



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2013

Banco de la República

Abril de 2013

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

Nathali Cardozo
Karen Juliet Leiton
José Fernando Moreno
Lina Vanessa Patiño
Juan Sebastián Rassa
Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Diana Milena Boada
Daisy Johana Pacheco

Recuadros

Recuadro 1: Karen Juliet Leiton y Javier Eliecer Pirateque

Recuadro 2: José Fernando Moreno y Linda Katherine Mondragón

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	5
2.1	Mercado cambiario	5
2.2	Mercado monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	17
6	Mercado Monetario y Renta Fija	19
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	19
6.2	Mercado de Deuda Pública	23
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	23
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	25
6.3	Contratos de Futuros de TES	28
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	28
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	29
7	Mercado Primario de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	34
	Recuadro 1: Sociedades Comisionistas de Bolsa y Sociedades Fiduciarias, Una Comparación Internacional	38
	Recuadro 2: Mercado de ETF: Riesgos, Preocupaciones y Mercado Local	46

Índice de Gráficos

1	Indices accionarios	8
2	Indices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa	8
3	Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U	10
4	Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro	11
5	Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra	11
6	Tasa interbancaria y de referencia Japón	11
7	Índices de Confianza	12
8	Índice de Confianza de la Economía (ICEA)	14
9	Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	14
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	14
11	VIX vs. Índices de Monedas	15
12	Tasas de Cambio LATAM	15
13	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	17
14	COP/USD - LACI - VIX	17
15	Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro	18
16	Forwards y Futuros CRCC	18
17	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	20
18	Indice de Precios al Consumidor	20
19	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	21
20	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	21
21	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012	22
22	Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2013)	22
23	Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)	22
24	Crecimiento Anual de Cartera	23
25	Curva Cero Cupón EE.UU.	23
26	Curvas Cero Cupón Países de la Región	24
27	Proyección de Vencimientos TES	26
28	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	26
29	Curvas Spot Colombia. Dic. 2012, Feb. 2013 y Mar. 2013	26
30	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)	27
31	Monto Promedio Negociado por plazos de TES	27
32	Monto Promedio Diario Negociado de TES	27
33	Precio de Contratos de TES a Futuro	28
34	Contratos Pactados de TES a Futuro	28
35	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	29
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	29
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	29
38	Credit Default Swaps 5 años	30
39	Spreads Deuda Soberana LATAM	30
40	TES Globales vs TES locales	30
41	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	31
42	Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED	31
43	Monto Total Colocado (2010 - 2013)	32

44	Monto Colocado por Sector	32
45	Colocaciones por Tasa de Interés	33
46	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	33
47	Monto Colocado VS Monto Demandado	33
48	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	34
49	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	35
50	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	35
51	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	36
52	S&P MILA 40	36
53	IGBC y Volumen Transado Diario	36
54	Capitalización Bursátil/PIB	37
55	Estructura operacional de los ETF de réplica física.	47
56	Estructura operacional de los ETF de réplica sintética.	47
57	Número de ETF creados por año y monto de activos bajo administración (ABA)	48

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
3	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	16
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	16
5	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM	19
6	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012	20
7	Principales negocios de las SF y las SCB	42
8	Contrapartes por Tipo de Instrumento	43
9	Documentos en torno a preocupaciones respecto a los ETF por parte de autoridades	50
10	Preocupaciones y recomendaciones de las autoridades regulatorias respecto mercado de ETF.	51

1 Introducción

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

Con el anterior objetivo, este reporte pretende proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte hace una descripción de los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial. El análisis del presente documento se centra en el periodo comprendido entre enero y marzo de 2013.

En este periodo, la percepción de riesgo a nivel internacional no mostró un comportamiento definido debido a la incertidumbre global ante temores sobre la estabilidad de la Zona Euro, particularmente frente la situación financiera de Chipre, y ante la disminución de las expectativas de crecimiento de la economía mundial para el 2013. Por su parte, los bancos centrales de países desarrollados como Estados Unidos y Japón continuaron respaldando los programas de estímulo monetario. En este contexto, el dólar presentó un comportamiento mixto frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, los índices accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones mientras los de países emergentes registraron desvalorizaciones y los bonos de deuda pública externa de los países de la región se desvalorizaron. A nivel local, la percepción de riesgo de los agentes se deterioró, los bonos de deuda pública interna se valorizaron, las colocaciones de deuda privada aumentaron considerablemente y el IGBC se desvalorizó.

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 los mercados a nivel 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 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 mercado accionario regional y local.

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado cambiario

En el primer trimestre de 2013 las monedas de países desarrollados y emergentes presentaron un comportamiento mixto frente al dólar. Las monedas que más se revaloraron frente al dólar fueron el peso mexicano, el baht tailandés, la corona islandesa y el shekel israelí; mientras que las monedas más devaluadas en el mismo periodo fueron el yen japonés, el rand sudafricano y la libra esterlina. En Latinoamérica el comportamiento de las monedas fue mixto:

el peso colombiano, el peso argentino y el sol peruano se depreciaron frente al dólar, mientras que las monedas de Brasil, México y Chile se apreciaron frente al dólar.

2.2 Mercado monetario

En el primer trimestre de 2013 continuaron los estímulos monetarios por parte de algunos Bancos Centrales de países desarrollados mediante tasas de referencia bajas (en mínimos históricos) y programas de compra de activos. Por un lado la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia y anunció que mantendría su programa de compra de activos que incluye la compra de títulos hipotecarios y de títulos del Tesoro de largo plazo. El Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales de Inglaterra mantuvieron sus tasas de interés. Por su parte, el Banco Central de Japón anunció un programa de compra de activos que comenzará en enero de 2014.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria durante el primer trimestre de 2013. Por su parte, los bancos centrales de Colombia y México anunciaron recortes de 100 p.b. y 50 p.b., dejando las tasas en 3,25 % y 4,0 %, respectivamente. Es importante mencionar que la tasa de México había permanecido estable en 4,5 % desde julio de 2009.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En el primer trimestre de 2013 todos los bonos de México y Colombia, así como los de los tramos corto y medio de Perú se valorizaron, mientras que los bonos de Brasil se desvalorizaron. Por su parte, los bonos de Chile y EE.UU. presentaron un comportamiento relativamente estable¹. En el caso de Colombia, las valorizaciones del primer trimestre de 2013 de los TES denominados en pesos estuvieron relacionadas con el ajuste de las tasas ante la incorporación de los recortes de la tasa de referencia; la publicación de los datos de inflación que resultaron inferiores a los esperados por el mercado, y la consecuente disminución en las expectativas de inflación; las expectativas de mayor inversión extranjera ante la reducción de la carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio después de la aprobación de la reforma tributaria en diciembre de 2012; y la mejora de la perspectiva de la calificación de la deuda de Colombia de estable a positiva por parte de la agencia *Fitch Ratings*.

En cuanto a los bonos del Tesoro de EE.UU., al comparar las tasas de finales de 2012 con las del 27 de marzo de 2013, se encuentra que no presentaron variaciones significativas, comportamiento asociado a los bajos niveles en los que se mantuvo la percepción de riesgo. La tasa cero cupón del título con plazo a 10 años, que es el más líquido, osciló en un rango entre 1,9 % y 2,25 %. El nivel más bajo corresponde al primer día del año ante la demanda de activos refugio por la incertidumbre en torno al abismo fiscal, y el nivel más alto se presentó luego que fuera publicado el dato de desempleo de EE.UU. correspondiente al más bajo en cuatro años.

Durante el trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región, incluyendo los de Colombia, se desvalorizaron. Pese a que la aversión al riesgo disminuyó durante las primeras semanas de enero, las noticias mixtas sobre las economías desarrolladas y la situación de Chipre motivaron aumentos de las primas de

¹Las tasas de los tramos largos de las curvas de Chile y EE.UU. presentaron las mayores variaciones en el caso de cada país, y en promedio no superaron los 6 p.b. y los 10 p.b., respectivamente (En el caso de EE.UU. las variaciones fueron calculadas desde el 31 de diciembre).

riesgo y en las tasas de los bonos de países emergentes. Durante este período, Fitch Ratings revisó la perspectiva de la calificación de deuda soberana de Colombia (BBB-) de estable a positiva y Standard and Poor's hizo lo mismo con la perspectiva de la deuda de México (BBB).

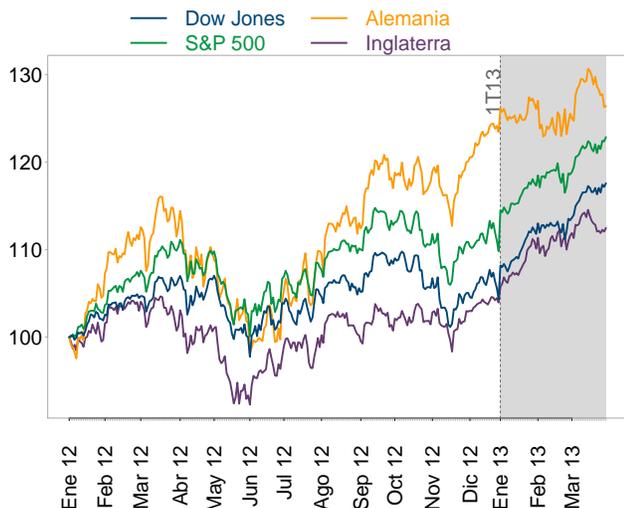
2.4 Mercado accionario

Durante el primer trimestre de 2013, en general se presentó una valorización de los índices accionarios de países desarrollados en un contexto de estímulos monetarios por parte de sus Bancos Centrales. En Estados Unidos, la valorización fue impulsada por el acuerdo sobre el abismo fiscal logrado el 31 de diciembre del año anterior. A pesar del acuerdo mencionado anteriormente y los estímulos monetarios, en la zona euro se presentaron resultados mixtos debido al aumento de los temores sobre la estabilidad financiera de la región ante la situación fiscal de Chipre. Por otra parte, en América Latina se presentaron principalmente desvalorizaciones impulsadas por resultados corporativos negativos y la publicación de noticias macroeconómicas inferiores a las esperadas.

3 Entorno internacional

En el primer trimestre de 2013 (1T13) los índices accionarios en general se valorizaron² (Gráfico 1), a pesar de la incertidumbre que generaron en los mercados financieros las negociaciones entre demócratas y republicanos para evitar el llamado “sequestration”, la situación política en España e Italia y el plan de ayuda financiera otorgado a Chipre.

Gráfico 1: Índices accionarios

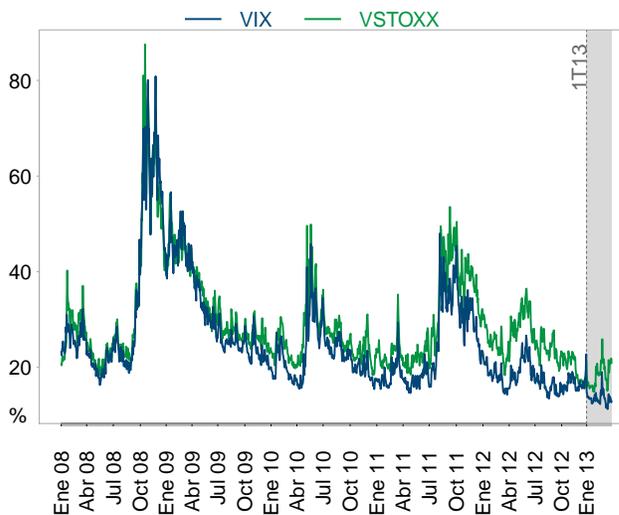


Fuente: Bloomberg. Base 100: 1 de Enero de 2012

En el trimestre, el Banco Mundial y el Fondo Monetario redujeron sus pronósticos de crecimiento con respecto a los publicados en junio y octubre de 2012, respectivamente. El pronóstico del Banco Mundial para la economía global pasó de 3,0% a 2,4% para 2013 y de 3,3% a 3,1% para 2014. Para el caso de Colombia el pronóstico fue ajustado de 4,2% a 3,8% para 2013 y de 3,9% a 4,1% para 2014. Por su parte, el

²En el 1T13 los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones se valorizaron 10%, 8,2% y 11,3%, respectivamente. El FTSE 100 de Inglaterra y el Nikkey de Japón se valorizaron 8,7% y 19,3%, respectivamente, aunque el índice accionario de China disminuyó 1,4%. El Eurostoxx disminuyó 0,5% a pesar de las valorizaciones que presentaron las bolsas de Alemania (2,4%) y Francia (2,5%).

Gráfico 2: Índices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

Fondo Monetario redujo el pronóstico de crecimiento mundial de 3,6% a 3,5% para 2013 y de 4,2% a 4,1% para 2014.

En Estados Unidos, la falta de un acuerdo entre los líderes de los partidos Demócrata y Republicano para evitar el llamado “sequestration”, generó incertidumbre respecto al futuro económico del país. El pasado 1 de marzo, fecha límite establecida por el Congreso para concertar un plan alternativo de reducción de déficit, entró en vigencia una serie de recortes automáticos en el gasto público por US\$85 billones. Lo anterior implica una reducción del 8% en los gastos de defensa y del 5% en el resto del presupuesto, además de una pérdida de 750.000 empleos y un crecimiento más lento de la economía.

Adicionalmente, la actividad económica estadounidense continuó expandiéndose a un ritmo moderado durante el trimestre. En el periodo fueron publicados datos positivos de empleo³ y del sector manufac-

³La tasa de desempleo disminuyó de 7,8% en diciembre a 7,7% en febrero. Además, la creación de empleos no agrícolas en el mes de enero (157 mil) y febrero (236 mil) fueron superiores a los esperados por el mercado.

ro y de servicios⁴, y datos negativos de crecimiento económico⁵ y de confianza económica⁶.

De otro lado, la Reserva Federal (FED) decidió continuar con su programa de compra de activos⁷ si bien sus miembros se mostraron divididos respecto al momento en el cual finalizaría dicho programa. De acuerdo con las minutas de la reunión de política monetaria del 29 y 30 de enero, algunos funcionarios consideraron que las compras de activos se justificarían hasta finales de 2013, mientras que la mayor parte de ellos consideró apropiado desacelerar o terminar con el programa mucho antes de finales de 2013. No obstante, los temores de una pronta culminación del programa se disiparon luego de que el presidente de la FED defendiera los beneficios del esquema señalando que éste sustenta la expansión económica con un mínimo riesgo de inflación o de burbujas en el precio de los activos.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región⁸, en la inestabilidad política de Italia y España, en la situación fiscal de Chipre y en los cambios sobre las calificaciones de deuda soberana de algunos países⁹. En este contexto

⁴En el trimestre, el índice ISM manufacturero (Ene: 53,1, Feb: 54,2) y no manufacturero (Ene: 55,2 y Feb: 56) se ubicaron por encima de las expectativas del mercado.

⁵La tercera revisión del PIB del 4T12 indicó que éste presentó una variación de 0,4%, dato inferior a las expectativas del mercado (0,5%). En el año 2012 el PIB se expandió 2,2%.

⁶El índice de confianza del consumidor de la Conference Board pasó de 66,7 puntos, en diciembre, a 59,7 en marzo. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan pasó de 72,9, en diciembre a 71,8 puntos, en marzo.

⁷Compras de títulos hipotecarios por montos mensuales de US\$40 billones, y de títulos del Tesoro de largo plazo por montos mensuales de US\$45 billones

⁸En el 4T12 el PIB de la Zona Euro disminuyó 0,6% (esp: -0,4%, ant: -0,1%). Alemania (esp: -0,5%, ant: 0,2%) y Francia (esp: -0,2%, ant: 0,1%) presentaron contracciones de 0,6% y 0,3%, respectivamente.

⁹Moody's redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de Chipre de B3 a Caa3 y de Reino Unido de Aaa a Aa1. Standard & Poor's redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de Chipre de de CCC+ a CCC y revisó al alza la perspectiva de la calificación de deuda soberana de largo plazo de Portugal (BB) de negativa a estable. Fitch revisó la perspectiva de la calificación de deuda de Reino Unido (AAA) y de Chipre (B) a

la Comisión Europea (2013: -0,3% y 2014: 1,4%) y el Banco Central Europeo (2013: rango entre -0,9% y -0,1% y 2014: rango entre 0% y 2%) redujeron sus proyecciones de crecimiento de la región para 2013.

En el trimestre los mercados estuvieron atentos a la situación política de España e Italia. En España, debido al escándalo de corrupción del Partido Popular que llevó a la oposición a exigir la dimisión del Presidente Mariano Rajoy, y en Italia, debido a que el gobierno no logró formar un gobierno de coalición después de unas elecciones parlamentarias no concluyentes que mostraron una fuerte división política en el país.

De otro lado, la situación fiscal de Chipre agudizó la incertidumbre en los mercados financieros como consecuencia de las medidas internas que debía tomar el país para acceder al plan de ayuda financiera de EUR10 billones acordado por los ministros de finanzas de la Zona Euro, el cual busca apoyar la economía en general, cubrir necesidades fiscales y reestructurar el sistema bancario. Las medidas que debe implementar el gobierno de Chipre contemplan ajustes en las finanzas públicas y en el sector bancario¹⁰. En particular, se protegerán todos los depósitos por debajo de EUR100 mil y se reafirmará el compromiso de las autoridades de Chipre de aumentar sus esfuerzos en las áreas de consolidación fiscal, reformas estructurales, privatización, y otras medidas adicionales.

negativa, revisó al alza perspectiva de la deuda de Polonia de estable a positiva. Además, redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de Italia de A- a BBB+.

¹⁰El acuerdo contempla las siguientes medidas: i) el Banco Popular Laiki de Chipre se liquidará de inmediato, ii) Laiki se dividirá en un banco bueno y en un banco malo, éste último se liquidará en el futuro, iii) el banco bueno se integrará al Banco de Chipre (BoC), asumiendo los EUR 9 billones recibidos por Laiki en el programa de Asistencia de Emergencia de Liquidez (ELA), iv) el Consejo de Gobierno del BCE proveerá liquidez al BoC en línea con las normas aplicables, v) el BoC será recapitalizado a través de la conversión de depósitos no asegurados (superiores a EUR 100 mil) en acciones y con la contribución plena de accionistas y tenedores de bonos, vii) los depositantes asegurados serán protegidos de acuerdo con la legislación de la UE, viii) El programa de rescate de EUR 10 billones no se usará para recapitalizar el Banco Popular Laiki ni el Banco de Chipre.

En Asia, el gobierno de Japón aprobó un paquete de estímulo de JPY10,3 trillones con el fin de reactivar la economía. El paquete incluye gasto en infraestructura, programas sociales e incentivos para impulsar la inversión de las empresas. El Gobierno espera que con el estímulo aumente el crecimiento económico de Japón en un 2% y se creen 600.000 empleos. Además, el Banco Central de Japón tomó las siguientes medidas: (i) ubicó en 2% la meta de inflación; e (ii) introdujo un programa de compras de activos que comenzará en enero de 2014, una vez finalice el programa actual¹¹. En línea con lo anterior, el Gobierno y el Banco Central anunciaron que fortalecerían la coordinación de sus políticas con el fin de sobreponerse a la deflación y lograr un crecimiento económico sostenible.

