deuda se habían reducido los montos de las amortizaciones pro-

<sup>55</sup>Se recibieron TES denominados en UVR por cerca de \$1.500 miles de millones (con vencimiento el 25 febrero) y TES en pesos por cerca de \$48 mil millones (con vencimiento el 28 octubre). Se entregaron \$326,8 miles de millones de TES en pesos (con vencimiento el 11 septiembre 2019), \$495 miles de millones de TES en pesos (con vencimiento 24 julio 2024) y \$640,5 miles de millones de TES denominados en UVR (con vencimiento el 17 de mayo de 2017).

<sup>56</sup>Decreto 2461 del 2 de diciembre de 2014.

<sup>57</sup>Según la ley 1687 del 11 de diciembre de 2013 el presupuesto de rentas y capital del tesoro de la nación para la vigencia fiscal de 2014 estaba estipulado en \$199,8 billones.

<sup>58</sup>Artículo 76.

<sup>59</sup>Se contempló un déficit del Gobierno Nacional Central del 2,2% del PIB y un déficit cíclico adicional del 0,6% del PIB, para un total de 2,8% del PIB. En el MFMP de junio se estimaba un déficit a financiar de \$19.398 miles de millones, cifra que fue revisada a \$22.977 miles de millones.

gramadas para 2015.

El Plan Financiero de 2015 contempla emisiones de TES por \$31.800 miles de millones, monto inferior a lo anunciado en junio (\$34.500 miles de millones). Se espera que \$22.600 miles de millones sean colocados mediante subastas y el monto restante con entidades públicas. Teniendo en cuenta que para el 2015 se contemplan pagos por \$32.200 miles de millones de servicio de deuda, esta meta implica que el Gobierno entregará al mercado de TES recursos netos por aproximadamente \$500 mil millones. Por otro lado, las fuentes de financiamiento externo ascenderán a USD5,1 billones correspondientes a emisiones de bonos en los mercados internacionales por USD2,5 billones y USD2,6 billones a desembolsos de la banca Multilateral.

También se señaló que al cierre del año 2014 el déficit estructural del Gobierno Nacional sería del 2,3 % del PIB, de tal manera que se cumpliría la meta establecida por la Regla Fiscal; que el país estaba preparado para enfrentar un escenario de menores ingresos petroleros sin poner en riesgo las finanzas públicas, y que se estimaba que el crecimiento económico de 2014 y 2015 sería 4,7 % y 4,2 %, respectivamente.

### 6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con el mercado de TES, los futuros presentaron desvalorizaciones. El número de contratos negociados de futuros de TES<sup>60</sup> aumentó al pasar de 59.989 contratos en el 3T14 a 87.791 en el 4T14 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$21.947 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas ascendieron a 8.515 contratos el 30 de diciembre, la mayoría con vencimiento en el 2016.

<sup>60</sup>Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

### 6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

En el 2014 la deuda externa de Perú, México y Brasil presentó valorizaciones en el tramo largo, principalmente en el primer semestre del año lo cual pudo estar relacionado con las expectativas de que las amplias condiciones de liquidez internacional se mantendrían por un periodo prolongado. Por su parte, los tramos corto y medio cerraron el año con desvalorizaciones, las cuales tuvieron lugar principalmente en diciembre.

Durante el 4T14, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron algunas desvalorizaciones, particularmente durante el último mes del trimestre lo cual se explica por los incrementos en la percepción de riesgo internacional (*Gráfico 35*, *Gráfico 36* y *Gráfico 37*). En particular, en los casos de Brasil y México se presentaron desvalorizaciones en los tramos corto y medio, y algunas valorizaciones en el tramo largo. Sin embargo, vale la pena señalar que hasta noviembre la deuda había presentado valorizaciones en algunos segmentos de la curva, lo cual coincide con las entradas de capital extranjero a economías emergentes que se presentaron en los meses de octubre y noviembre<sup>61</sup>. Por su parte, en Perú la deuda se valorizó para todos los plazos en el trimestre, aunque en diciembre registró desvalorizaciones.

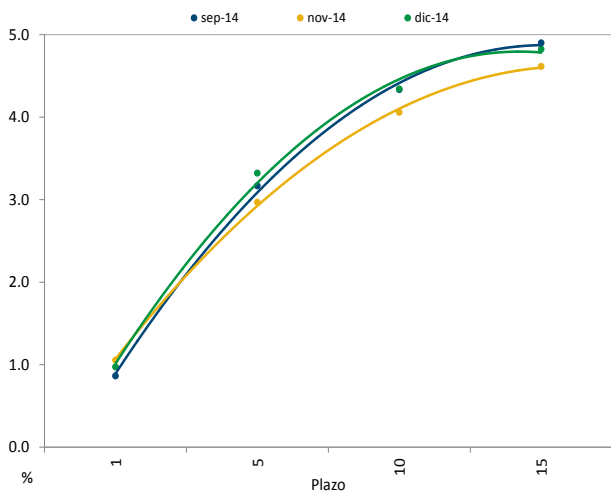
En línea con lo anterior, las primas de riesgo para los países de la región aumentaron durante el trimestre. En primer lugar, los EMBI país, para una muestra de países de la región, aumentaron en promedio 31,0 p.b. (19,5%)<sup>62</sup>, y el EMBI+ aumentó 71,6 p.b. (22,7%) (*Gráfico 38*). Asimismo, los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región se incrementaron en promedio 22,2 p.b. (21,3%)<sup>63</sup>

<sup>61</sup>Según el IIF, para octubre y noviembre se estiman flujos de capital a economías emergentes por USD14,2 billones y USD23,8 billones, respectivamente.

<sup>62</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: 34 p.b. (21,5%), Brasil: 32 p.b. (14,1%), México: 26 p.b. (16,5%), Perú 25 p.b. (16,2%) y el EMBI Global Chile: 38 p.b. (29,0%).

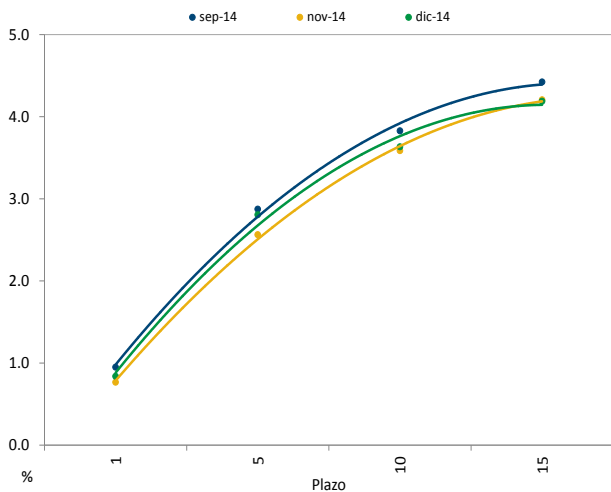
<sup>63</sup>Variaciones: Colombia: 41,4 p.b. (41,6%), Brasil: 26,6 p.b.

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



Fuente: Bloomberg.

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

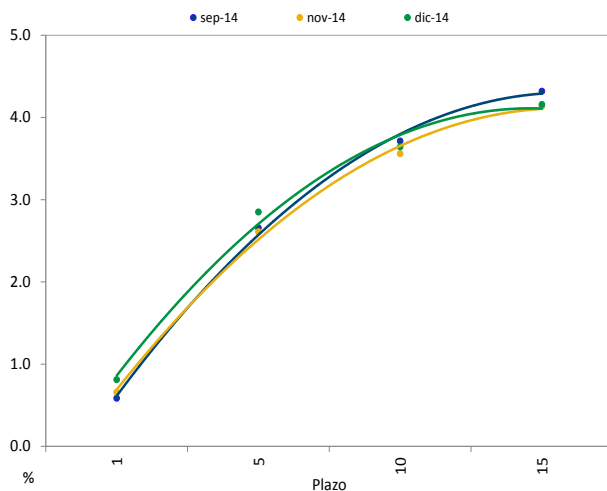


Fuente: Bloomberg.

(Gráfico 39).

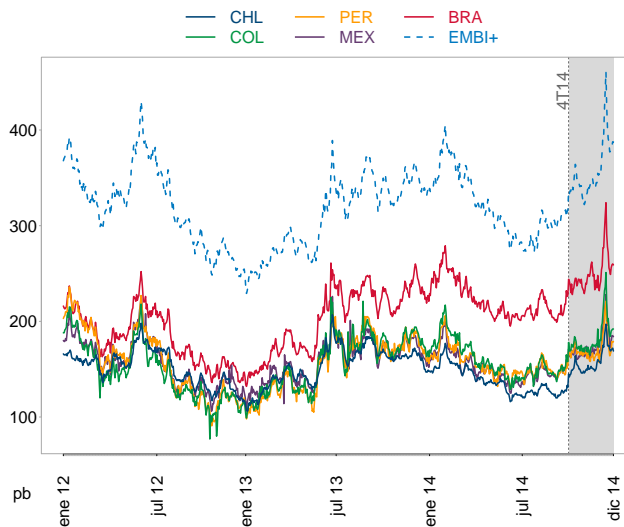
(15,3%), México: 16,4 p.b. (18,8%), Chile: 16,4 p.b. (21,1%) y Perú: 10,4 p.b. (10,0%).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Spreads Deuda Soberana LATAM

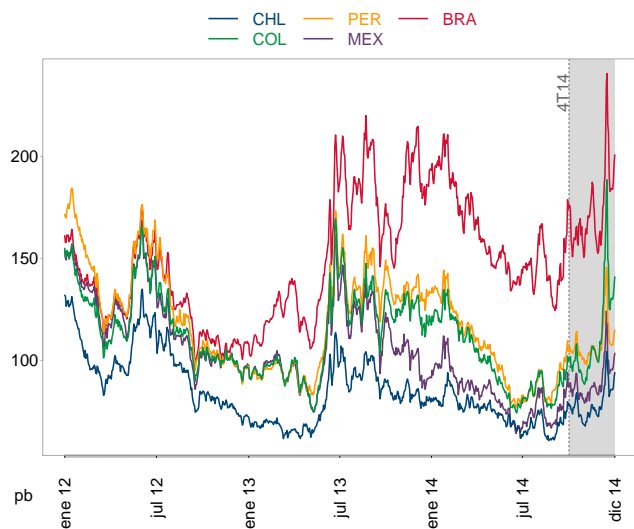


Fuente: Bloomberg.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el 2014 la deuda pública externa denominada en dólares presentó valorizaciones en los tramos medio