En China, los indicadores recientes confirman un mayor dinamismo en su actividad económica. En el 4T12 el PIB se expandió 7,9% (esp: 7,8%, ant: 7,4%), frente al mismo periodo del año anterior. Además, se publicaron datos favorables de comercio exterior¹² y manufacturas¹³. En cuanto a política monetaria el Banco Central de China: (i) introdujo en el mes de enero operaciones repos y repos en reversa a plazos inferiores a 7 días como instrumentos para controlar la liquidez en el corto plazo, y (ii) realizó en el mes de febrero operaciones repos en reversa a 28 días por CYN30 billones con el fin de mitigar algunas presiones inflacionarias y de drenar la liquidez de la economía¹⁴.

En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento mostraron resultados mixtos. En el 4T12, el PIB de Brasil (1,4% anual), Perú (5,9% anual) y México (3,2% anual) presentaron un crecimiento infe-

rior al esperado por el mercado¹⁵. Por su parte, en Chile y Colombia el PIB se expandió 5,7% y 3,1%, respectivamente, superando las expectativas de los analistas¹⁶.

Gráfico 3: Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U



Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3), el Banco Central Europeo (0,75% -Gráfico 4) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5% - Gráfico 5) y Japón (entre 0% y 0,1% - Gráfico 6) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos.

Como se puede observar en el Cuadro 1, algunos países analizados redujeron sus tasas de interés de referencia ante el actual contexto de debilidad económica internacional.

¹¹El programa de compra de activos no tendrá una fecha de terminación definida y comenzará comprando JPY13 trillones mensuales

¹²En diciembre, enero y febrero la balanza comercial presentó superávit de US\$31.630 millones, US\$29.150 millones y US\$15.250 millones, respectivamente; las exportaciones aumentaron 14,1%, 25% y 21,8%, respectivamente.

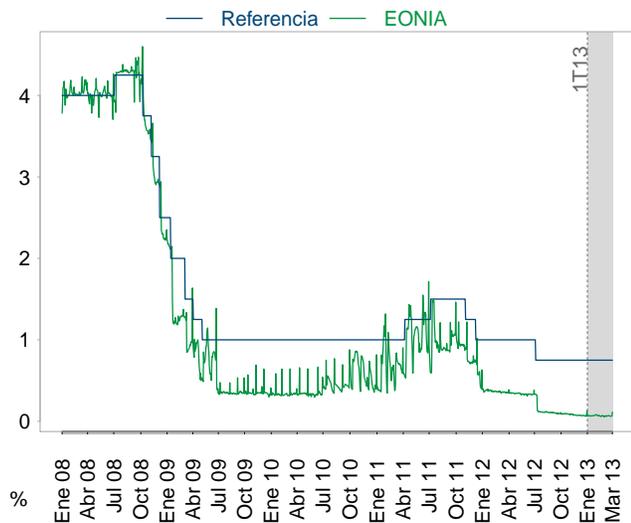
¹³El PMI manufacturero se ubicó en 52,3 en enero, alcanzando su mayor registro desde el mes de mayo de 2011. En los meses de febrero y marzo este indicador se ubicó en 50,4 puntos y 50,9 puntos, respectivamente.

¹⁴Este tipo de operaciones de contracción no se llevaban a cabo desde junio de 2012.

¹⁵El mercado esperaba un crecimiento del PIB del 4T12 de 1,6% para Brasil, de 6,3% para Perú y de 3,3% para México.

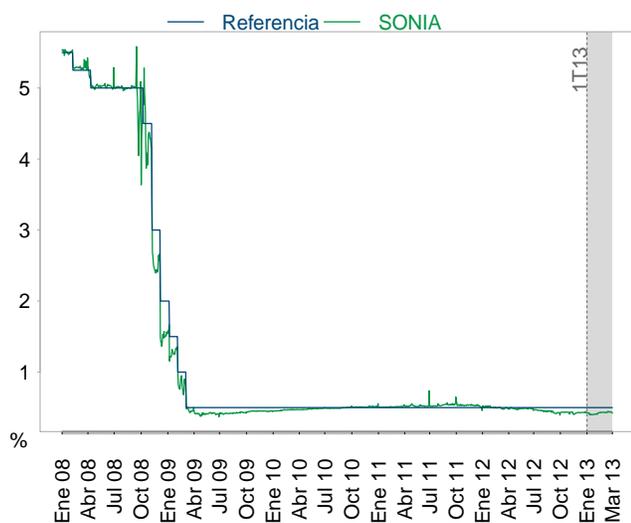
¹⁶El mercado esperaba un crecimiento del PIB de 5,6% para Chile y de 3% para Colombia

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



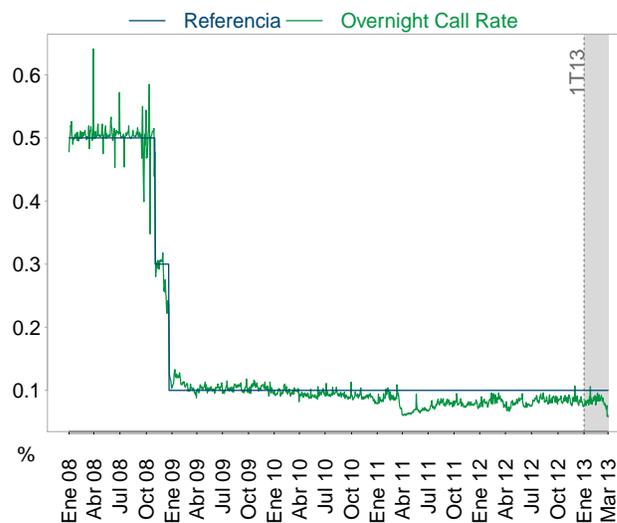
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

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

	Dic 2012	Mar 2013	Δ 1T13 (p.b)
Colombia	4.25 %	3.25 %	-100
Polonia	4.25 %	3.25 %	-100
Hungría	5.75 %	5.00 %	-75
India	8.00 %	7.50 %	-50
México	4.50 %	4.00 %	-50
Brasil	7.25 %	7.25 %	0
Chile	5.00 %	5.00 %	0
Perú	4.25 %	4.25 %	0
Dinamarca	0.20 %	0.30 %	10
Serbia	11.25 %	11.75 %	50

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

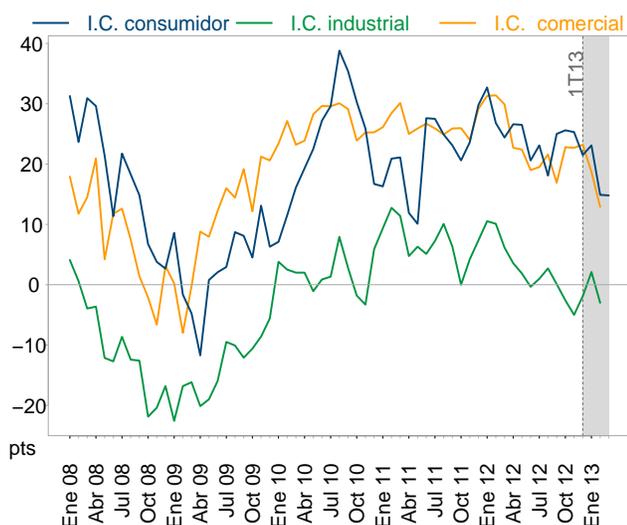
4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 1T13, la percepción de riesgo a nivel local aumentó respecto al trimestre anterior. Este incremento

se presentó dado el deterioro en la mayoría los índices de confianza de los agentes de la economía. Adicionalmente, este comportamiento estuvo acompañado del incremento en los márgenes entre tasas activas y TES que aumentaron para la mayoría de los plazos debido principalmente a las valorizaciones de los TES. Cabe destacar que durante el trimestre el DANE publicó el dato de crecimiento de la economía para el 4T12 (3,1%) que se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (3%); en términos anuales, durante 2012, el PIB creció 4% con relación al año 2011.

En el *Gráfico 7*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo¹⁷. Se puede observar que los indicadores de consumidores y comerciantes empeoraron respecto al trimestre anterior y retomaron la tendencia observada desde principios del 2012. Por su parte el indicador de confianza de los industriales mejoró levemente respecto al promedio del trimestre anterior aunque respecto al dato publicado en diciembre empeoró y aún se ubica en niveles negativos.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

En primer lugar, el índice de confianza industrial del mes de febrero cayó respecto a diciembre de 2012 (-1,1 pps) aunque, respecto al promedio del 4T12, el promedio del 1T13 aumentó y se ubicó por encima de su media de los últimos 5 años. Por su parte, respecto a diciembre de 2012 y al promedio del 4T12, el índice de confianza comercial disminuyó considerablemente (-10,3 pps y -7,1 pps, respectivamente) y su prome-

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

dio se ubicó por debajo de la media de los últimos 5 años. Adicionalmente, los dos indicadores registraron un retroceso respecto al 1T12. El comportamiento de los índices estuvo en línea con la publicación de los datos de producción industrial y ventas al por menor publicados por el DANE, que resultaron inferiores a los esperados por el mercado¹⁸.

El comportamiento del índice de confianza industrial durante enero se explica principalmente por la mejora en dos de sus componentes: i) volumen de pedidos y ii) expectativas de producción para los siguientes tres meses. Sin embargo, en febrero sus tres componentes presentaron deterioro (volumen de pedidos, nivel de existencias y expectativas de producción para los siguientes tres meses).

Por su parte, la dinámica del índice de confianza de los comerciantes se explica debido a que para los datos publicados en los meses de enero y febrero, sus tres componentes presentaron un deterioro: i) situación actual del negocio, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de la situación para el próximo semestre.

Cabe destacar que dependiendo el trimestre, la Encuesta de Opinión Empresarial (Industriales y Comerciantes) presenta otra serie de preguntas respecto a aspectos como la capacidad instalada, las condiciones de inversión y el empleo, las exportaciones y la construcción.

Durante el mes de enero, la encuesta preguntó a los exportadores acerca de la rentabilidad de sus exportaciones durante el trimestre. Como resultado se obtuvo que dichos agentes desmejoraron su percepción sobre la rentabilidad respecto a la encuesta del mismo mes del año anterior. Adicionalmente, la encuesta presentó como resultado que durante el 4T12 el factor que más afectó la actividad exportadora fue la tasa de cambio seguida del transporte interno del país. Sin embargo, un mayor número de empresas espera que durante el 2T13 las exportaciones aumenten o se

¹⁸Variación producción industrial enero: -1,7% (esp: -0,7%, ant: -3%). Variación ventas al por menor enero: +1,3% (esp: +2,9%, ant: +3,3%).

mantengan. Adicionalmente, en el mismo mes se presentó el modulo anual sobre inversiones en donde los agentes destacaron una menor dinámica de la inversión de 2012 respecto a la de 2011¹⁹ motivada principalmente por el deterioro de la demanda interna y el incremento en los costos financieros.

De otra parte, durante febrero²⁰ se preguntó sobre la utilización de la capacidad instalada, las condiciones económicas para la inversión y la situación actual de la construcción. En primer lugar, la encuesta registró un deterioro en la utilización de la capacidad instalada²¹. En segundo lugar, las condiciones económicas para la inversión medidas en el mes de febrero se deterioraron fuertemente respecto a febrero y noviembre de 2012 (el último dato observado)²². Finalmente, respecto a la situación actual de la construcción, se observa una mejora en la percepción de los constructores respecto a la situación hace un año y respecto a la construcción esperada para el siguiente trimestre (2T13).

En segundo lugar, el índice de confianza de los consumidores del mes de marzo de 2013 disminuyó 6,7 pps respecto al mes de diciembre de 2012 y respecto al promedio del 1T12 (10 pps). El comportamiento del índice se vio influenciado principalmente por el considerable deterioro registrado en el mes de febrero en sus dos componentes que arrastró el leve incremento que se presentó en el mes de enero. En marzo los dos componentes se mantuvieron relativamente estables. Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica -5,5 pps por debajo de su promedio de los últimos 5 años.

Adicionalmente, se analizó el índice de confianza de

¹⁹El 57,9% de los encuestados dijo que la inversión aumentó en 2012 mientras que en 2011 lo hizo un 67,5%.

²⁰La pregunta referente a las condiciones económicas para la inversión se realiza en febrero y noviembre de cada año.

²¹Según los encuestados la capacidad instalada para el mes de febrero de 2013 se ubica en 67,9% mientras en febrero de 2012 se ubicó en el 70%. Además este deterioro también se observa respecto a agosto y noviembre de 2012.

²²El porcentaje de empresarios encuestados que consideraron una mejora en las condiciones económicas respecto a los que no, en febrero de 2012, era el 15,4%, para noviembre el 9,3% y actualmente se ubica en el 0,3% de los encuestados.

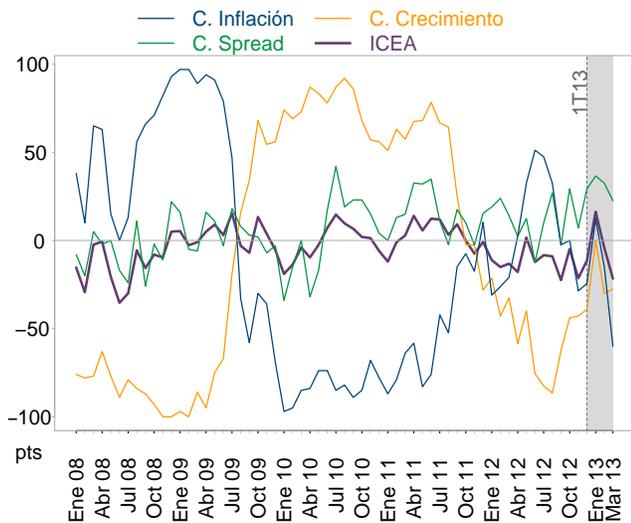
la economía ICEA que publica Fedesarrollo. El índice reflejó un deterioro importante de las expectativas del inflación (más agentes esperan que la inflación aumente), en línea con el dato actual de inflación que se ubica por debajo de la meta fijada por el Banco de la República y el ciclo a la baja de la tasa de política monetaria. Este efecto fue contrareestado por el comportamiento de las expectativas de crecimiento (menos administradores presentaron expectativas de un menor crecimiento dentro de 6 meses) y la mejora en las expectativas del spread de deuda soberana. En el agregado²³, el ICEA de marzo disminuyó 10,3 pps respecto a diciembre aunque el promedio del trimestre aumentó 9,3 pps respecto al 4T12 impulsado por el registro del mes de enero en el que mejoraron las expectativas de crecimiento económico (*Gráfico 8*). Cabe resaltar que el promedio del 1T13 se ubicó 10 pps por encima del 1T12 y que actualmente el índice se encuentra en niveles muy cercanos a su promedio de los últimos cinco años.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registraron un incremento para la mayoría de los plazos con excepción del plazo entre 3 y 5 años en donde se observó una caída mayor en la tasa de cartera preferencial. El promedio del spread entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 1T13 respecto al promedio de 4T12 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: +49 p.b., entre 1 y 3 años: +50 p.b., entre 3 y 5 años: -24 p.b. y a más de 5 años: +87 p.b. (*Gráfico 9*). Este comportamiento puede estar asociado a la valorización presentada en los TES (ver sección Mercado de Deuda Pública Interna).

Finalmente, el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días se mantuvo relativamente estable con algunas fluctuaciones (*Gráfico 10*), lo que implica estabilidad en la percepción de riesgo respecto a los crédi-

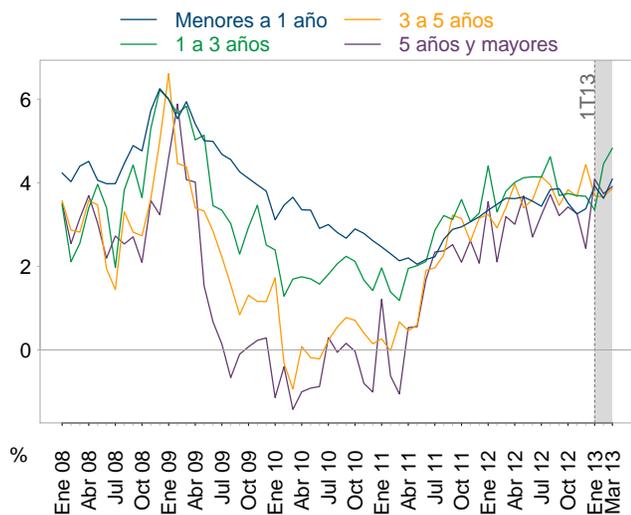
²³El ICEA se calcula como un promedio de los siguientes componentes: i) expectativas de crecimiento económico, ii) expectativas de inflación y iii) expectativas de spread de deuda soberana, que a su vez se miden como la diferencia entre los agentes que esperan que cada componente aumente menos los que esperan que disminuya.

Gráfico 8: Índice de Confianza de la Economía (ICEA)



Fuente: Fedesarrollo.

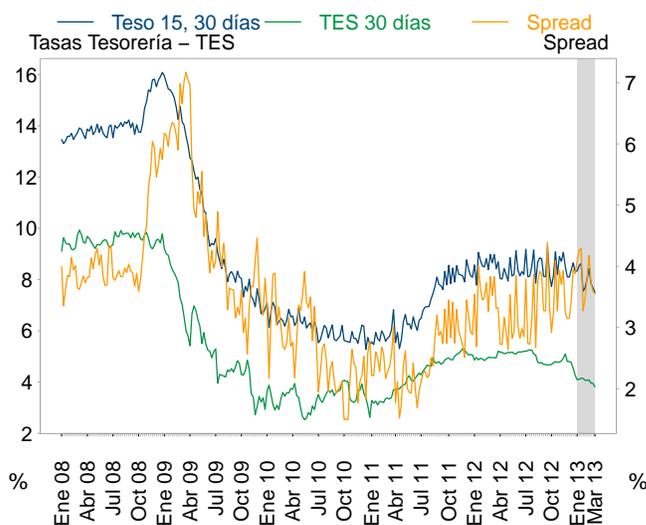
Gráfico 9: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

tos de tesorería durante el trimestre.

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



Fuente: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

En el 1T13 las monedas presentaron un comportamiento mixto frente al dólar estadounidense. En promedio, el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces y a las monedas asiáticas, lo que se refleja en el aumento de los índices USTW y ADXY de 4,2% y 0,5%, respectivamente. Sin embargo, el dólar se debilitó frente a las monedas de América Latina, lo cual se vio reflejado en una disminución de 1,9% en el índice 1/LACI.

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el yen japonés, el rand sudafricano y la libra esterlina, con variaciones de 9,9%, 9,2% y 6,8%, respectivamente, seguidas por el zloty polaco (6,1%), la corona checa (6,1%) y el franco suizo (4,4%). De otra parte, las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso mexicano, el baht tailandés, la corona islandesa y el shekel israelí, con variaciones de 5,3%, 4,3%, 3,5% y 2,3%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2012	1T 2013	País	2012	1T 2013
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	-1,9%	3,4%	Korea del Sur	-7,1%	3,8%
Gran Bretaña	-3,8%	6,8%	India	3,2%	-0,7%
Australia	-1,6%	-0,7%	Hong Kong	-0,2%	0,2%
Nueva Zelanda	-5,2%	-2,0%	China	-1,0%	-0,3%
Canadá	-2,4%	1,9%	Malasia	-3,4%	1,2%
Dinamarca	-1,6%	3,3%	Tailandia	-3,0%	-4,3%
Suiza	-2,6%	4,4%	Indonesia	6,7%	0,5%
Japón	11,8%	9,9%	índice I/ADXY	-2,5%	0,5%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-9,0%	3,7%	Islandia	5,0%	-3,5%
Brasil	9,7%	-1,8%	Rusia	-5,6%	2,4%
México	-6,5%	-5,3%	Polonia	-10,5%	6,1%
Argentina	14,3%	4,2%	Rep. Checa	-3,7%	6,1%
Perú	-5,4%	1,5%	Israel	-2,1%	-2,3%
Chile	-7,7%	-1,5%	Sur África	4,8%	9,2%
Índice I/LACI	0,3%	-1,9%	USTW	0,0%	4,2%

Fuente: Bloomberg.

Las monedas de América Latina presentaron comportamientos mixtos frente al dólar. Se depreciaron el peso colombiano (3,7%) y el sol peruano (1,5%), mientras que se apreciaron el peso mexicano (5,3%), el real (1,8%) y el peso chileno (1,5%) (Cuadro 3 y Gráfico 12).

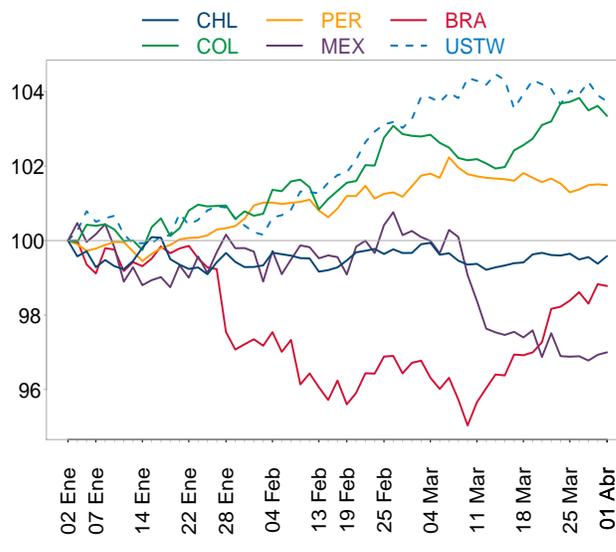
La evolución de las monedas a lo largo del trimestre estuvo influenciada por factores locales y externos. En general entre mediados de enero y finales de febrero, el comportamiento de la mayoría de monedas de la región estuvo influenciado por la evolución de la percepción de riesgo internacional.

Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 12: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero de 2013

En México la revaluación de la moneda también pudo estar influenciada por la perspectiva favorable que los inversionistas extranjeros tienen sobre la economía, por los avances que se han observado en materia fiscal y desarrollo económico, así como por la revisión al alza del outlook de la calificación de deuda soberana de largo plazo del país (BBB), de estable a positiva, por parte de la agencia Standard and Poor's.

De otro lado, el comportamiento del sol peruano estu-

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

País	1T 2013			2012		
	ΔT.C.	ΔCDS	ΔEMBI	ΔT.C.	ΔCDS	ΔEMBI
Méx.	-5 %	0 %	25 %	-7 %	-36 %	-33 %
Chl.	-1 %	-9 %	33 %	-8 %	-45 %	-32 %
Bra.	-2 %	28 %	30 %	10 %	-32 %	-29 %
Col.	4 %	3 %	32 %	-9 %	-38 %	-36 %
Perú	1 %	1 %	21 %	-5 %	-43 %	-40 %

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

vo además asociado a una serie de medidas implementadas por el Banco Central con el propósito de atenuar la expansión del crédito en el país y el impacto de los flujos de capitales del exterior sobre la apreciación de la moneda. La autoridad monetaria aumentó en cuatro oportunidades las tasas de encaje en moneda extranjera (m/e), y elevó el límite de inversión en el exterior²⁴ de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones de 30 % a 32 %. De igual manera, incrementó los requerimientos de encaje en m/e para aquellas entidades financieras que expandan los créditos hipotecarios y vehiculares en m/e con respecto a su saldo a febrero de 2013, debido a que la expansión de estos créditos en dólares es de las más altas observadas y su acumulación puede significar un riesgo macroeconómico importante. Adicionalmente, el gobierno peruano anunció que compraría US\$4.000 millones en el mercado cambiario para frenar la apreciación de la moneda²⁵.

Durante el trimestre la apreciación del real brasilero estuvo influenciada por: (i) mayores expectativas de incrementos en la tasa de interés de referencia por parte del Banco Central, ante el aumento que presentó la inflación de este país en el trimestre²⁶, y (ii) la inter-

²⁴Dicho incremento representa aproximadamente US\$750 millones adicionales que las AFP podrán invertir en los mercados internacionales. Al cierre de 2012, estas entidades tenían invertido en el exterior el 29,3 % de los fondos de pensiones.

²⁵De los US\$4.000 millones, se destinarían US\$1.800 millones para realizar un prepagado de deuda externa, US\$1.200 millones como aporte para el fondo de estabilización fiscal y US\$1.000 millones para el pago habitual del servicio de la deuda.

²⁶En enero y febrero la inflación mensual fue de 0,86 % (esp.: 0,83 %, ant.: 0,79 %) y 0,6 % (esp.: 0,49 %), respectivamente. En

versión del Banco Central en el mercado cambiario.

Respecto a intervención cambiaria, los Bancos Centrales de Colombia, Perú y Brasil realizaron compras netas de dólares en el mercado cambiario (Cuadro 4). Colombia y Perú compraron en el mercado de contado US\$2.112,7 millones y US\$4.370 millones, respectivamente; mientras que Brasil compró en neto US\$5.473 millones, a través de swaps de compra (US\$2.843 millones), swaps de venta (US\$2.850 millones), subastas de compra de dólares con pacto de reventa (US\$5.476 millones) y subastas de venta de dólares con pacto de recompra (US\$10 millones).

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2010	3.060	8.967	0	41.952	4.466
2011	3.720	3.737	12.000	58.305	4.614
2012	4.844	13.497	0	3.491	-646
Ene-13	569,8	1.780,0	0,0	-801,9	0,0
Feb-13	819,9	1.580,0	0,0	3.473,7	0,0
Mar-13	723,0	1.010,0	0,0	2.801,6	0,0
1T13	2.112,7	4.370,0	0,0	5.473,4	0,0
RI ene. 31	37.871	64.238	39.954	377.837	163.433
1T13/ RI	5,6 %	6,8 %	0,0 %	1,4 %	0,0 %

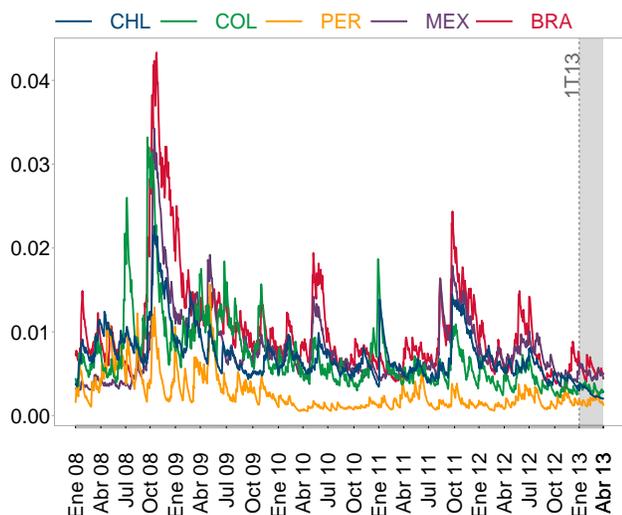
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de enero de 2011, aunque en 4T12 no se realizaron. Incluye intervención a través de SWAPS y subastas de venta de dólares con pacto de recompra. ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México. No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$16.933 millones en el año 2012

Respecto a la volatilidad de las monedas de la región, en el trimestre analizado se observó que el real brasilero fue la moneda más volátil en el trimestre, seguida por el peso mexicano²⁷ (Gráfico 13).

términos anuales la inflación se ubicó en 6,15 % (esp.: 6,14 %, ant.: 5,84 %) y 6,31 % (esp.: 6,20 %). La inflación anual se ubicó cerca al límite superior del rango meta (2,5 % a 6,5 %).

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

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el primer trimestre de 2013 la tasa de cambio pasó de \$1.768,02 a \$1.832,68 por dólar²⁸, lo cual representa una depreciación de 3,7%²⁹.

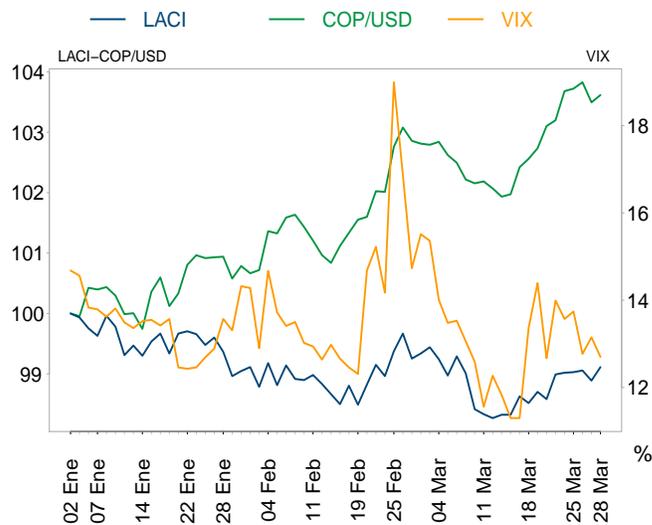
En el periodo analizado, el comportamiento del peso estuvo influenciado por la evolución de los indicadores de percepción de riesgo internacional (Gráfico 14) y por factores internos.

A nivel local, la devaluación del peso se dio en un contexto en el cual: (i) la JDBR decidió disminuir su tasa de interés de referencia en 100 p.b. a 3,25% y de extender su programa de compra de dólares por montos diarios no inferiores a US\$30 millones entre febrero y mayo, con el fin de acumular al menos US\$3.000 millones, (ii) el Ministerio de Hacienda anunció una reducción de US\$1.000 millones en sus operaciones

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

²⁹Devaluación en enero de 0,4%, en febrero de 2,2% y en marzo de 1,0%.

Gráfico 14: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

de endeudamiento externo de 2013, y aseguró que la DGCPN realizaría compras de dólares en el mercado público por ese monto para atender los pagos de deuda externa, (iii) mayores expectativas de intervención cambiaria ante declaraciones del Presidente sobre la necesidad de buscar medidas alternativas para controlar la revaluación del peso, y (iv) menores perspectivas de crecimiento que se han evidenciado en datos negativos de confianza al consumidor³⁰, de producción industrial³¹ y ventas al por menor³².

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³³, en 1T13 se presentaron ingresos netos de divisas en la cuenta de capital por US\$2.874 millones, de los cuales los reintegros de capital privado y oficial co-

³⁰Fedesarrollo informó que el índice de confianza del consumidor pasó de 23,1 puntos en enero a 14,9 puntos en febrero, alcanzando su mínimo nivel desde mayo de 2011.

³¹En el trimestre se conoció que la producción industrial disminuyó en noviembre 4,1%, en diciembre 3% y en enero 1,7%.

³²En diciembre y enero las ventas al por menor crecieron 3,3% (esp: 3,7%) y 1,3% (esp: 2,9%), respectivamente, datos inferiores a los esperados por el mercado.

³³La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

respondieron a US\$3.759 millones. Específicamente, los ingresos netos de capital privado alcanzaron los US\$1.757 millones, en donde la inversión extranjera directa neta³⁴ (US\$3.837 millones) y la inversión extranjera de portafolio neta (US\$1.310 millones) fueron las principales fuentes de divisas. Por su parte, el préstamo neto de capital privado ascendió a US\$839 millones y el rubro de operaciones especiales del sector privado³⁵ registró en el trimestre salidas por US\$3.916 millones.

De otro lado, la cuenta corriente presentó egresos netos de divisas por US\$1.027 millones, explicado por salidas netas de US\$850 millones en la balanza comercial y de US\$176 millones en la balanza de servicios y transferencias.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)³⁶ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) disminuyó en US\$381 millones y se ubicó al cierre del mismo en US\$1.766 millones (Gráfico 15). El promedio diario de la PPC fue de US\$1.568 millones, inferior al observado en el cuarto trimestre de 2012 (US\$2.290) y en el año anterior (US\$1.940 millones).

En cuanto a los futuros de TRM³⁷, durante el primer trimestre de 2013 se negociaron un total de 16.405 contratos, volumen menor al negociado durante el 4T12 (37.976 contratos), por un monto total de US\$820 millones. Al 27 de marzo de 2013 la posición abierta ascendía a 684 contratos, con vencimiento en

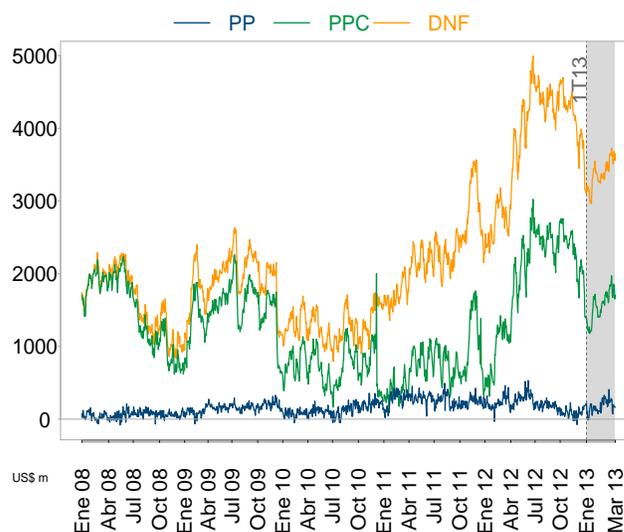
³⁴Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa colombiana en el exterior

³⁵Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado cambiario local y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

³⁶La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en m/l.

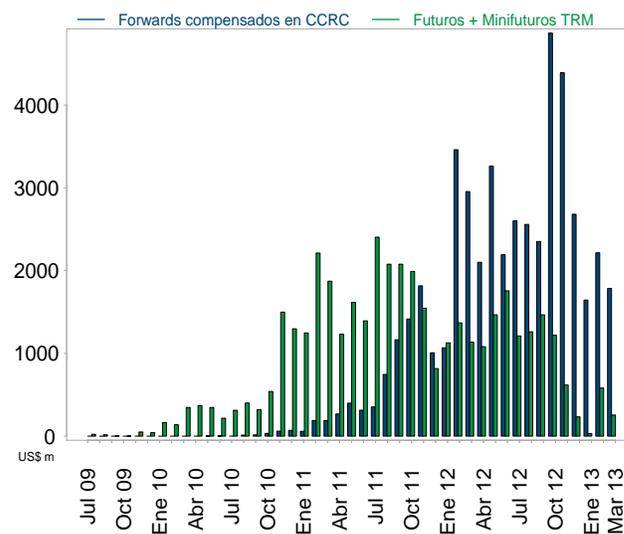
³⁷Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

Gráfico 15: Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

junio de 2013. Respecto a los mini futuros de TRM³⁸,

³⁸Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

se negociaron un total de 9.126 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (33.964 contratos) por un total de US\$45,63 millones (*Gráfico 16*). La posición abierta de mini futuros al 27 de marzo ascendía a 18 contratos con vencimiento en junio de 2013.

Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) disminuyeron frente al trimestre anterior y pasaron de US\$11.939 millones en el 4T12 a US\$5.642 millones en el 1T13 (*Gráfico 16*).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el primer trimestre de 2013, los bancos centrales de Brasil, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, mientras que los de México y Colombia anunciaron recortes. El banco de México redujo su tasa de política 50 p.b., después de haberla mantenido inalterada desde mediados de 2009. Por su parte, el Banco de la República de Colombia (BR) anunció recortes de su tasa de referencia que sumaron 100 p.b. durante el primer trimestre, dando continuidad al ciclo expansionista que había iniciado el 27 de julio de 2012.

Los bancos centrales de Chile y Perú utilizaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones de política monetaria, un lenguaje que reflejaba tranquilidad con respecto a la inflación, la cual en ambos casos había disminuido y se encontraba en el rango meta. Además, aunque mencionaron la preocupación por el entorno externo, y la debilidad de algunos sectores relacionados con el mismo, en ambos casos se señaló un adecuado desempeño de las economías locales. El caso de Brasil fue diferente, pues éste mencionó el deterioro de la inflación y un ritmo de recuperación de la actividad doméstica inferior al esperado, señalando

que el ritmo de crecimiento estaba relacionado principalmente con factores de oferta, que no podían ser controlados por la política monetaria, mientras que el comportamiento de la inflación no era un fenómeno transitorio, y demandaba una política monetaria cautelosa.

Por su parte, el banco de México señaló en el comunicado que acompañó la decisión de recortar la tasa, la disminución de la inflación y la desaceleración de diversos indicadores de su actividad económica, debido en parte, a la debilidad de la economía mundial.

En cuanto al BR, éste redujo la tasa de referencia en los meses de enero, febrero y marzo en 25 p.b., 25 p.b. y 50 p.b., respectivamente, hasta dejarla en 3,25%. En sus comunicados el BR mencionó, entre otros, que la economía colombiana estaba creciendo por debajo de su potencial, y que los datos de inflación observados y proyectados se encontraban por debajo de la meta del 3%, sin que se vislumbraran presiones alcistas en el futuro cercano. En el comunicado de marzo, cuando se presentó el recorte de mayor magnitud (50 p.b.), se informó que los datos de crecimiento económico para 2012 (4,0%) que se acababan de conocer en ese momento, mostraban una desaceleración desde niveles altos en 2011 (6,6%), y que la mayor pérdida de dinamismo se había presentado en el segundo semestre como resultado, principalmente, de una reducción significativa en el crecimiento de la inversión (*Gráfico 17 y Cuadro 5*).