Gráfico 39: Credit Default Swaps 5 años

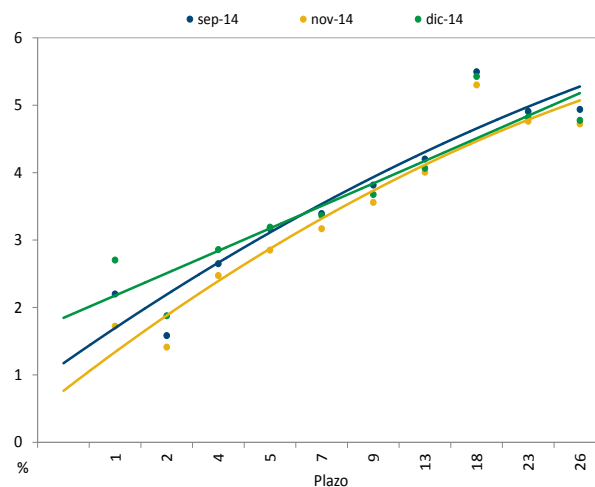


Fuente: Bloomberg.

y largo, en particular durante el primer semestre del año, en línea con el comportamiento de la región. A su vez, el tramo corto se desvalorizó, principalmente en diciembre. Por otra parte, durante el 4T14 éstos títulos se desvalorizaron en los tramos corto y medio, mientras que presentaron algunas valorizaciones en el tramo largo (Gráfico 40 y Gráfico 41), resultado de las condiciones externas desfavorables. Es importante destacar que, en línea con los países de la región, los bonos de Colombia habían registrado valorizaciones hasta el mes de noviembre, que fueron contrarrestadas por un incremento importante de los rendimientos en diciembre. En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, en comparación con los últimos datos del trimestre anterior, el EMBI+ Colombia presentó un incremento de 34 p.b. (21,5%) y el CDS a 5 años aumentó 41,4 p.b. (41,6%). Se destaca que éstos incrementos fueron superiores a los de varios países de la región.

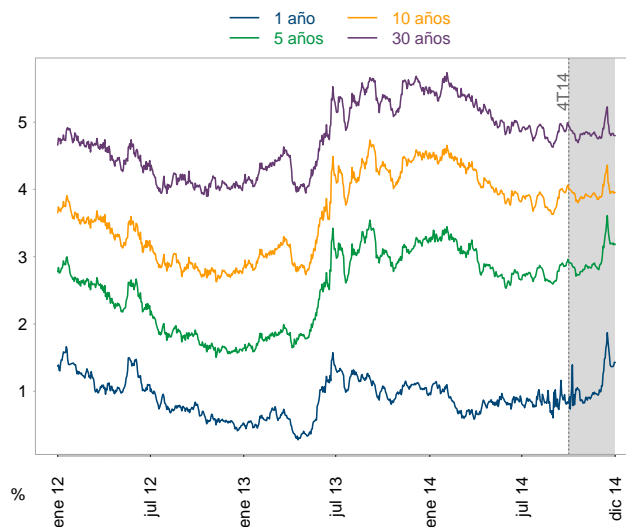
En el Gráfico 42 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denominados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre

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



Fuente: Bloomberg.

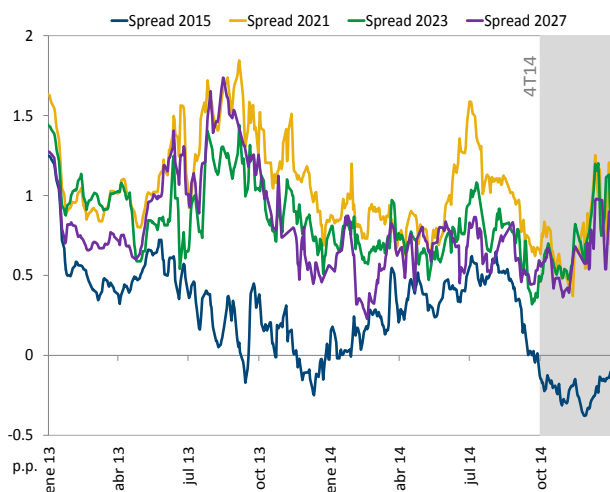
Gráfico 41: Rendimientos Deuda Externa en UDS Colombia



Fuente: Bloomberg.

este spread aumentó para cada uno de los plazos. Para los títulos con vencimientos en los años 2021 y 2023 el comportamiento del spread fue resultado de desva-

Gráfico 42: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg.

lalizaciones de los TES locales, mientras que para los demás vencimientos el aumento del *spread* se explica por desvalorizaciones de los TES locales superiores a las desvalorizaciones de los TES Globales.