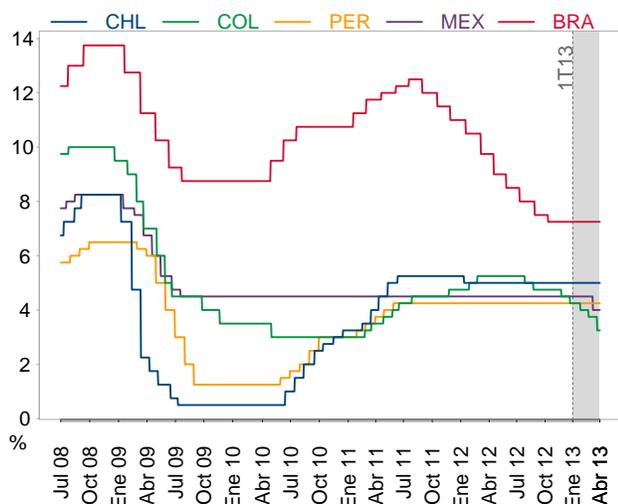
Cuadro 5: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM

País	Variación 1T13*	Variación 2013*	T.R Mar-13
Colombia	-100	-100	3,25%
Chile	0	0	5,00%
Perú	0	0	4,25%
Brasil	0	0	7,25%
México	-50	-50	4,00%

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

Con respecto a la inflación, durante el 1T13 ésta disminuyó en Colombia y Perú, de tal manera que en estos países los datos anuales de marzo fueron inferiores a los registrados en diciembre de 2012. Por el contra-

Gráfico 17: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

rio, en Brasil y México, la inflación aumentó, y los datos de marzo se ubicaron 9 p.b. y 25 p.b. por encima de los límites superiores de los rangos meta (6,5% y 4,0%), respectivamente. En Chile, la inflación permaneció estable durante el 1T13, y al igual que lo ocurrido en Colombia, cerró el trimestre en un nivel inferior al límite más bajo del rango meta (Gráfico 18 y Cuadro 6).

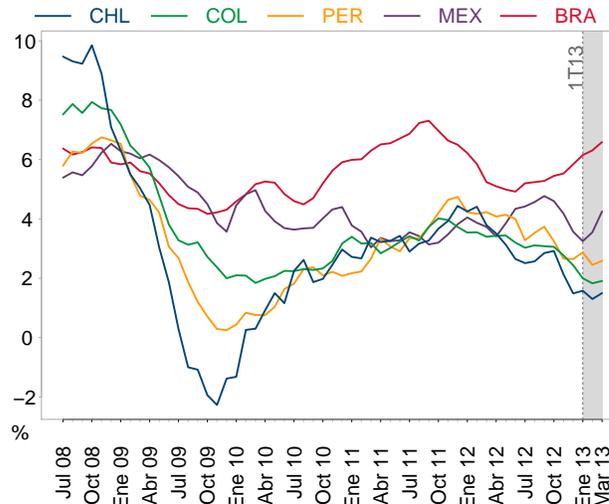
Cuadro 6: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012

País	Anual Dic 2012	Anual Mar 2013	Rango meta 2013
Colombia	2,44%	1,91%	2,0% - 4,0%
Brasil	5,84%	6,59%	2,5% - 6,5%
Chile	1,50%	1,50%	2,0% - 4,0%
México	3,57%	4,25%	2,0% - 4,0%
Perú	2,65%	2,59%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg.

Similar a lo ocurrido el trimestre anterior, durante este trimestre la tasa del mercado interbancario (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria, y no la superaron en más de 6 p.b.. Lo anterior, sin tener en cuenta un día excepcional (25 de febrero)

Gráfico 18: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

en el que la baja liquidez de algunas entidades ocasionó una desviación de la TIB de 13 p.b. por encima de la tasa de referencia. Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas presentó una desviación máxima de 57 p.b. por debajo de la tasa de referencia. Esto ocurrió el 21 de marzo, jornada caracterizada por excedentes de recursos de varias entidades, luego del pago correspondiente al vencimiento de un TES denominado en UVR el día 20 de marzo por \$6.005 miles de millones.

En cuanto al IBR, el 27 de marzo los indicadores a un (1) mes y tres (3) meses se ubicaron, en términos efectivos anuales, en 3,22% y 3,20%, 3 p.b y 5 p.b. por debajo de la tasa de referencia (3,25%)³⁹.

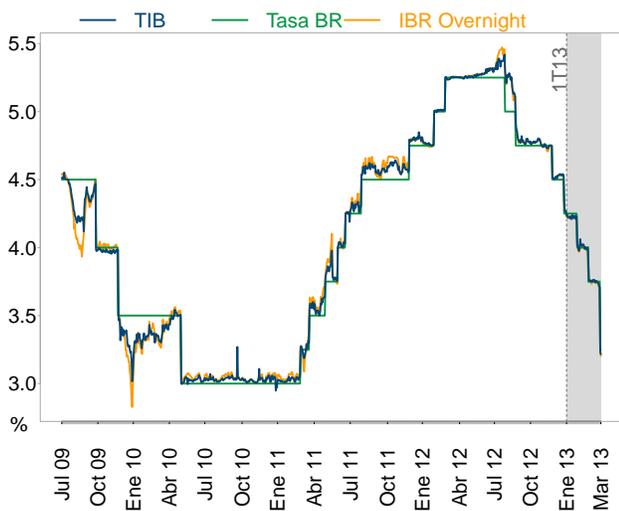
Es importante mencionar que el mecanismo de expansión a través de repos a 14 días garantizados con títulos de deuda privada para las sociedades comisionistas que estaban habilitadas como Agentes Colocadores de OMAS (ACO), que había sido implementado por el

³⁹El 28 de diciembre el IBR a 1 mes era 4,24% E.A. y el IBR a 3 meses era 4,22% E.A., de tal manera que sus diferencias con la tasa de referencia (4,25%) eran de -1 p.b. y -3 p.b., respectivamente.

BR desde el 7 de noviembre de 2012, durante este trimestre fue utilizado un 19% de las veces, y la demanda fue, en promedio, un 1% del cupo. Este mecanismo fue suspendido a partir del 1 de abril de 2013.

A diferencia del trimestre anterior, en el que la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR no estuvo por encima de la tasa de referencia en ninguna jornada, durante el 1T13 la superó en tres (3) ocasiones⁴⁰(Gráfico 19). Entre las razones de la alta demanda en la subasta del BR, se encuentran la necesidad de recursos ante el traslado de impuestos a la DGCPTN, y los retiros institucionales para pagos de fin de mes en vísperas de semana santa. Adicionalmente, la tasa de simultáneas por debajo de la tasa de referencia y los límites impuestos por los cupos de crédito en el mercado no colateralizado, podrían explicar la dificultad de algunas entidades deficitarias para satisfacer sus necesidades de liquidez a través de operaciones diferentes a los repos del BR.

Gráfico 19: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



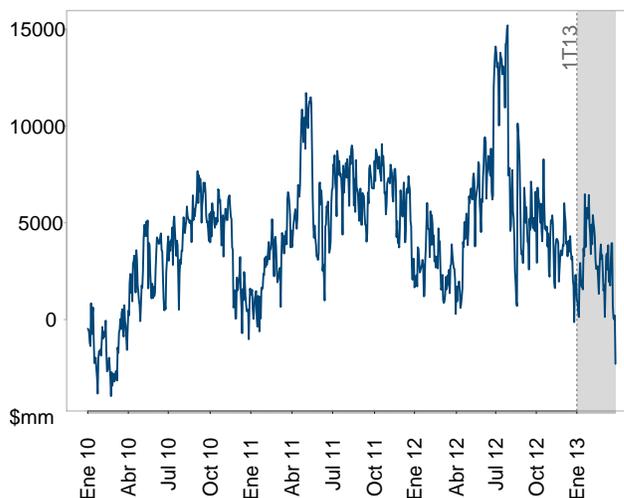
Fuente: Banco de la República.

En cuanto a la posición del BR con el sistema financiero, ésta fue acreedora durante casi todo el trimestre.

⁴⁰Los días 17 de enero, 25 de febrero y 26 de marzo, la tasa de corte superó la tasa de referencia en 5, 65 y 95 p.b., respectivamente.

Sin embargo, a finales de marzo, luego del mencionado vencimiento del TES denominado en UVR por un monto importante, los saldos de expansión del BR disminuyeron, al tiempo que los saldos de depósitos de contracción aumentaron significativamente, de tal manera que los saldos netos de expansión presentaron reducciones, y la posición del BR frente al sistema financiero pasó a ser deudora, terminando el 1T13 en cerca de -\$2.288 miles de millones, nivel inferior al registrado a finales de 2012 de +\$1.882 miles de millones (Gráfico 20).

Gráfico 20: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



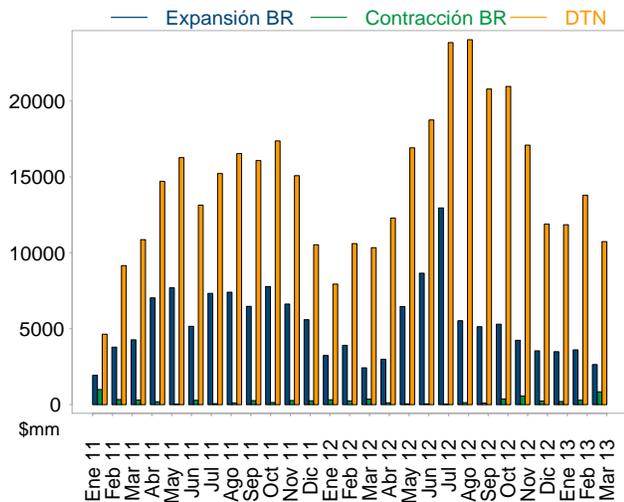
Fuente: Banco de la República.

Aunque el pago del TES que vencía el 20 de marzo disminuyó significativamente el saldo de la DGCPTN en el BR (en \$5.522 miles de millones), al comparar el dato del 28 de diciembre de 2012 con el de el 27 de marzo de 2013, se encuentra que el saldo se mantuvo relativamente estable⁴¹. Después de presentar en diciembre un promedio diario de aproximadamente \$11.887 miles de millones, el saldo de la DGCPTN registró en marzo un promedio diario de cerca de \$10.738 miles de millones (Gráfico 21).

Como había sucedido en el trimestre anterior, en el

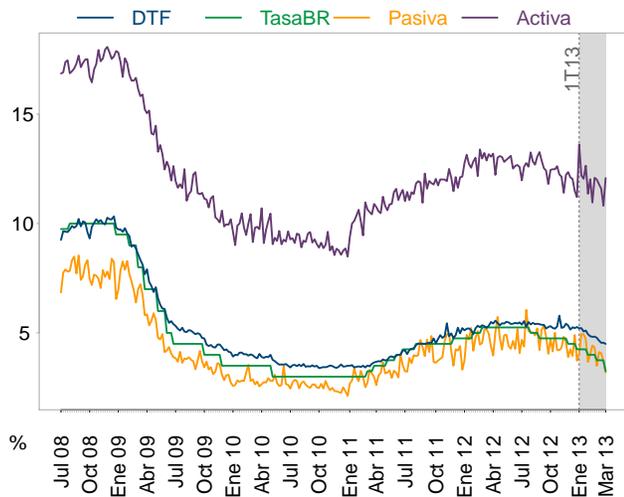
⁴¹El saldo pasó de \$6.322 miles de millones el 28 de diciembre de 2012 a \$6.559 miles de millones el 27 de marzo de 2013.

Gráfico 21: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 22: Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2013)

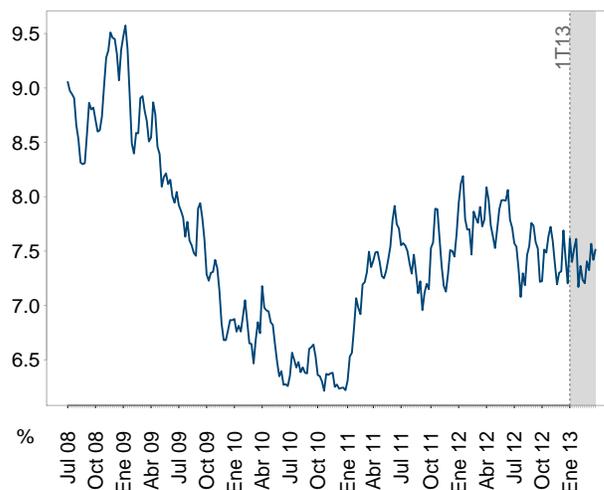


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

1T13 las tasas del mercado monetario disminuyeron, reflejando, en alguna medida, los recortes de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa⁴² disminuyó 16 p.b., y el promedio de la tasa

⁴²Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario

Gráfico 23: Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



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

de interés pasiva del sistema financiero cayó 26 p.b. (Gráfico 22). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,38 % a 7,50 %⁴³ (Gráfico 23).

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo menor al del trimestre anterior. Con datos disponibles a marzo de 2013, los montos promedio de las carteras de microcrédito, consumo y comercial aumentaron 19 % (ant:20%), 14 % (ant:17%) y 10 % (ant:12%), respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 14 % (ant:15%)⁴⁴(Gráfico 24).

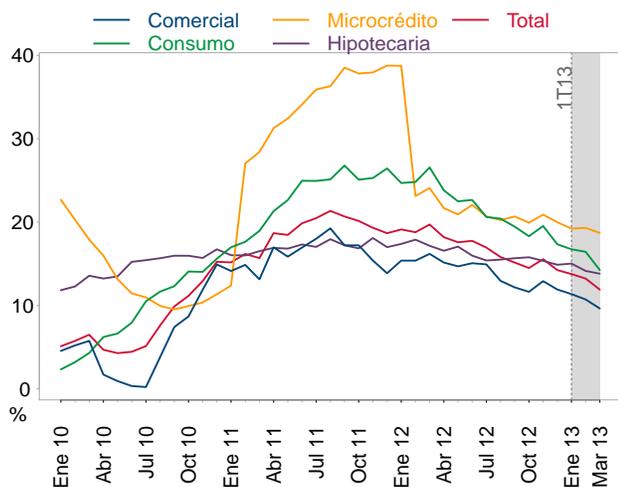
y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

⁴³Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 4T12 se calcularon con datos semanales entre el 5 de octubre y el 28 de diciembre de 2012, y los promedios del 1T13 se calcularon con datos semanales entre el 4 de enero y el 29 de marzo de 2013.

⁴⁴Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁴⁵, en el primer trimestre los intermediarios financieros percibieron una disminución de la demanda de crédito, en contraste con el trimestre anterior, cuando se había percibido un incremento. Según los encuestados, las carteras comercial y de consumo, que habían sido las de más dinamismo en el último trimestre de 2012, fueron las que en 1T13 presentaron las mayores disminuciones. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los bancos y las cooperativas seguirían teniendo preferencia por la opción de otorgar créditos de consumo, mientras que en el caso de las compañías de financiamiento, la mayor preferencia corresponde a préstamos a empresas nacionales que producen en el mercado interno. Las razones de estas preferencias continúan siendo un menor riesgo, la búsqueda de mayores rentabilidades, y la conservación del nicho de mercado.

Gráfico 24: Crecimiento Anual de Cartera

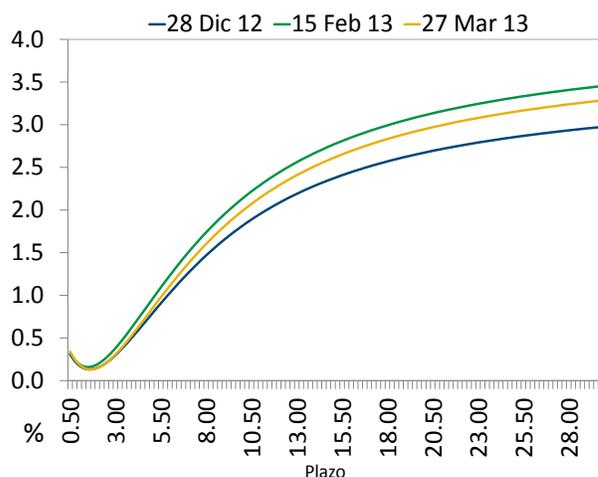


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República. *El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

Gráfico 25: Curva Cero Cupón EE.UU.



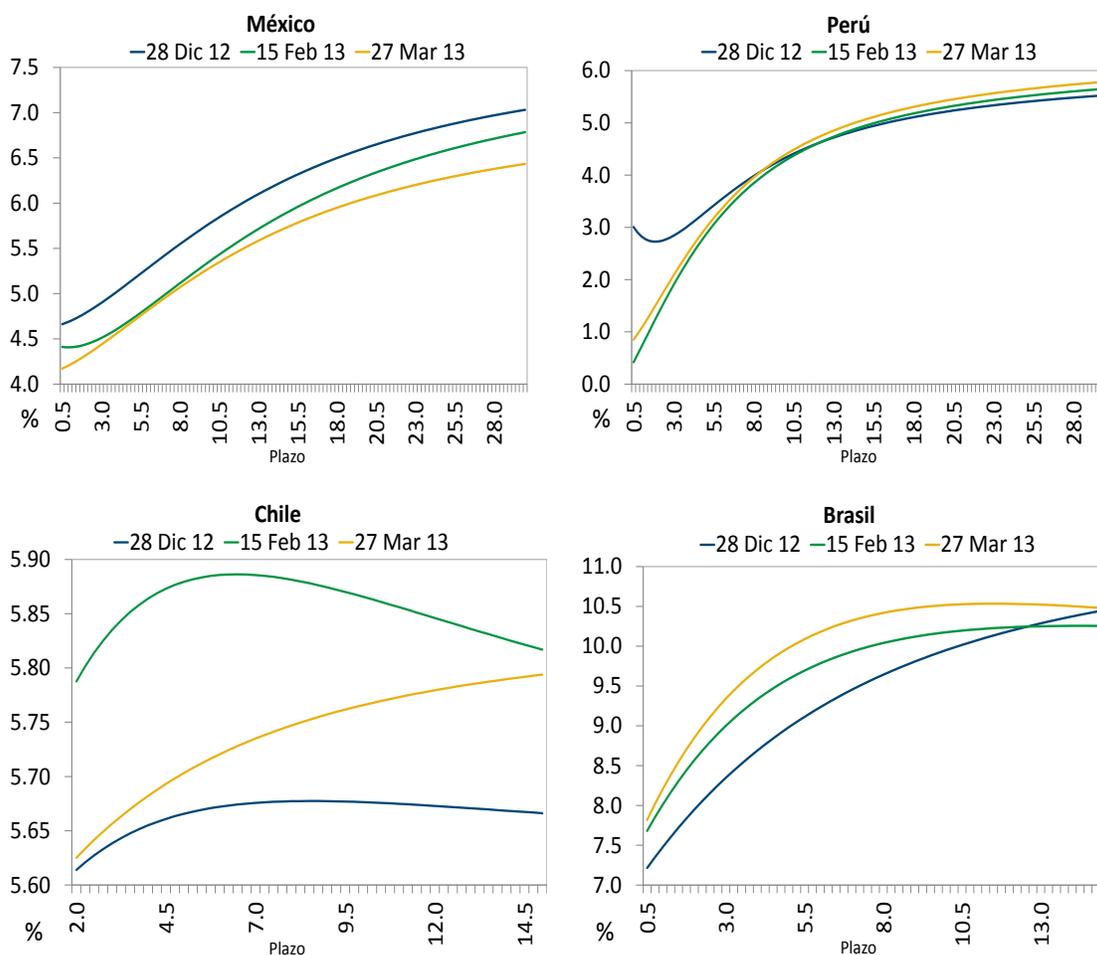
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Al comparar las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. de finales de 2012 con las del 27 de marzo de 2013, se encuentra que no presentaron variaciones significativas, comportamiento asociado a los bajos niveles en los que se mantuvo la percepción de riesgo (Gráfico 25). La tasa cero cupón del título con plazo a 10 años, que es el más líquido, osciló en un rango entre 1,9% y 2,25%. El nivel más bajo corresponde al primer día del año ante la demanda de activos refugio por la incertidumbre en torno al abismo fiscal, y el nivel más alto se presentó luego que fuera publicado el dato de desempleo de EE.UU., correspondiente al más bajo en cuatro años. En algún momento las tasas de largo plazo estuvieron presionadas al alza ante

⁴⁵ Realizada durante las dos primeras semanas de marzo.

expectativas en torno a la finalización del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal⁴⁶ en el año 2013, que surgieron luego que en las minutas publicadas en febrero se mostrara que los miembros del Comité tenían opiniones divididas en cuanto a la continuación y condiciones de dicho programa, y que algunos de ellos manifestaran sus inquietudes acerca de su efectividad, costos y riesgos. Estas expectativas fueron reforzadas cuando, teniendo en cuenta que la Reserva Federal había anunciado que la continuidad del estímulo monetario dependía de la evolución del mercado laboral, se diera a conocer el dato de desempleo de febrero que resultó mejor al esperado (7,7% vs 7,9%). Sin embargo, los temores con respecto a que la suspensión del estímulo monetario ocurriera este año, fueron disipados luego que Bernanke destacara los beneficios del programa y la Reserva Federal confirmara su continuidad en la reunión que llevó a cabo en marzo.