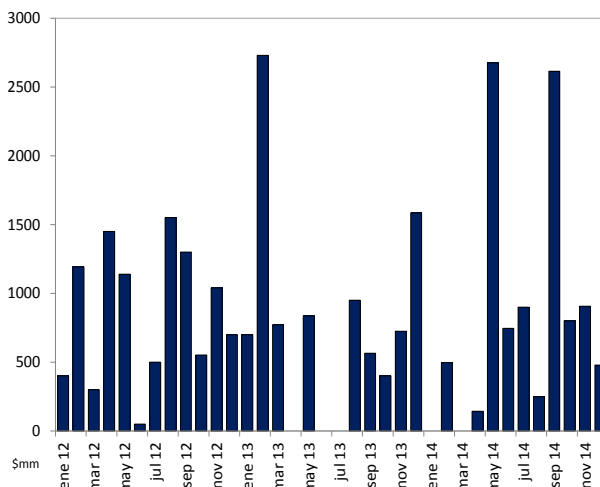
## 7 Mercado de Deuda Privada

Durante el año, el mercado de deuda privada presentó un aumento de 8% en términos de montos colocados, especialmente impulsado por la alta cantidad de colocaciones durante el segundo trimestre. Durante el 4T14 el mercado primario de deuda privada presentó una disminución de 42% frente a lo observado el trimestre anterior en términos de los montos colocados, con un monto trimestral equivalente a \$2.185 miles de millones<sup>64</sup> (ant: \$3.763 miles de millones) (Gráfico 43). La disminución de las colocaciones pudo estar relacionada con el entorno internacional, y con algunos factores locales mencionados anteriormente que pudieron aumentar la aversión de los inversionis-

<sup>64</sup>Dicho monto equivale a 0,79 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

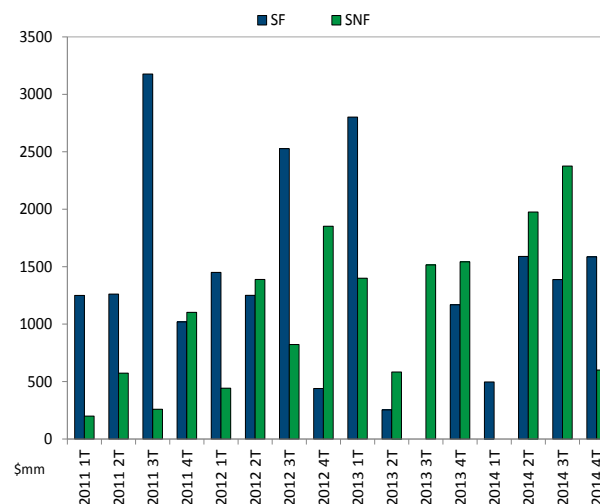
tas.

Gráfico 43: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 44: Monto Colocado por Sector

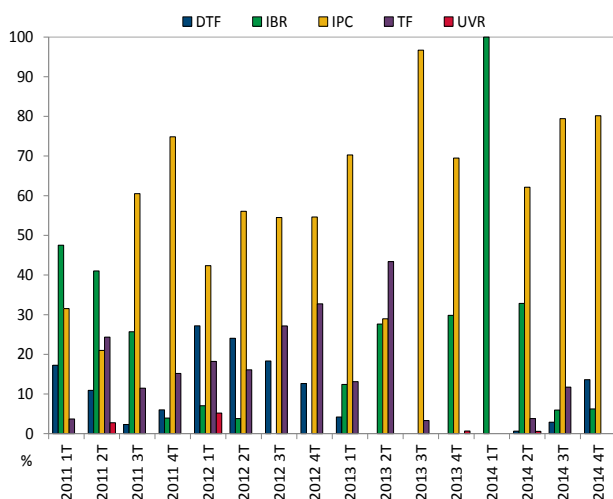


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

En el periodo analizado, el sector financiero tuvo una participación de 72% en las colocaciones. Las colocaciones del sector financiero durante el trimestre fueron

de \$1.585 miles de millones<sup>65</sup>. Por otra parte, el sector no financiero tuvo una participación de 28% en los montos colocados, con un monto de \$600 miles de millones<sup>66</sup> (Gráfico 44).

Gráfico 45: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 11: Emisiones Deuda Privada 4T14

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Pichincha	200	1 a 3	IPC, DTF
Banco Davivienda	600	2 a 10	TF, IPC, IBR
Banco Finandina	56	2	TF, DTF
Banco BBVA	250	10, 20	IPC
Cementos Argos	600	2 a 15	TF, IPC
Credifamilia	21	2 a 15	DTF, IBR, IPC
Titularizadora Colombiana	307	10	TF
Banco Colpatría	150	10	TF

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

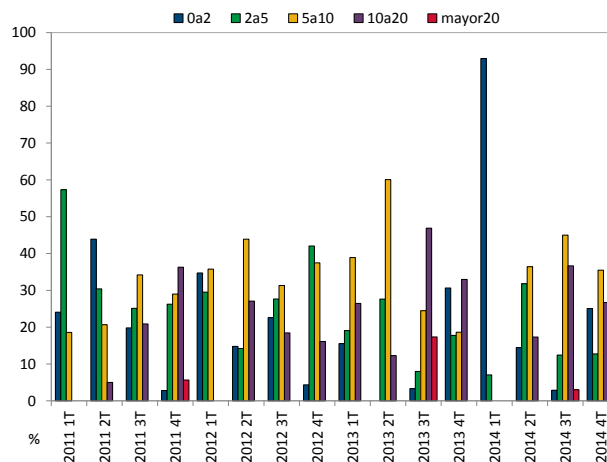
Durante el trimestre distintas entidades realizaron colocaciones (Cuadro 11). La mayor parte de las emisiones se ataron a IPC (80%), seguidas por DTF (13%) e IBR (6%) (Gráfico 45). El 35% de las emisiones se realizaron a plazos entre 5 y 10 años, seguidas por los

<sup>65</sup> Equivale a 1,08 veces su promedio histórico de colocaciones.

<sup>66</sup> Equivale a 0,55 veces su promedio histórico.

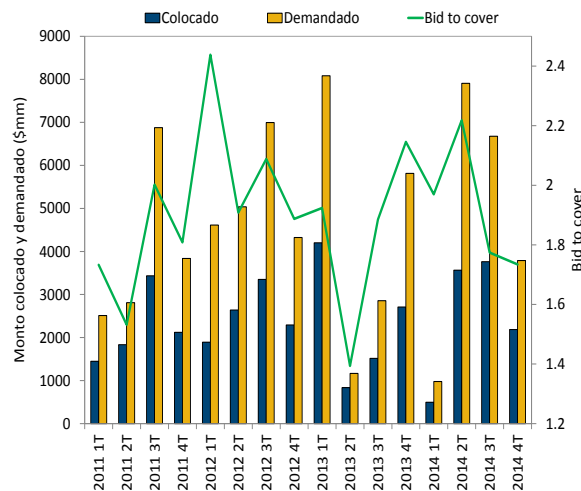
plazos de 10 a 20 años (27%), de 0 a 2 años (25%) y de 2 a 5 años (13%) (Gráfico 46).

Gráfico 46: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 47: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas disminuyó 0,04 respecto al trimestre anterior; la demanda por colocaciones (\$3.790 miles de millones) fue 1,73

veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$6.677 miles de millones, 1,77 veces) (Gráfico 47).

## 8 Mercado Accionario

En el trimestre, al comparar los datos del cierre de 4T14 con los del cierre del 3T14, se observaron valorizaciones en los mercados accionarios de EE.UU. y Asia, mientras que para el caso de la Zona Euro no se presentaron variaciones significativas. A su vez, los índices de países de América Latina disminuyeron. En general, la evolución de los mercados bursátiles estuvo influenciada principalmente por el comportamiento de los indicadores de percepción de riesgo internacional y, en el caso de algunas economías emergentes, por la reducción en el precio de los *commodities*, particularmente el del petróleo.

La valorización de los índices accionarios de EE.UU.<sup>67</sup> fue resultado de la publicación de datos positivos del desempeño de esta economía. Asimismo, para el caso de Asia el *Shanghai Stock Exchange Composite Index* y el *Nikkei Index* aumentaron 36,8% y 7,9%, respectivamente, siendo los más valorizados durante el trimestre. Estos resultados estuvieron relacionados con la integración de las bolsas de Shanghái y Hong Kong el 17 de noviembre, que abrió la posibilidad a los inversionistas de Shanghái de comprar títulos en Hong Kong y viceversa<sup>68</sup>, lo que según algunos analistas constituyó un avance importante en la apertura de los mercados de capital de China continental a la inversión extranjera. Adicionalmente, la valorización de los indicadores asiáticos también pudo verse influenciada por los bajos precios energéticos, la publicación de datos económicos positivos de China en octubre, así como por las medidas de estímulo monetario implementadas por los bancos centrales de China

<sup>67</sup>El *S&P500* se valorizó 4,4%, el *Nasdaq* 5,4%, y el *Dow Jones* 4,6%.

<sup>68</sup>Esta desición le permite a los inversionistas de Shanghái negociar acciones cotizadas en Hong Kong a través de *brokers* nacionales, y a los extranjeros negociar acciones de Shanghai a través de *brokers* de Hong Kong.

y Japón.

Por su parte, el *Eurostoxx* presentó una variación de -2,5% en el trimestre, pese a que desde mediados de octubre hasta noviembre había registrado ganancias. Lo anterior se explica por la publicación de datos negativos de crecimiento de la Zona Euro, incertidumbre por la efectividad de las medidas de estímulo implementadas por el BCE para impulsar la actividad económica del bloque, y factores geopolíticos entre los que se destaca la crisis en Grecia (Gráfico 48).