Gráfico 26: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

⁴⁶En el año 2012 la Reserva Federal había anunciado que incrementaría la compra de activos a partir de enero de 2013, y acumularía US\$45 billones mensuales en bonos del Tesoro de largo plazo, además de los US\$40 billones mensuales en títulos hipotecarios (MBS) que había anunciado en septiembre. En ese momento, la Reserva Federal informó que este programa se extendería hasta que hubiera mejoras significativas en las condiciones laborales.

En cuanto a los bonos de deuda pública interna de los países de la región, durante el 1T13 estos presentaron comportamiento mixto. Los bonos de Brasil se desvalorizaron, mientras que los de México y los de los tramos corto y medio de Perú se valorizaron. Por su parte, las tasas de los bonos de Chile presentaron pequeñas variaciones entre 1 p.b. y 6 p.b.. (Gráfico 26).

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 31 de diciembre de 2012 y el 27 de marzo de 2013, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$150.193 miles de millones a \$155.506 miles de millones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2013 es de \$28.008 miles de millones, de los cuales se han colocado bonos por un valor nominal cercano a \$7.179 miles de millones⁴⁷. En cuanto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el saldo autorizado para 2013 es de \$5.000 miles de millones, pero no se ha realizado ninguna subasta. Por último, el cupo autorizado de los TES emitidos para regular la liquidez de la economía es \$3.000 miles de millones tanto para los de corto plazo como para los de largo plazo. Al 27 de marzo se habían emitido \$2.944 miles de millones de TES de largo plazo⁴⁸ y \$2.020 miles de millones de TES de corto plazo, para un total de \$4.965 miles de millones⁴⁹.

Es importante mencionar que el 13 de febrero el Gobierno informó al mercado que se había hecho un

⁴⁷A marzo 27 se habían colocado cerca de \$4.953 miles de millones en subastas, cerca de \$956 miles de millones en convenidas y \$1.271 miles de millones en operaciones forzadas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con el valor de la UVR del día 27 de marzo. Este valor no tiene en cuenta los TES para regular la liquidez.

⁴⁸Estos bonos vencen en enero y noviembre de 2014, y en noviembre de 2015.

⁴⁹De acuerdo a lo establecido en el artículo 9 de la Ley 1485 de 2011, los TES para regular la liquidez de la economía no tienen efectos presupuestales, ya que el Gobierno constituye en el BR un depósito al mismo plazo de la emisión.

ajuste al plan financiero de 2013 en el cual se observaban disminuciones en las fuentes externas por US\$1.000 millones, y que la Tesorería realizaría compras de dólares en el mercado público por este monto para atender los pagos de deuda externa. En el comunicado se explicó que el ajuste era el resultado de una disminución en las necesidades de financiamiento de la Nación por un valor de \$1,8 billones, que a su vez, era consecuencia de unas operaciones de manejo de deuda realizadas el 8 de febrero⁵⁰, y de menores costos de endeudamiento de la nación⁵¹.

En el Gráfico 27 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 27 de marzo, se observa que en lo que queda del año 2013 los vencimientos representan un 7,9% del saldo en circulación, de los cuales cerca del 4,7% (\$7.225 miles de millones) ocurren en el segundo trimestre del año.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

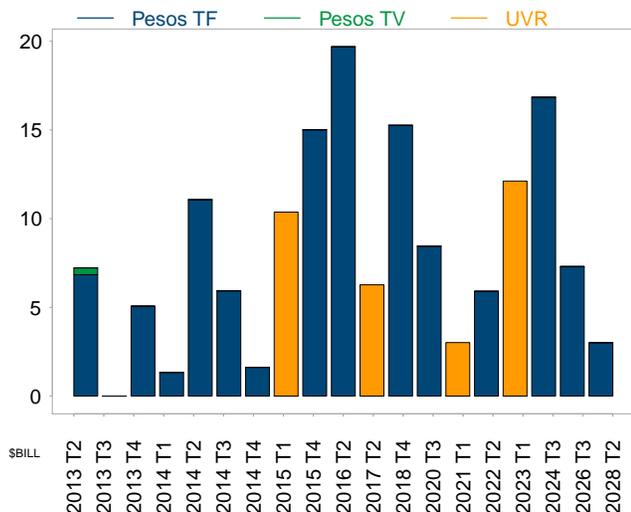
Continuando la tendencia del año 2012, los bonos de Colombia presentaron valorizaciones durante el primer trimestre de 2013, y algunas referencias alcanzaron niveles mínimos históricos. Las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos disminuyeron en promedio 81 p.b. entre 0 y 2 años, 76 p.b. entre 2 y 5 años y 61 p.b. entre 5 y 15 años⁵² (Gráficos 28 y 29). De esta manera, la diferencia entre los rendimientos

⁵⁰El Gobierno explicó que el objetivo de estas operaciones de deuda con entidades públicas era mejorar el perfil de la deuda y aumentar la vida media del portafolio. En estas operaciones por \$1,1 billones, el Gobierno recogió TES UVR y TES IPC con vencimiento en 2013, a cambio de la emisión de TES denominados en pesos y UVR con vencimientos en los años 2021, 2022 y 2026. La Nación informó que estas operaciones habían permitido aumentar la vida media del portafolio de 5 a 5,2 años, al tiempo que había generado una disminución en el saldo neto de deuda por \$96,7 miles de millones.

⁵¹El Gobierno informó que, gracias a los menores costos de endeudamiento, se había reducido el monto programado de pagos de intereses internos en \$300 miles de millones y que las operaciones de tesorería habían disminuido en \$399 miles de millones.

⁵²Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 27: Proyección de Vencimientos TES



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

a 1 y 15 años aumentó, al pasar de 132 p.b. el 28 de diciembre de 2012 a 152 p.b. el 27 de marzo de 2013 (Gráfico 30).

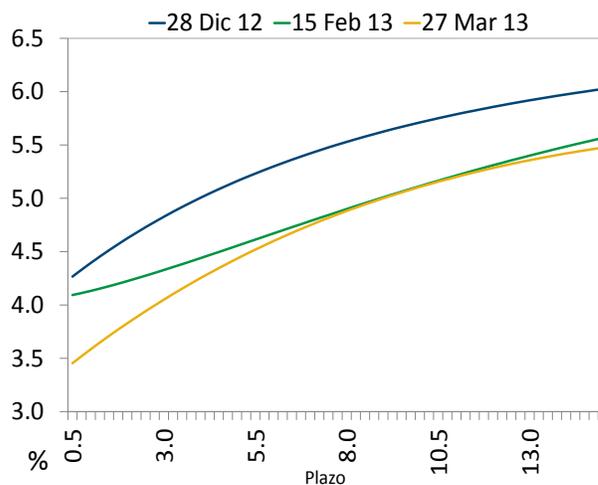
Gráfico 28: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Las valorizaciones de los TES estuvieron asociadas

Gráfico 29: Curvas Spot Colombia. Dic. 2012, Feb. 2013 y Mar. 2013



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

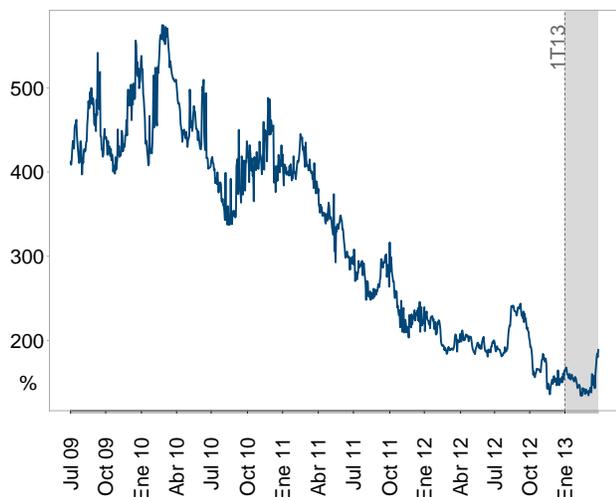
principalmente al ajuste de las tasas de los bonos ante la incorporación de los recortes de la tasa de referencia anunciados en las reuniones del BR de enero, febrero y marzo, la publicación de los datos de inflación de diciembre, enero y febrero, que resultaron inferiores a los esperados por el mercado, y la consecuente disminución en las expectativas de inflación; las expectativas de mayor inversión extranjera ante la reducción de la carga impositiva para los inversionistas extranjeros de portafolio después de la aprobación de la reforma tributaria en diciembre de 2012, y la mejora de la perspectiva de la calificación de la deuda de Colombia de estable a positiva por parte de la agencia Fitch Ratings⁵³. Las valorizaciones de los TES también estuvieron influenciadas por las bajas perspectivas de crecimiento con las que comenzó el trimestre, luego que a finales de 2012 fuera publicado el dato de crecimiento del 3T12, el cual sorprendió a la baja⁵⁴. Sin embargo, es importante mencionar que las perspectivas de creci-

⁵³El 6 de marzo, Fitch Ratings revisó la perspectiva de la calificación de deuda soberana de Colombia (BBB-) de estable a positiva.

⁵⁴El PIB del 3T12 sorprendió negativamente al crecer 2,1% frente al mismo trimestre del año anterior, por debajo de lo pronosticado por los analistas (3,9%).

miento mejoraron en marzo, cuando se dio a conocer el dato de crecimiento del PIB del 4T12 de 3,1%, levemente superior al dato esperado (3,0%)⁵⁵.

Gráfico 30: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

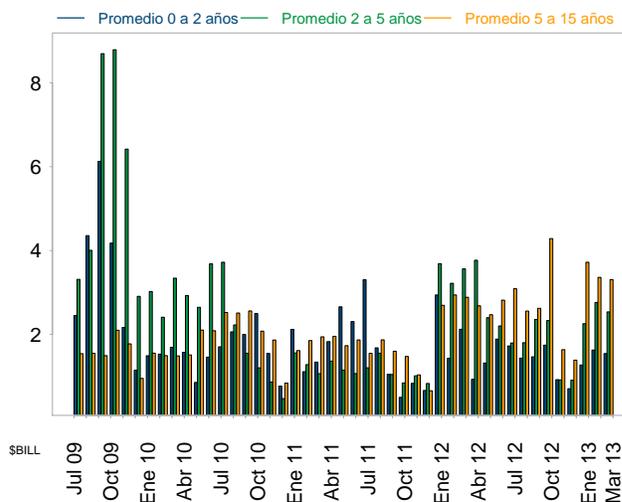
El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$7.466 miles de millones⁵⁶, superior al observado en el mismo período del año 2012 (\$8.498 miles de millones aproximadamente) (Gráficos 32, 31). En el Gráfico 30 puede observarse que durante el trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años), seguidos de los del tramo medio (plazos entre 2 y 5 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 25% a 23% entre el 4T12 y el 1T13, seguidos de los títulos que vencen en junio de 2016, mayo de 2014 y octubre de 2015, cuyas participaciones se ubicaron en niveles cercanos al 16%⁵⁷.

⁵⁵El 21 de marzo también se informó que en el año 2012 la economía había crecido 4,0%, y se revisaron al alza los datos de crecimiento para los primeros tres trimestres de 2012. Para el primer trimestre pasó de 4,8% a 5,3%; para el segundo trimestre pasó de 4,9% a 5%, y para el tercer trimestre el crecimiento fue revisado de 2,1% a 2,7%.

⁵⁶Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

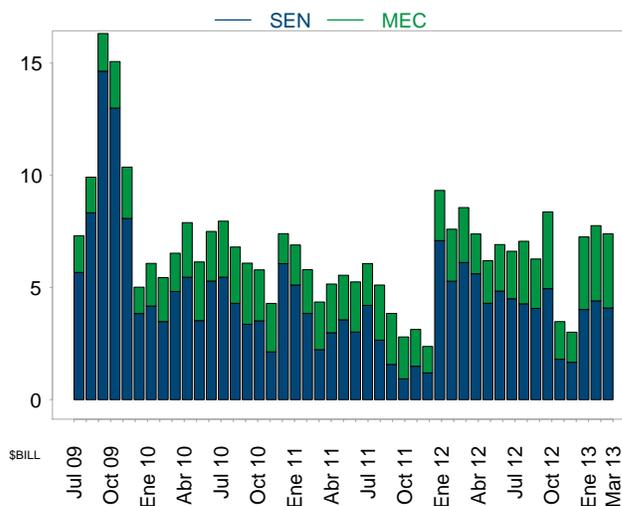
⁵⁷La participación del bono que vence en 2014 disminuyó de

Gráfico 31: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



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

Gráfico 32: Monto Promedio Diario Negociado de TES



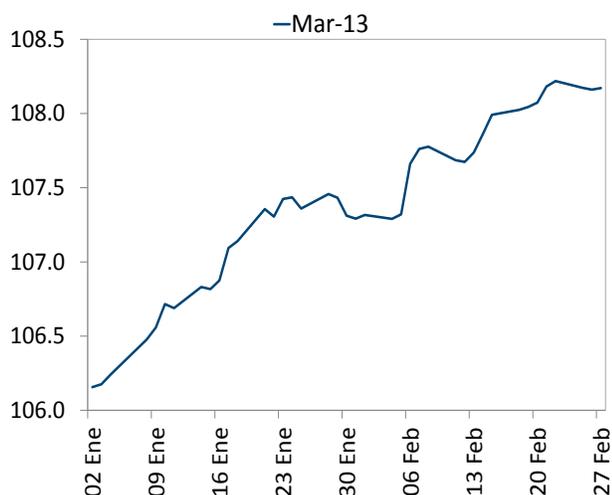
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

17% a 16%, mientras que las de los bonos que vencen en junio de 2016 aumentaron desde niveles de 13% y 14%, respectivamente.

6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES⁵⁸ negociados en la BVC se valorizaron durante el periodo analizado (Gráfico 33).

Gráfico 33: Precio de Contratos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

El número de contratos negociados de futuros de TES⁵⁹ aumentó al pasar de 29.550 contratos a 61.195 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$15.299 miles de millones. Respecto a las posiciones abiertas, durante el trimestre éstas ascendieron hasta 2.642 contratos para los contratos con vencimiento en marzo de 2013 (Gráfico 34).

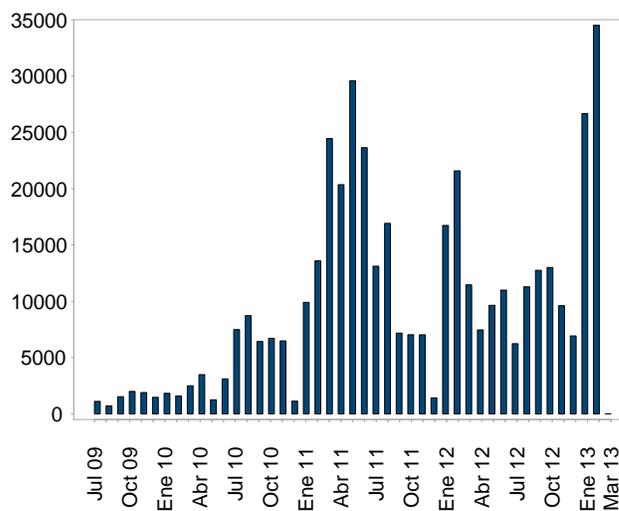
6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el primer trimestre del 2013, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la re-

⁵⁸Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

⁵⁹Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

Gráfico 34: Contratos Pactados de TES a Futuro



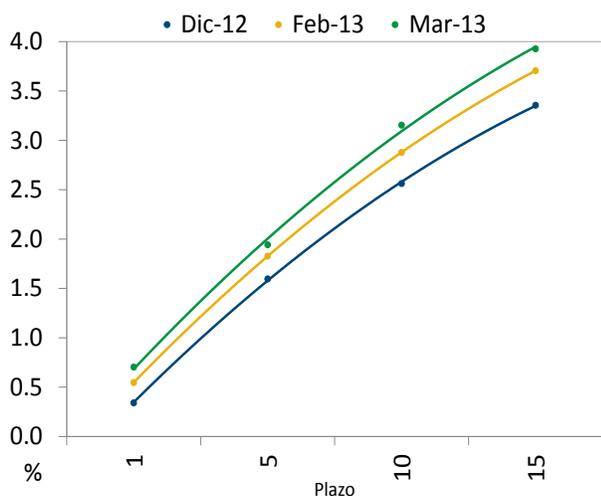
Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

gión presentaron desvalorizaciones, contrario a la tendencia que se había observado en 2012. Pese a que la aversión al riesgo disminuyó durante las primeras semanas de enero por la suspensión temporal del límite de la deuda de EE.UU., las noticias mixtas sobre las economías desarrolladas y la situación de Chipre motivaron aumentos de las primas de riesgo y en las tasas de los bonos de países emergentes. (Gráficos 35, 36 y 37).

Las primas de riesgo hacia la región siguieron el comportamiento alcista del resto de los países emergentes. De esta forma, durante el 1T13 el EMBI+ aumentó 43 p.b. (17,5 %) y los EMBI país se incrementaron en promedio 40 p.b. (32,3 %) ⁶⁰. No obstante, los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región no presentaron movimientos significativos durante el trimestre, con excepción del de Brasil. El CDS de este país aumentó 32 p.b. y acentuó el desacoplamiento frente a la región que venía mostrando desde el año pasado. Asimismo, el EMBI de este país

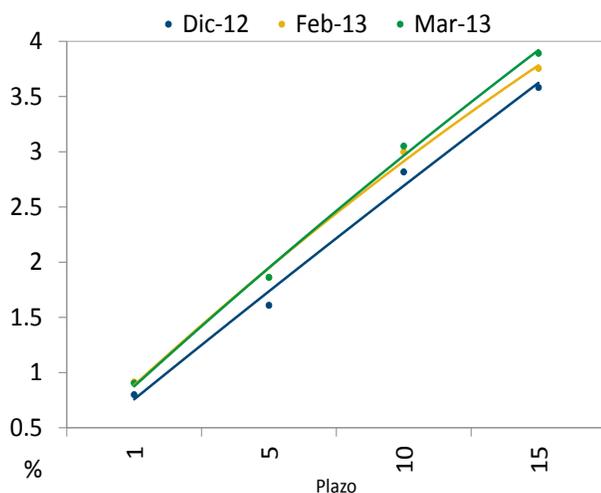
⁶⁰Variaciones EMBI+ países: Colombia: 43 p.b. (38,4%), Brasil: 48 p.b. (33,8%), México: 35 p.b. (28,7%) y Perú 32 p.b. (28,3%). EMBI Global Chile: 40 p.b. (34%).

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



Fuente: Bloomberg.

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

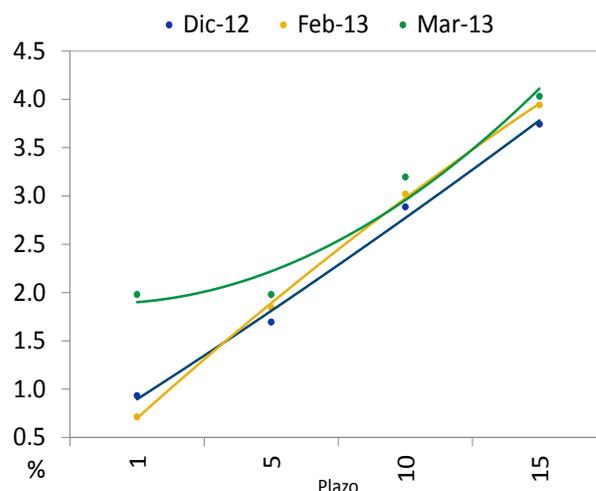


Fuente: Bloomberg.

continúa por encima del de sus pares ⁶¹. (Gráfico 38).

⁶¹Variaciones: Colombia: 4 p.b. (4,2%), Brasil: 32 p.b.(29%), México: 0,5 p.b. (0,5%), Chile: -6 p.b. (-8,8%) y Perú: -1 p.b.

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



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las calificaciones crediticias de los países de la región, Standard and Poor's revisó al alza la perspectiva de la calificación de deuda soberana de largo plazo de México (BBB) de estable a positiva. La agencia destacó el cauteloso manejo de la política monetaria y fiscal, lo cual puede ayudar a mantener la estabilidad macroeconómica y contribuir a la recuperación de la economía.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

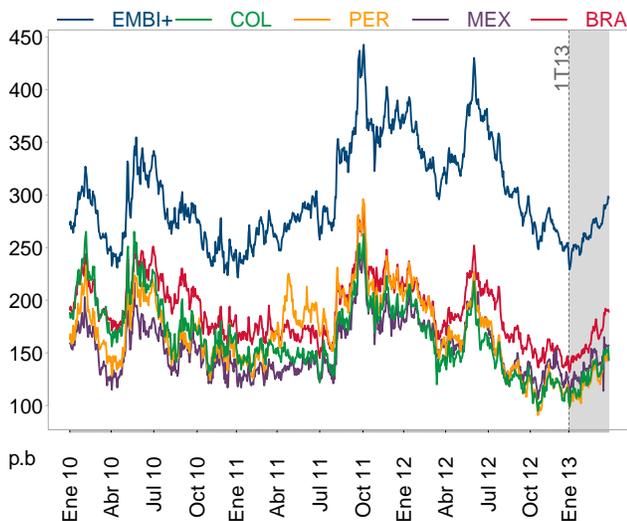
Los bonos de la deuda externa colombiana en dólares se desvalorizaron durante el primer trimestre del año en línea con el comportamiento de los otros países de la región. Asimismo, la deuda externa denominada en pesos presentó desvalorizaciones durante el período analizado. Este comportamiento se puede explicar por el menor apetito por activos de países emergentes que se ha observado en lo corrido del año y además, en los TES Globales, por la devaluación que ha mostrado la moneda colombiana en el trimestre. En cuanto

Gráfico 38: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: Spreads Deuda Soberana LATAM

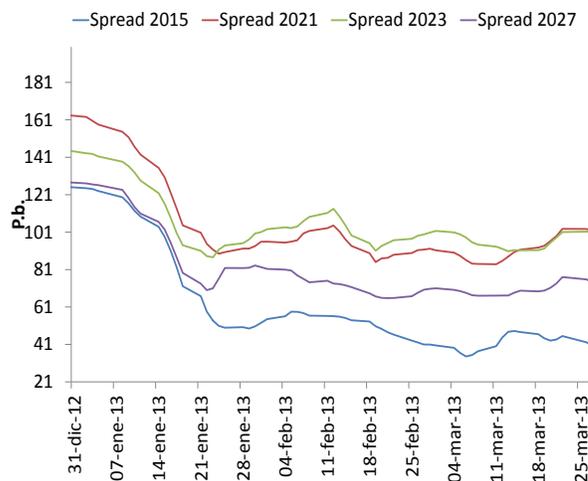


Fuente: Bloomberg.

a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia y el CDS a 5 años aumentaron 43 p.b. (38,4%) y 4 p.b. (4,2%), comportamiento similar al promedio de los países de la región (con excepción de Brasil).

En el Gráfico 40 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente a los TES Globales denominados en la misma moneda pero emitidos en los mercados internacionales. La reciente reducción en el spread entre los TES globales y los TES locales puede estar asociada principalmente a las expectativas y posterior aprobación de la reforma tributaria que redujo la carga impositiva de los bonos locales. Esto se ve reflejado en que las mayores caídas del spread se presentaron en diciembre de 2012 cuando se aprobó la reforma con un recorte en el impuesto superior al esperado por el mercado.

Gráfico 40: TES Globales vs TES locales



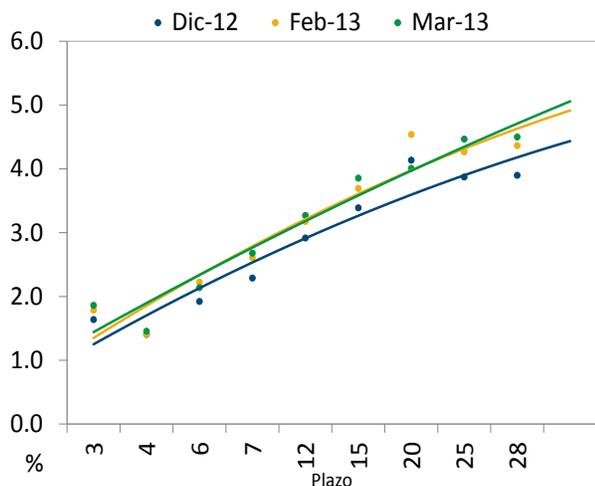
Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, Fitch Ratings revisó la perspectiva de la calificación de deuda soberana de Colombia (BBB-) de estable a positivo, ante la fortaleza de las cuentas externas de Colombia y la dinámica favorable de la deuda, la cual continúa disminuyendo gracias a la consolidación fiscal y al crecimiento económico. Además, la agencia afirmó que como resultado de la acumulación de reservas internacionales, espera que Colombia se convierta en un acreedor neto soberano externo en 2013⁶². (Gráfico 41)

⁶² A partir de la revisión de la calificación de deuda soberana de

Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda informó que dados los menores costos de endeudamiento de la Nación, disminuyeron las necesidades de financiamiento en \$1,8 billones para el 2013. En línea con lo anterior, anunció una reducción de U\$1.000 millones en el endeudamiento externo, y aseguró que la tesorería realizará compras de dólares en el mercado público por este monto para atender los pagos de deuda externa.

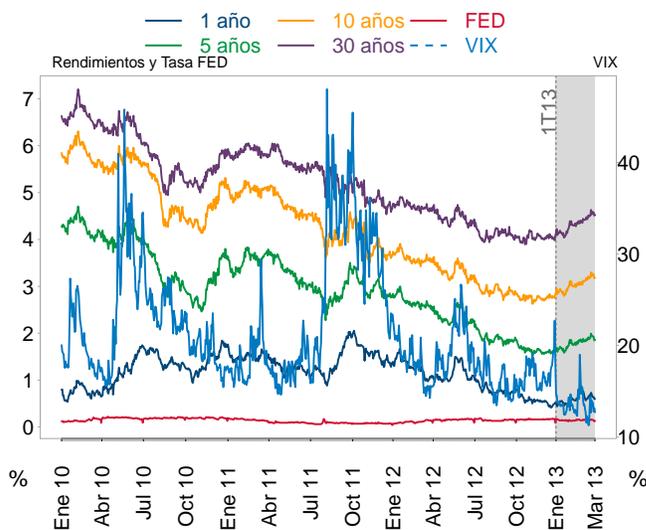
Gráfico 41: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

Colombia, Fitch Ratings afirmó la calificación de deuda en moneda local y extranjera de Ecopetrol en BBB y BBB-, respectivamente, aunque revisó la perspectiva de estable a positiva. La calificación de Ecopetrol refleja el estrecho vínculo con la economía del país, su fuerte perfil financiero y la mejora en sus niveles de producción.

Gráfico 42: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED



Fuente: Bloomberg.

7 Mercado Primario de Deuda Privada

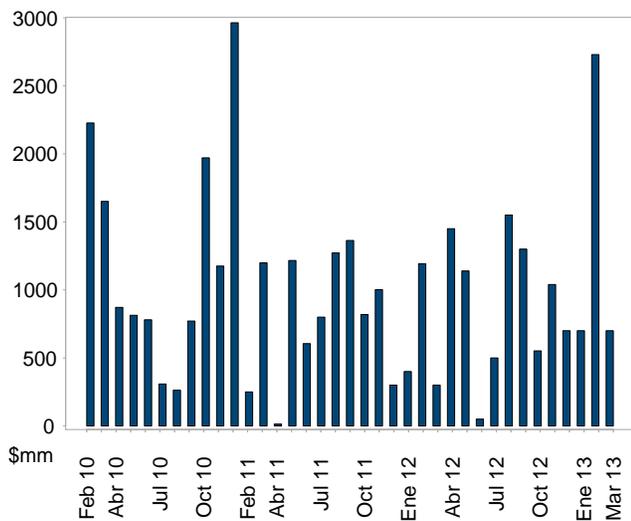
Durante el primer trimestre de 2013 la dinámica del mercado primario de deuda privada, de acuerdo al monto de colocaciones, mejoró considerablemente respecto a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con un incremento del 80% en el monto de colocación y un monto trimestral equivalente a \$4.130 mm⁶³ (ant: \$2.291 miles de millones) (Gráfico 43). Cabe destacar que dicho nivel de colocaciones no se alcanzaba desde el 4T2010 y que en el mes de febrero de 2013 se alcanzó el segundo mayor nivel histórico de colocaciones en un mes⁶⁴. Adicionalmente, respecto al mismo trimestre del 2012 el monto de colocaciones presentó un crecimiento del 118%.

La dinámica del mercado estuvo impulsada principalmente por el incremento en la participación del sector

⁶³Dicho monto equivale a 1,73 veces el promedio histórico de colocaciones de deuda privada.

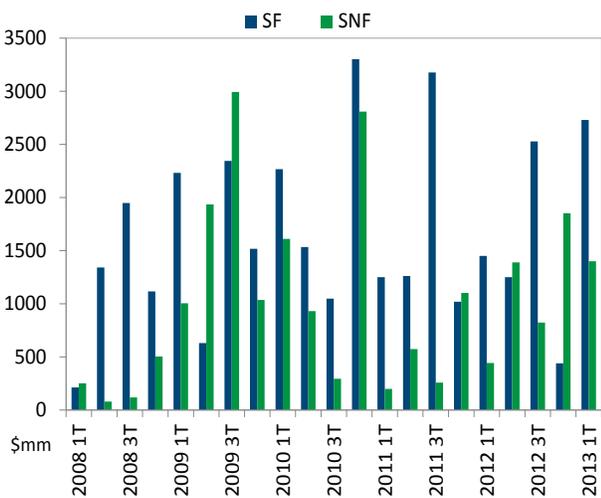
⁶⁴Este nivel histórico se tomó teniendo en cuenta la información pública reportada por la BVC cuyo inicio es 2006.

Gráfico 43: Monto Total Colocado (2010 - 2013)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 44: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

financiero que durante el trimestre aumentó su participación considerablemente (+46 pps, 66% del total de las colocaciones), respecto al trimestre anterior, registrando un monto de colocaciones para el sector que

equivale a 1,71 veces su promedio histórico⁶⁵ (1T13: \$2.730 miles de millones, 4T12: \$439,5 miles de millones). Cabe destacar que dicho incremento se presentó luego de que en el 4T12 el sector financiero registrara un bajo nivel de colocaciones (nivel mínimo desde el 2T08). Por su parte el sector no financiero registró un leve retroceso (1T13: \$1.400 miles de millones, 4T12: \$1.852 miles de millones) aunque aún continúa en niveles por encima de su promedio histórico (1,38 veces) (Gráfico 44).

A pesar del incremento en la participación del sector financiero, dos de las tres emisiones con mayor monto de colocación durante el trimestre correspondieron a empresas del sector no financiero. Las empresas con mayor monto de colocación fueron Terpel (\$700 miles de millones), Leasing Bancolombia (\$600 miles de millones) y Promigas (\$500 miles de millones)⁶⁶.

Por otra parte, durante el trimestre la proporción del total de colocaciones que fue atada al IPC (70%) se incrementó 15 pps frente al 4T12. Adicionalmente, durante el trimestre se registraron nuevamente colocaciones atadas al IBR (11,98%)⁶⁷. Por su parte, las colocaciones atadas a la DTF (4,27%) y a una tasa fija (13,34%) cayeron 8,3 y 19 pps respectivamente (Gráfico 45).

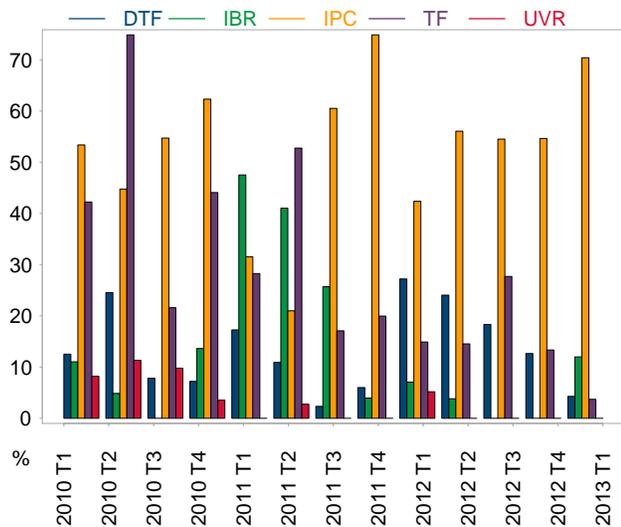
Respecto a los plazos de colocación, cabe destacar que el plazo que comprende vencimientos entre 2 y 5 años fue el único que registró una caída durante el trimestre respecto al total del monto colocado (-19 pps). Este comportamiento estuvo acompañado de un incremento en las colocaciones a plazos entre 0 y 2 años (+1,8 pps), entre 5 y 10 (+6,3 pps), entre 10 y 20 años (+7,8 pps) y los plazos entre 10 y 20 años (+3,8 pps) (Gráfico 46). Adicionalmente, en línea con las colocaciones de mayor monto correspondientes al sector no financiero, los plazos entre 5 y 20 años predominaron res-

⁶⁵Éste es el segundo registro histórico de colocaciones trimestrales para el sector financiero.

⁶⁶En el trimestre anterior las mayores emisiones fueron: Grupo Argos (\$750 miles de millones), Emgesa (\$500 miles de millones) y Gas Natural (\$400 miles de millones)

⁶⁷No se registraban colocaciones atadas al IBR desde el 2T12.

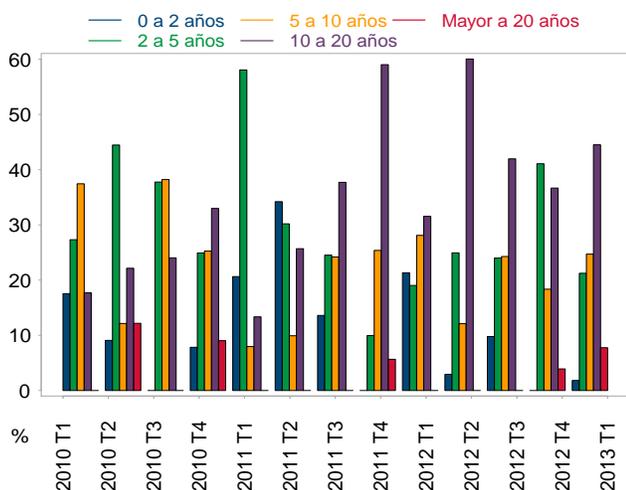
Gráfico 45: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

pecto al total colocado por los agentes durante el trimestre (76 %).

Gráfico 46: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



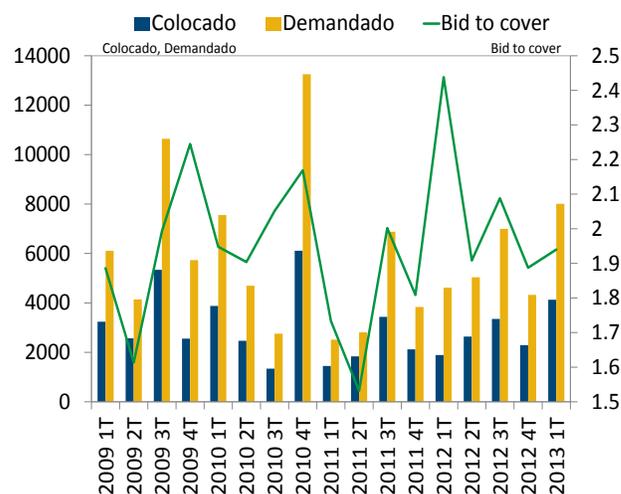
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

De otra parte, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas aumentó respecto al trimestre anterior (5 p.b); la

demanda por colocaciones (\$8011 miles de millones) fue 1,93 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$4325 miles de millones, 1.88 veces) (Gráfico 47).

Las emisiones con mayor demanda fueron las de bonos ordinarios de Terpel con una demanda de 3,08 veces el monto colocado, seguida de la de bonos ordinarios de Davivienda con una demanda de 3,06 veces el monto colocado y la de bonos ordinarios de Promigas con una demanda 2,19 veces el monto colocado.