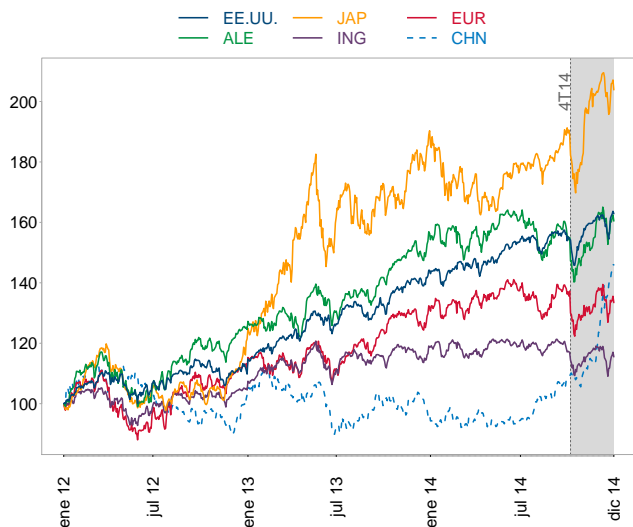
Por su parte, las bolsas de la región registraron desvalorizaciones durante el trimestre, especialmente en diciembre, como respuesta a la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional y la caída en los precios de las materias primas, particularmente del petróleo. Específicamente, se desvalorizaron los índices accionarios de Colombia 9,2% (*COLCAP*), Perú 8,8%, Brasil 7,6%, México 4,1% y Chile 2,3% (Gráfico 49).

En el caso de EE.UU., Asia y Europa, el comportamiento fue similar a lo observado en los tres trimestres anteriores del año. Para el caso latinoamericano, las desvalorizaciones del cuarto trimestre contrarrestaron las ganancias registradas entre marzo y septiembre. De esta manera, en el 2014 se desvalorizaron los mercados accionarios de Latinoamérica (exceptuando Chile), los de EE.UU. y Asia se valorizaron y en el caso de la Europa éstos cerraron el año en niveles cercanos a los del cierre de 2013.

En Colombia, la desvalorización del *COLCAP* se dio principalmente desde finales de noviembre y estuvo relacionada con la caída en el precio del petróleo y sus efectos sobre la rentabilidad de las empresas petroleras<sup>69</sup>, y expectativas de un menor dinamismo de la economía. Adicionalmente, a lo largo del trimestre el comportamiento del mercado bursátil colombiano

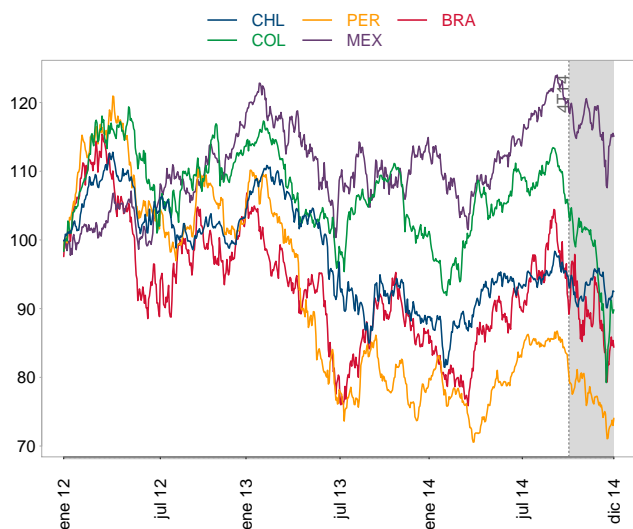
<sup>69</sup>Durante el trimestre, la acción de Ecopetrol se desvalorizó 34,28%, la de Pacific Rubiales 55,67% y la de Canacol 47,04%. Juntas, estas tres empresas representan el 24,95% de la capitalización bursátil del mercado accionario colombiano (al 31 de diciembre de 2014).

Gráfico 48: Índices Accionarios Países Desarrollados



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

Gráfico 49: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2012

pudo estar influenciado por la liquidación de acciones locales por parte de los fondos de pensiones, quienes sustituyeron estas inversiones por activos externos, la incertidumbre en torno al proyecto de reforma tributaria, así como por la finalización del rebalanceo de Co-

lombia en los índices de deuda emergente de *JP Morgan*<sup>70</sup> que de acuerdo con algunos analistas generaron expectativas de menores entradas de capital extranjero de los mercados locales.

Por otra parte, la volatilidad de los mercados accionarios de la región aumentó frente al trimestre anterior, principalmente en diciembre. Por un lado, los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región en el 4T14 aumentaron frente al tercer trimestre para todos los países analizados<sup>71</sup> (Gráfico 50); por el otro, en materia de volatilidad condicional<sup>72</sup>, durante el periodo el promedio de la región aumentó 44,9% respecto al del trimestre anterior<sup>73</sup> (Gráfico 51). Vale la pena destacar que en diciembre la volatilidad del *IGBC* de Colombia superó a la de los otros países de la región.