Gráfico 47: Monto Colocado VS Monto Demandado

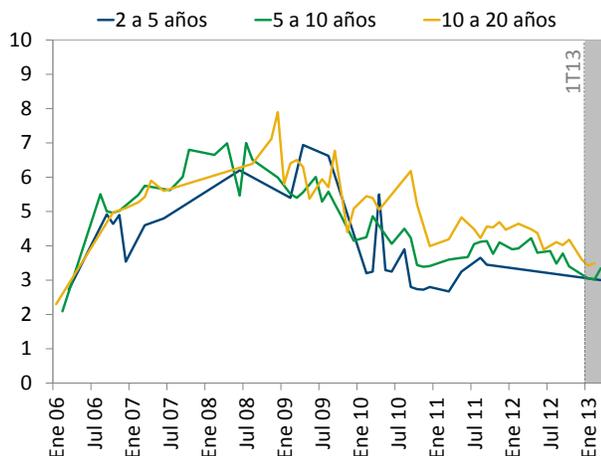


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el primer trimestre de 2013, la tasa o margen promedio de las colocaciones de deuda privada atadas al IPC, disminuyó para los plazos entre 2 y 5 años, 5 y 10 años y 10 y 20 años, mientras que durante el trimestre no se presentaron colocaciones atadas al IPC para los plazos entre 0 y 2 años Gráfico 48.

Finalmente, respecto a la deuda corporativa colombiana en dólares, es importante destacar que Moody's redujo la calificación de deuda subordinada de largo plazo en moneda extranjera de Bancolombia S.A., Banco GNB Sudameris S.A. y Davivienda S.A., y dejó estable la perspectiva de los dos primeros, al tiempo que

Gráfico 48: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

pasó la de Davivienda a negativa⁶⁸. La calificadora señaló que los reguladores bancarios colombianos tienen la capacidad legal de imponer pérdidas sobre cualquier pasivo de una entidad financiera intervenida, y que hay una probabilidad más elevada de que los tenedores de deuda subordinada queden sujetos a compartir pérdidas. En el caso de Davivienda, la calificadora mencionó que luego de la adquisición de las subsidiarias de HSBC en El Salvador, Costa Rica y Honduras, una operación internacional tan considerable podría afectar la calidad de activos y rentabilidad del banco. Posteriormente, esa misma agencia colocó en revisión para posible rebaja la calificación de Bancolombia luego del anuncio de adquisición del HSBC Panamá. Según la calificadora, la adquisición del segundo grupo bancario más grande de Panamá puede ejercer una presión negativa en la rentabilidad, liquidez y capital de Bancolombia dados los riesgos operacionales y los costos de la integración. La revisión se enfocará en la estructura financiera de la adquisición y en el impacto que esta tendrá en los balances de resultados de ambos bancos.

⁶⁸La calificación de Bancolombia pasó de Baa3 a Ba1, la calificación de Banco Davivienda pasó de Ba1 a Ba2 (pasando a un grado especulativo) y la calificación de Banco GNB Sudameris pasó de Ba2 a B1 (pasando a un grado altamente especulativo).

8 Mercado Accionario

Durante el primer trimestre de 2013 en general se presentó una valorización de los índices accionarios de países desarrollados ante la publicación de algunos datos considerados positivos por el mercado y los estímulos monetarios por parte de Bancos Centrales de países desarrollados. En Estados Unidos, las bolsas se valorizaron principalmente ante la publicación de resultados corporativos positivos, el acuerdo sobre el “abismo fiscal” en el congreso de este país y la publicación de datos macroeconómicos de este país y China que fueron considerados positivos por el mercado.

Por su parte, en Europa el Eurostoxx se desvalorizó (0,5 %) principalmente en el mes de marzo, cuando se incrementaron de forma importante los temores sobre la estabilidad financiera a la región debido a que fue necesario aprobar un programa de rescate para Chipre. Sin embargo, algunas de las principales economías de Europa como Alemania, Francia e Inglaterra presentaron valorizaciones durante el periodo analizado.

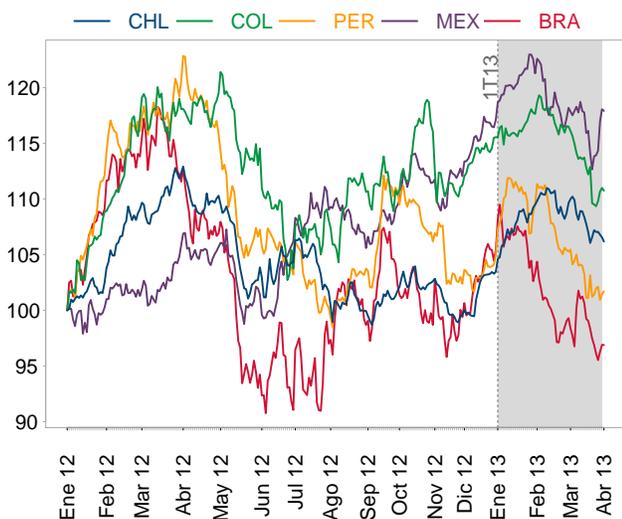
Por otra parte, las bolsas de China y Japón presentaron valorizaciones durante el periodo analizado ante la publicación de datos favorables de actividad económica. En Japón, el índice Nikkei registró una valorización de 20,2 % impulsado por el paquete de estímulo anunciado por el gobierno y la publicación del crecimiento en el 4T12, que mostró una contracción menor a la esperada. Además, el Shanghai Composite aumentó 3,2 % ante el anuncio de un crecimiento mayor al esperado y señales de un mayor dinamismo de la economía China.

En América Latina, el IPSA de Chile y el MEXBOL de México presentaron valorizaciones (3,0 % y 0,8 % respectivamente) (Gráfico 49), debido a un desempeño considerado positivo de estas economías en lo corrido del año. En Chile se continúa observando un crecimiento importante con una baja inflación, mientras que en México se conocieron datos positivos de desempleo, ventas al por menor e inflación, además

de la disminución de la tasa de referencia por parte del Banco Central para estimular la economía. Por otra parte, presentaron desvalorizaciones el IBOV de Brasil (8,1%), el IGBC de Colombia (3,9%) y el IGBVL de Perú (3,4%). En el caso de Brasil, la desvalorización pudo ser impulsada por datos negativos de crecimiento y empleo, además del aumento de la inflación que ha creado expectativas sobre un posible aumento de la tasa de referencia por parte del banco central. Adicionalmente, a pesar de un desempeño considerado positivo en la economía peruana, los resultados corporativos conocidos durante el trimestre fueron considerados negativos por el mercado.

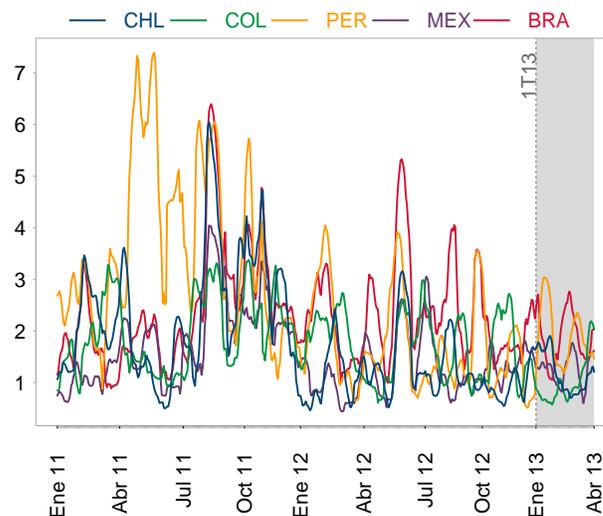
En el *Gráfico 50*, se pueden observar los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región. Comparando el promedio de los coeficientes de variación del trimestre frente al 4T12, este aumentó para Chile, Perú y Brasil, y disminuyó en Colombia y México. Por otra parte, comparando el promedio de los coeficientes de variación del trimestre frente al promedio del año anterior, en general se ubicaron por debajo, a excepción del MEXBOL de México.

Gráfico 49: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero de 2012

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



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

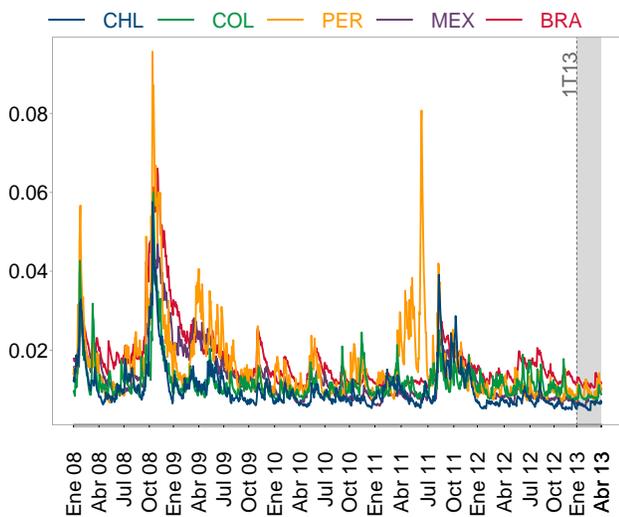
En materia de volatilidad condicional⁶⁹, durante el 1T13, el promedio en la región disminuyó levemente con respecto al trimestre anterior. Se debe resaltar que la volatilidad condicional del IGBC se ubicó en promedio por debajo de la volatilidad del IBOV de Brasil (índice que presentó la mayor volatilidad) y del IGBVL de Perú; mientras que el IPSA de Chile fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo, seguido por el MEXBOL de México (*Gráfico 51*).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁷⁰, durante el 1T13 los inversionistas colombianos vendieron acciones de Chile y Perú por \$9 millones netos frente a \$739 millones en el trimestre anterior; mientras que los inversionistas chilenos y peruanos compraron acciones colombianas por un monto neto de \$5.058 millones frente a \$3.009 millones del trimestre anterior. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (*Gráfico 52*) presentó una

⁶⁹ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

⁷⁰ Fuente: MILA.

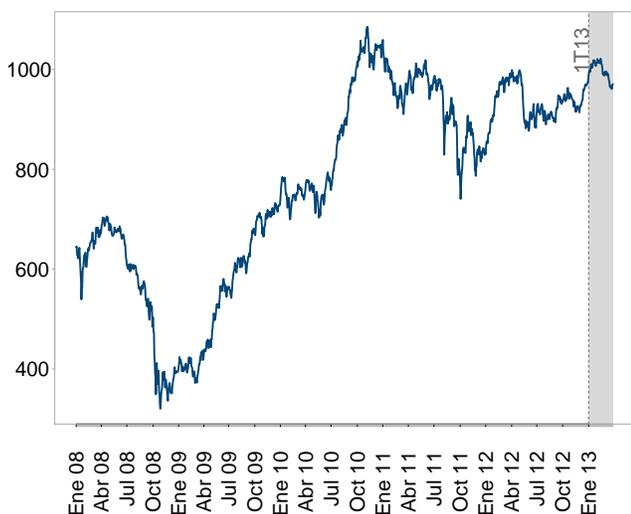
Gráfico 51: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

caída de 0,6% durante el periodo analizado.

Gráfico 52: S&P MILA 40

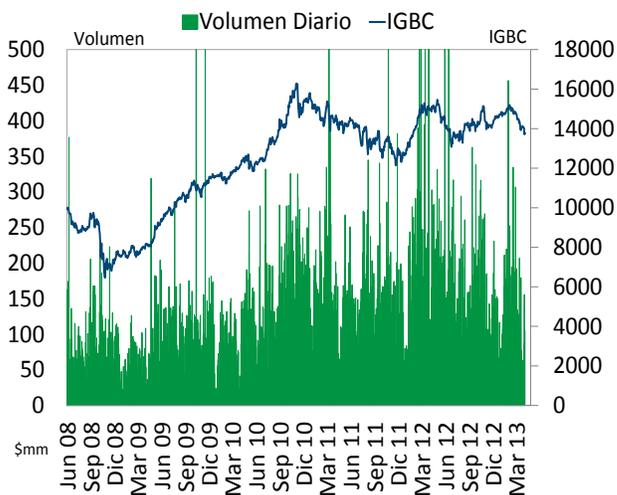


Fuente: Bloomberg.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario se mantuvo constante frente al trimestre anterior. Durante el 1T13, se negociaron diaria-

mente en promedio \$150 miles de millones, frente a un promedio diario negociado en el 4T12 de \$148 miles de millones (Gráfico 53). El mes con menores negociaciones fue marzo, cuando se negociaron en promedio \$124 miles de millones diarios, lo que coincidió con una caída importante en los índices colombianos.

Gráfico 53: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron desvalorizaciones durante el periodo analizado de 3,9%, 3,2% y 2,1% respectivamente, ante la publicación de datos corporativos menores a los esperados, la caída en el precio de las acciones ligados al sector petrolero (con un alto peso en estos índices), la disminución de la calificación y outlook de algunos emisores, y la publicación de datos inferiores a los esperados sobre el crecimiento de la industria colombiana. En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 133 contratos frente a 89 contratos negociados en el 4T12 ⁷¹ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

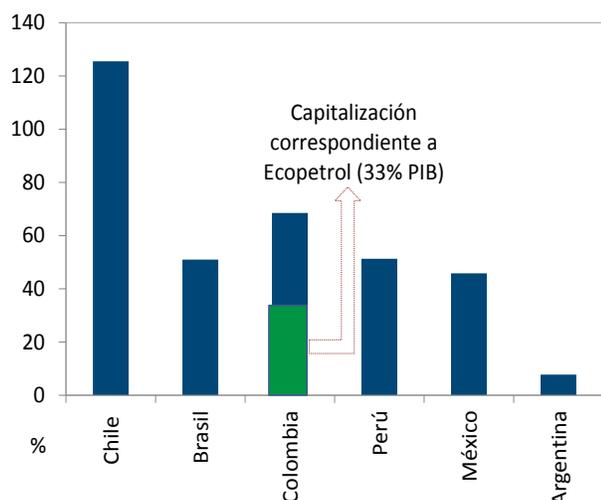
En el mercado secundario de acciones, los principa-

⁷¹El valor de cada contrato es igual a 25.000 pesos multiplicados por el valor del COLCAP

les demandantes netos durante el trimestre fueron los agentes extranjeros, los fondos de pensiones y cesantías y las compañías de seguros, que demandaron en neto \$451 miles de millones, \$240 miles de millones y \$126 miles de millones respectivamente. Por otra parte, los principales oferentes netos fueron las personas naturales, los programas ADR y las sociedades de inversión, que vendieron en neto \$467 miles de millones, \$419 miles de millones y \$156 miles de millones respectivamente.

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a septiembre de 2012⁷³, la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 65,7%; seguida por las bolsas de México (29,7%), Colombia (10,7%), Chile (14,2%) y Perú (3,9%) (Gráfico 67).

Gráfico 54: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

Con datos estimados del PIB de 2012⁷² y datos de capitalización bursátil a febrero de 2013, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 67 se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 125% de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; seguido por el de las bolsas de Colombia (68,5%) y Perú (51,3%). Los indicadores de Brasil, México y Argentina se ubicaron en (51%), 45,8% y 7,7%, respectivamente (Gráfico 54).

⁷³Este 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.

⁷²Fuente: FMI.

Recuadro 1: Sociedades Comisionistas de Bolsa y Sociedades Fiduciarias, Una Comparación Internacional

El presente recuadro tiene como propósito describir las funciones que desempeñan las Sociedades Comisionistas de Bolsa (SCB) y las Sociedades Fiduciarias (SF) en Colombia, para luego realizar una comparación de dicha estructura de negocio con las entidades que realizan funciones similares en otros países.

Sociedades Fiduciarias

En Colombia las SF desarrollan el negocio de fiducia del que se puede distinguir la fiducia mercantil y el encargo fiduciario: en la primera, el fideicomitente transfiere la propiedad de los bienes pasando a formar parte de un patrimonio autónomo⁷⁴ que es administrado por la SF (ejemplo: carteras colectivas); en el encargo fiduciario, tal transferencia de propiedad no existe y simplemente se trata de una administración de bienes. En general, se puede decir que las características que envuelven el negocio fiduciario son la confianza que el fideicomitente deposita en la SF, la finalidad que la SF debe cumplir, el profesionalismo de la misma y la separación absoluta entre el patrimonio de la entidad y los bienes o activos fideicomitados. Cabe anotar que los negocios fiduciarios no garantizan un resultado sino que son un medio de inversión.

Aunque todos los negocios de las SF se catalogan dentro de la fiducia mercantil o el encargo fiduciario, desde el punto de vista comercial y de supervisión se pueden identificar tres grandes líneas de negocios: la de las carteras colectivas⁷⁵; la de la administración de pasivos pensionales, recursos de la seguridad social y fondos de pensiones voluntarios; y finalmente, la de los negocios fiduciarios propiamente dichos. Estos últimos son clasificados por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) en: fiducia de inversión, fiducia inmobiliaria, fiducia de administración y fiducia en garantía. Según la cartilla fiduciaria de Asofiduciarias, éstas se pueden describir así:

- **La fiducia de inversión** tiene como finalidad principal invertir o colocar sumas de dinero, de acuerdo con las instrucciones establecidas por el fideicomitente. La SFC distingue dos tipos de fiducia de inversión: los fideicomisos de inversión con destinación específica para colocar los recursos de acuerdo con las instrucciones del cliente y la administración de inversiones de fondos mutuos de inversión de acuerdo con los lineamientos de este⁷⁶.
- **La fiducia inmobiliaria** tiene por finalidad la administración de recursos y bienes afectos a un proyecto inmobiliario, o a la administración de los recursos asociados al desarrollo y ejecución de dicho proyecto.
- **La fiducia en garantía**, es el negocio fiduciario a través del cual se amparan obligaciones de un deudor a favor de uno o varios acreedores, mediante la afectación de un bien en caso de incumplimiento.

⁷⁴Los bienes que integran el patrimonio autónomo se encuentran separados de los activos del fiduciario, de los activos de otros negocios fiduciarios y de los propios del fideicomitente. En otras palabras, éstos salen del balance de la entidad administradora.

⁷⁵Dicha actividad se encuentra regulada por el Título VIII de la Circular Externa 07 de 1996 y por el Decreto 2555 de 2010, que en la actualidad pretende ser reformado con el fin de adaptarse a los estándares internacionales y de buscar mayor eficiencia en la industria de forma tal que se logre estimular una mayor canalización del ahorro y la financiación de nuevos negocios. Esta reforma también busca separar algunas de las actividades que conllevan la administración de las carteras colectivas buscando reducir los conflictos de interés que se puedan presentar.

⁷⁶Los fondos mutuos de inversión son vehículos de captación de recursos creados por las empresas y sus trabajadores, cuyo propósito primordial es destinarlos a la inversión en el mercado público de valores (artículo 1° del Decreto 1705 de 1985 y Decreto 2968 de 1960).

- **En la fiducia de administración**, el fideicomitente entrega un bien o bienes a la SF para que los administre y desarrolle la gestión encomendada, destinándolos junto con los respectivos rendimientos, si los hubiere, al cumplimiento de la finalidad señalada. Dentro de la fiducia de administración se incluye el servicio de intermediación de valores, la emisión de titularizaciones de diferentes clases de activos y las cuentas de margen. Las SF se pueden considerar intermediarias de valores⁷⁷ debido a que están habilitadas para realizar operaciones de compra y venta de valores en desarrollo de su objeto social⁷⁸. Se debe aclarar, que tal intermediación no comprende el mercado accionario que es exclusivo de las SCB.