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), durante el 4T14 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones en este mercado por \$1.385 millones (ventas de \$10.630 millones y compras de \$12.015 millones), frente a ventas netas de \$3.135 millones, \$1.455 millones y \$8.196 millones observadas en el 3T14, 2T14 y 1T14, respectivamente. Es importante anotar que en el periodo, el 98,5% de las ventas realizadas por la BVC fue de activos colombianos, y el 94,7% de las compras realizadas fue de activos colombianos que estaban en poder de extranjeros. El índice *S&P Mila 40*<sup>74</sup> presentó una desvalorización de 12,4% durante el cuarto trimestre de 2014. Este índice se desvalorizó 15,7% en 2014, principalmente durante el segundo semestre del año (Gráfi-

<sup>70</sup>El 30 de septiembre.

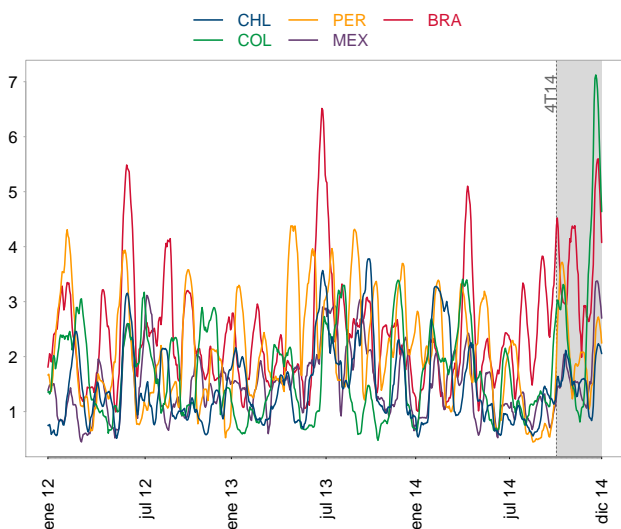
<sup>71</sup>El *IBOV* de Brasil fue el índice que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación en el trimestre (3,65, anterior: 2,60), seguido por el *IGBC* de Colombia (3,10, anterior: 1,26), el *IGBVL* de Perú (2,23, anterior: 1,05), el *MEXBOL* de México (1,81, anterior: 1,04) y el *IPSA* de Chile (1,60, anterior: 0,94).

<sup>72</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

<sup>73</sup>En particular, la volatilidad condicional promedio en el trimestre del *IBOV* de Brasil fue 0,023 (anterior: 0,015), la del *MEXBOL* de México 0,010 (anterior: 0,008), la del *IGBC* de Colombia 0,014 (anterior: 0,008), la del *IGBVL* de Perú 0,012 (anterior: 0,008) y la del *IPSA* de Chile 0,008 (anterior: 0,007).

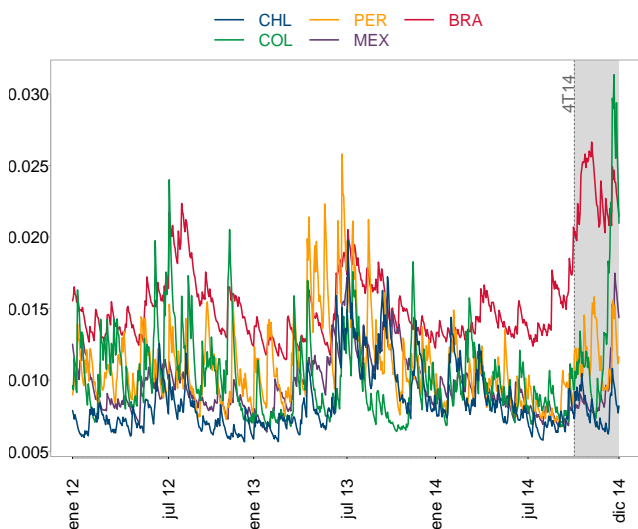
<sup>74</sup>El cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado.

Gráfico 50: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

Gráfico 51: Volatilidad Condicional Índices Accionarios

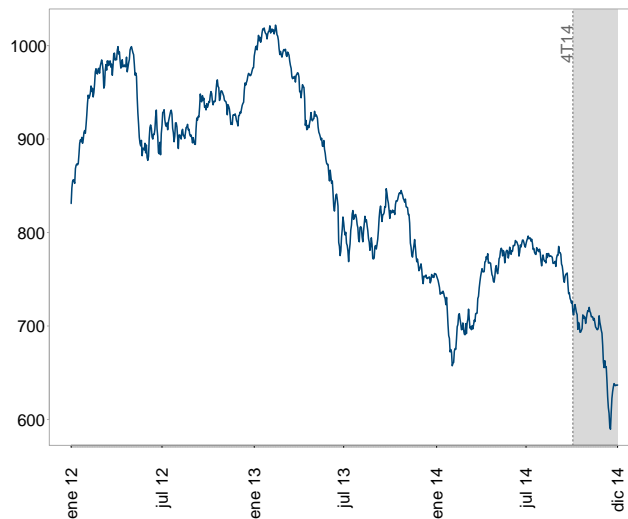


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

co 52).

En Colombia, el promedio diario negociado durante el 4T14 en el mercado accionario fue de \$154,7 miles de

Gráfico 52: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

millones, inferior a lo observado a lo largo del año<sup>75</sup>, pero superior al observado en el 4T13<sup>76</sup>. El COL20 presentó una desvalorización durante el periodo analizado de 17,5%.

Los principales oferentes netos en el mercado secundario de acciones durante el cuarto trimestre de 2014 fueron los fondos de pensiones y cesantías y los inversionistas extranjeros, que ofrecieron en neto \$656 miles de millones y \$138,9 miles de millones, respectivamente. Por su parte, los principales demandantes netos fueron los programas ADR<sup>77</sup> y el sector real, que compraron en neto \$281,8 miles de millones y \$264,6 miles de millones, respectivamente.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 168 contratos frente a 355 contratos negociados en el 3T14<sup>78</sup> y su valor

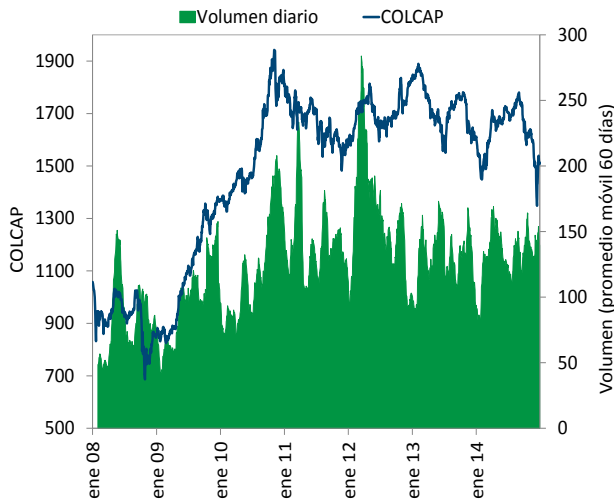
<sup>75</sup>El promedio diario negociado en el 1T14, 2T14 y 3T14 fue de \$154,8 miles de millones, \$173,3 miles de millones y \$162,2 miles de millones, respectivamente.

<sup>76</sup>\$149,7 miles de millones.

<sup>77</sup>Por sus siglas en inglés, American Depositary Receipt.

<sup>78</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.

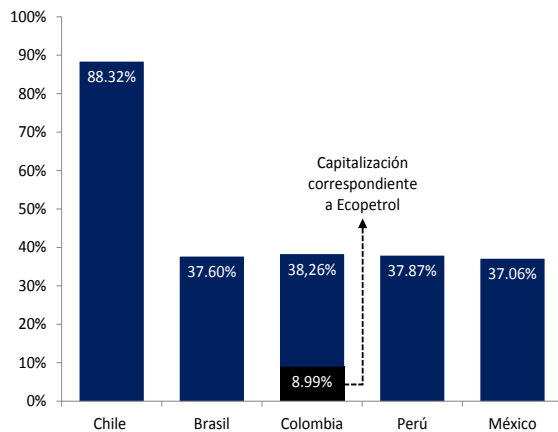
Gráfico 53: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

tuvo un comportamiento similar al del índice.

Gráfico 54: Capitalización Bursátil/PIB



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

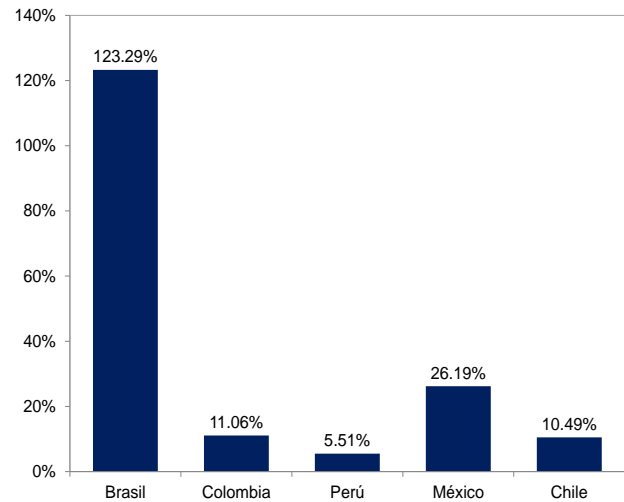
Con datos estimados del PIB para 2014<sup>79</sup> y datos de

<sup>79</sup>Fuente: FMI.

capitalización bursátil a diciembre de 2014<sup>80</sup>, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 54 se puede observar que la bolsa de Chile tiene una capitalización bursátil como porcentaje del PIB de 88,32 %, siendo la más alta de la región, seguido por la de las bolsas de Colombia (38,26 %), Perú (37,87 %), Brasil (37,60 %) y México (37,06 %).

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a diciembre de 2014<sup>81</sup>, en la región la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 123,29 % (dato a octubre<sup>82</sup>); seguida por las bolsas de México (29,19 %), Colombia (11,06 %), Chile (10,49 %) y Perú (5,51 %) (Gráfico 55).

Gráfico 55: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable



Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

<sup>80</sup>Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y World Federation of Exchanges.

<sup>81</sup>Este 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.

<sup>82</sup>Para noviembre y diciembre de 2014 no hay información disponible para Brasil.