La emisión de titularizaciones consiste en la entrega de un activo que un sujeto, denominado originador, realiza a una entidad administradora de un patrimonio autónomo (en este caso la SF), para que ésta emita valores que representan derechos sobre dichos activos⁷⁹.

Las cuentas de margen⁸⁰ definidas como los contratos celebrados para realizar operaciones de contado de compraventa de valores, por cuenta de un cliente, por montos superiores a los recursos aportados por este, son realizadas tanto por las SF, dentro del marco de los contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, como por las SCB en contrato de comisión y de administración de portafolio de terceros (Decreto Único 2555 de 2010).

De acuerdo a información de 2012, las líneas de negocio que generan mayores ingresos en las SF son las comisiones y honorarios producto de los negocios fiduciarios y pensiones voluntarias (59 % aprox.) y la utilidad por la administración de consorcios y uniones temporales (18 % aprox.).

Sociedades Comisionistas de Bolsa

Las SCB tienen como objeto principal el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores en el mercado bursátil, y el corretaje. El contrato de comisión es el acuerdo mediante el cual la SCB se obliga a comprar o vender valores en nombre propio pero por cuenta de un inversionista. En este tipo de contrato, se entiende que la obligación es adquirida por el cliente, por lo cual, los efectos de los negocios celebrados por la SCB no lo vinculan directamente⁸¹. El corretaje, es aquel en el que una SCB se encarga de relacionar a dos o más personas, con el fin de que éstas realicen un negocio comercial (en el caso del mercado de valores, suscripción o venta de valores), sin vincularse directamente.

⁷⁷Decreto 1121 de 2008

⁷⁸Contratos de fiducia mercantil o encargo fiduciario, de administración de carteras colectivas o de fondos de pensiones voluntarias.

⁷⁹Dicha actividad comprende la emisión de bonos por cuenta de activos y flujos que van desde activos inmobiliarios hasta títulos y flujos de dinero, y es realizada de igual forma por las SF y las sociedades titularizadoras.

⁸⁰En estos contratos se prevé que el cierre de las posiciones de compraventa de valores por cuenta de un cliente, se realice con los recursos o valores obtenidos mediante la liquidación de otras operaciones de compraventa de valores, reporto o repo, simultánea o transferencia temporal de valores. Por ejemplo, si se quiere comprar un TES por un monto superior al de los recursos aportados por el cliente, se compra el título a nombre del cliente y al tiempo se realiza una simultánea de venta (toma una posición pasiva en una simultánea). Así se reciben los recursos para pagar la compra del TES, y se queda con un compromiso de recompra del título. Al término de la operación simultánea, se realiza una venta definitiva del título, con lo cual se obtienen los recursos para cubrir la simultánea. Esta operación se beneficia si los TES se valorizan mientras la posición está abierta, y en caso de desvalorización, las pérdidas son cubiertas con los recursos depositados por el cliente. Las garantías reglamentadas para realizar cuentas de margen con TES corresponden al 5% del monto de la operación, y para acciones asciende a 50%.

⁸¹No obstante, según el reglamento de la BVC, si la SCB realiza una operación por cuenta de un tercero y éste incumple, la SCB debe asumir la responsabilidad de la operación, por funcionalidad y transparencia del mercado bursátil. La SCB puede cubrir la operación (consiguiendo títulos o liquidez), o no cumplirla, quedando expuesta a la intervención de la SFC.

Además de las actividades principales, estas entidades pueden desarrollar las siguientes actividades: operaciones especiales de compra y venta de valores, administración de recursos de terceros y otras actividades.

Dentro de las operaciones especiales de compra y venta de valores, se encuentran las operaciones de intermediación en la colocación de valores⁸² (underwriting) y las operaciones por cuenta propia. Es importante destacar que en contraposición al caso de las SF, las SCB pueden actuar como creadoras de mercado (market maker) de los títulos de deuda pública. De igual forma, cabe anotar que estas entidades también están habilitadas para realizar y ofrecer operaciones a plazo⁸³.

Las operaciones por cuenta propia son cualquier operación que realice la SCB con sus propios recursos, incluidas aquellas que se realicen para proteger su patrimonio. Según el Decreto 2555 de 2010, dichas operaciones son realizadas por las SCB con el objeto de imprimirle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo ofertas o estimulando y abasteciendo demandas, o con el propósito de reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta⁸⁴. De igual forma, las operaciones por cuenta propia autorizadas por la Resolución 400 de 1995 comprenden distintas modalidades en la adquisición de emisiones primarias y la adquisición de cualquier valor inscrito en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

Dentro de la **administración de recursos de terceros**, se encuentran las actividades de administración de valores, la Administración de Portafolios de Terceros (APT), y la constitución y administración de carteras colectivas. La primera actividad consiste en la realización de cobros de capital y rendimientos, junto a la realización de reinversiones según lo dispuesto por el inversionista. Es de resaltar que en esta primera actividad la SCB no tiene la facultad de tomar decisiones a nombre del cliente sin previa consulta. Las actividades de APT consisten en la recepción de dinero o valores de un inversionista con la finalidad de realizar operaciones sobre un conjunto de valores, a su juicio, pero con sujeción a los objetivos y parámetros generales determinados por el inversionista. Por último, la actividad de constitución y administración de carteras colectivas se define bajo los mismos lineamientos de las SF, junto con la prohibición de realizar operaciones por cuenta propia teniendo como contraparte a las carteras colectivas o a los portafolios de terceros que administra. Adicionalmente, las SCB no pueden adquirir para los portafolios de terceros la totalidad o parte de los valores que se haya obligado a colocar por un contrato de colocación en firme o garantizada, a menos que cuente con la autorización previa y escrita del cliente.

Dentro de las **otras actividades**, se encuentra: los préstamos con sus propios recursos para la financiación de valores, las asesorías en actividades relacionadas con el mercado de capitales, la intermediación en el mercado cambiario y las cuentas de margen. Estas actividades se encuentran sujetas a la autorización de la SFC y a requisitos especiales⁸⁵ que limitan el riesgo asumido por la SCB. En particular, la intermediación en el mercado cambiario se sujeta al cumplimiento de ciertas condiciones (ser Intermediario del Mercado Cambiario, IMC) y comprende actividades como la compra y venta de divisas, el envío o recepción de giros en moneda extranjera y el manejo y administración de sistemas de tarjetas de crédito y débito internacionales, y los faculta para ofrecer derivados financieros sobre tasa de cambio únicamente mediante contratos estandarizados transados por bolsa.

⁸²La intermediación en la colocación de valores es una operación mediante la cual una entidad autorizada para el efecto se compromete con el emisor a vender entre el público la totalidad de una emisión o una parte de ella. La colocación de valores puede ser de tres clases: en firme, garantizada o al mejor esfuerzo. Tal entidad autorizada puede ser cualquier SCB, un banco o una corporación financiera.

⁸³Las operaciones a plazo son aquellas en las que se pacta que su cumplimiento se realizará en una fecha posterior de la que le correspondería si se hubiera realizado de contado y no después de trescientos sesenta y cinco (365) días calendario.

⁸⁴La enajenación de los valores así adquiridos, se considerará también como operación por cuenta propia.

⁸⁵Por ejemplo, contar con la infraestructura adecuada, valorar con suficiencia las garantías, plazos máximos, montos máximos de financiación, etc.

De acuerdo a información de 2012, las líneas de negocio que generan mayores ingresos en las SCB son las comisiones (34 % aprox.) y la utilidad en la venta de inversiones por cuenta propia (17 % aprox.).

Experiencia Internacional

En Estados Unidos, el esquema de entidades de servicios financieros se compone de Broker-dealers (BD) que realizan la negociación de valores, tanto en el mercado al por menor como en el sector corporativo⁸⁶, *Investment Advisors* (IA) que trabajan asesorando las inversiones y manejando portafolios de terceros e *Investment banks* que se especializan en el sector corporativo y realizan estructuración, colocación y distribución de nuevos títulos (*underwriting* y *market making*).

En los países desarrollados el esquema es muy similar al de EE.UU. donde los IA manejan recursos de terceros y los BD realizan el resto de operaciones (Ver Cuadro 7). Los IA son fiduciarias que manejan los recursos de terceros con el deber de servir de mejor manera los intereses de los clientes. Dentro de las actividades más importantes de su negocio está el manejo de portafolios de terceros, manejo de fondos de inversión (carteras colectivas) y la planeación financiera y pensional. Por lo general cobran una tarifa porcentual sobre los activos en administración. En Estados Unidos, un IA puede también registrarse como BD, tener una persona relacionada que lo sea o ser representante de BD. No obstante, la operación de estos negocios debe estar completamente separada.

Por su parte, los BD son intermediarios encargados de efectuar negociaciones tanto a nombre de terceros (*broker*) como en cuenta propia (*dealer*), sus servicios pueden o no incluir la asesoría de inversión. Dentro de los servicios relacionados con la intermediación que pueden proveer están: la ejecución de órdenes, cuentas de margen, asesoría en inversiones y manejo de portafolio por comisión entre otras. Por otra parte, dentro de los servicios que pueden ofrecer como *dealers* se encuentran la venta y compra de títulos, venta de fondos mutuos, ofertas públicas, productos estructurados, y *private equity*, servicios de creador de mercado, etc. Así, la operación de los BD es principalmente en función de las órdenes que reciben de sus clientes sin ejercer un manejo discrecional, por lo que los ingresos de los BD provienen en su mayoría de las comisiones por las operaciones realizadas (no como proporción de los activos en las cuentas de sus clientes).

En línea con lo anterior, el esquema de regulación de los IA y los BD es distinto, pues mientras para los primeros se basa en principios y responsabilidades, para los segundos se basa en reglas de operación. Esto determina su actuación en el mercado, debido a que los IA deben aplicar el principio del deber fiduciario (obligación de actuar exclusivamente para el beneficio de sus clientes) en sus negocios, mientras que los BD realizan los negocios delimitados en las operaciones reguladas, pero cuentan con una serie de códigos con principios de negociación justa y equitativa.

En Colombia, las SCB realizan operaciones similares a las de los BD, debido a que ejecutan órdenes de clientes, ofrecen fondos de inversión (carteras colectivas) y cuentas de margen, además de poseer posición propia, pero adicionalmente, se asemejan a los IA debido a su facultad para administrar portafolios de terceros. Por otra parte, desde el punto de vista financiero y de administración de recursos de terceros, las SF se asemejan a los IA, debido

⁸⁶Estos se subdividen en los *discount brokers* que realizan intermediación sin ofrecer asesoría financiera, los *full service brokers* que ofrecen intermediación y asesoría financiera, y los *dealer banks* que son *broker-dealers* que hacen parte de un grupo bancario e intermedian en el mercado de títulos y derivados.

Cuadro 7: Principales negocios de las SF y las SCB

		Manejan recursos de terceros?		Corretaje		Creador de Mercado		Underwriting		Pueden realizar proprietary trading?	
		SF	SCB	SF	SCB	SF	SCB	SF	SCB	SF	SCB
Latinoamérica	Perú	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓
	Chile	✓	✓	✗	✓	N.A. 3/	N.A. 3/	✗	✓	✗	✓
	México	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓
	Brasil	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓
	Colombia	✓	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓	✗	✓
Desarrollados	Australia	✓	✗	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✓
	Reino Unido	✓	✗	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✓
	Nueva Zelanda	✓	✗	✗	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✓
	EE.UU.	✓	✗	✗ /1	✓	✗	✓	✗	✗	✗	✗ 2/

1/ Cuando una entidad es registrada simultáneamente como IA y BD, podría realizar esta labor. No obstante, en la práctica su operación está separada.

2/ A raíz de la Regla Volcker, las inversiones por cuenta propia han comenzado a ser eliminadas.

3/ No existe un esquema de creador de mercado para títulos de deuda pública. A las ofertas primarias pueden acceder Bancos, Fondos de Pensiones, Aseguradoras y Agentes de Valores.

Fuente: Bancos Centrales consultados y Decreto 2555 de 2010.*Cuando una entidad es registrada simultáneamente como IA y BD, podría realizar esta labor. No obstante, en la práctica su operación está separada.**A raíz de la Regla Volcker, las inversiones por cuenta propia han comenzado a ser eliminadas.

a que proveen asesoría financiera buscando el beneficio de sus clientes y no realizan actividades de intermediación. Desde el punto de vista del resto de funciones, las entidades que más se parecen a las SF son las denominadas *trust companies*⁸⁷.

Como se muestra en el Cuadro 7, las funciones de las SCB y SF son similares en el grupo de países latinoamericanos analizados. Por un lado, las SCB pueden realizar operaciones de intermediación y también manejar recursos de terceros, mientras que las SF solo realizan manejo de recursos de terceros. Por otro lado, las funciones diferentes a la administración de recursos de terceros (negocios fiduciarios propiamente dichos) sí tienen lugar en el resto de países de Latinoamérica dentro de las actividades realizadas por las SF.

En el Cuadro 8 se muestra la participación de las SCB y SF en las operaciones con el Banco Central (BC). Las operaciones se dividen en OMA (generalmente los repos), ventanilla (facilidad permanente), liquidez intradía y prestamista de última instancia⁸⁸ (PUI). Vale la pena destacar, que algunos países consideran que las facilidades permanentes cumplen la función de PUI, por lo que estos aparecen en el cuadro con el color gris.

En el cuadro también se observa que en los países que tienen el mecanismo de PUI, las SCB y SF no son contrapartes aceptadas. Para el caso del préstamo intradía Colombia, México, Canadá e Inglaterra permiten el acceso de estas entidades; en los tres últimos países, con la condición de que las entidades pertenezcan a los Sistemas de Pago de Alto Valor (SPAV)⁸⁹. En la mayoría de los países, estas entidades no son aceptadas como contraparte en la

⁸⁷Las trust companies son las entidades a las que se les permite realizar contratos fiduciarios (fiducia mercantil y encargo fiduciario). Estas se constituyen, según la estructura y el marco legal del país, como filiales de los bancos, como entidades independientes, o bien el negocio fiduciario hace parte del portafolio de servicios que puede ofrecer el mismo banco.

⁸⁸La función de PUI dentro de los países de la muestra se entiende como los préstamos de emergencia (ELA por sus siglas en inglés).

⁸⁹Cabe recordar que en Colombia tienen acceso al préstamo intradía aquellas entidades que son ACO (Agentes Colocadoras de OMA).

Cuadro 8: Contrapartes por Tipo de Instrumento

Países	OMA	Ventanilla	PUI	Intradía (Sistema de Pagos)
Colombia				
Brasil				
México				
Perú				
Chile				
EE.UU.				
Canadá				
UE				
Inglaterra				
Australia				
Nueva Zelanda				

	Acceso a las SCB ó SF
	Acceso a las SCB ó SF cuando son <i>Primary Dealers</i>
	No acceso
	Acceso si pertenecen al SPAV
	N/A

Fuente: Sitios web bancos centrales.

ventanilla, salvo Colombia, Nueva Zelanda, Brasil y Canadá. En esos países, su participación está sujeta a características especiales, tales como ser creador de mercado, pertenecer al SPAV o cumplir los requisitos impuestos por el BC.

En general, en las OMA las SCB y SF no participan como contrapartes en las operaciones con los BC. En algunos casos, los BC las aceptan bajo un esquema de creadores de mercado como compensación a su actividad⁹⁰ y en otros casos, como en Australia, Inglaterra y Nueva Zelanda, las SCB y SF son elegibles como contrapartes del BC pero en la práctica, solo las SCB australianas realizan operaciones con éste. En este sentido, el esquema colombiano difiere del de los otros países analizados pues estas entidades tienen acceso y participan en las diferentes operaciones del BC, cuando cumplen con los requisitos trimestrales para ser ACO (Agente Colocador de OMA)⁹¹.

Los países que no permiten acceder a las SCB a las facilidades de liquidez del BC, pero que admiten a los establecimientos de crédito (EC), lo hacen basados en la premisa que éstas y el resto de entidades pueden acceder a la liquidez a través de dichos establecimientos. Lo anterior responde a diferentes razones como que los EC representan un menor riesgo de contraparte por tener mayor supervisión y estar en negocios menos volátiles comparativamente; o que las SCB generalmente están afiliadas a EC y de esta manera tienen acceso indirecto⁹²; o porque por mandato legal no se permite que estas entidades accedan a ciertas facilidades del BC, como es el caso de Chile.

Finalmente, es importante anotar que la mayoría de los países de la muestra, a excepción de Chile y la Unión

⁹⁰Tomado del *Financial Assessment Program* del Fondo Monetario Internacional.

⁹¹Los requisitos para ser ACO se encuentran en la Circular Reglamentaria Externa DODM-142 del 13 de octubre de 2009.

⁹²De forma indirecta las SCB pueden acceder al préstamo intradía a través de dos mecanismos: el primero, mediante el cual la SCB accede a la facilidad previa autorización de un EC que la respalda, y el segundo, en el cual el EC accede a la facilidad a solicitud de la SCB. Un ejemplo del primer caso es México, y del segundo, Brasil y Perú.

Europea, tienen discreción para aceptar como contrapartes a las SCB durante tiempos de crisis, no obstante solo Canadá⁹³ amplió la lista de contrapartes para operaciones de expansión durante la crisis de 2008. Cabe destacar que en Estados Unidos, se crearon facilidades adicionales con el fin de proveer liquidez a este tipo de entidades⁹⁴. No obstante, en 2010 el *Dodd-Frank Act* estableció que la creación de dichas facilidades debe contar con previa autorización del tesoro de los EE.UU. y debe ser para propósitos de proveer liquidez al sistema financiero y no de ayudar a una compañía financiera con problemas.

Tendencias en regulación después de la crisis

Como se mencionó en la sección anterior, en Estados Unidos el negocio de un BD debe estar completamente separado del de los IA. Estos últimos basan su negocio en comisiones sobre el portafolio administrado, y no pueden actuar en cuenta propia a menos que hagan el respectivo aviso a sus clientes. Por su parte, los BD no reciben comisiones por la administración de recursos sino que basan su negocio en las comisiones por las transacciones realizadas. Antes de la crisis, los BD realizaban negociaciones por cuenta propia no solo con propósitos de distribución sino como inversión para la empresa.

Con el fin de limitar el tamaño y alcance de los riesgos asumidos por el sector bancario que fueron causa de la crisis del 2008, el Gobierno de los Estados Unidos, dentro del *Dodd-Frank Act*, se encuentra implementando la Regla *Volcker* en los bancos y sus afiliados. Esta regla prohíbe la inversión en fondos de cobertura o en fondos de capital privado para su propio beneficio y además prohíbe la negociación por cuenta propia que no esté relacionada con el servicio a los clientes⁹⁵. La regla ya fue aprobada y antes de la entrada en vigencia en la fecha preliminar (julio de 2014), algunos BD ya han comenzado a desmontar las operaciones por cuenta propia que realizaban. De manera que los BD solo realizan negociaciones por cuenta propia con fines de distribución y creación de mercado.

Esta tendencia también se ha observado en Europa, donde se han presentado propuestas por parte de un grupo liderado por el Gobernador de Banco de Finlandia para forzar a grandes prestamistas a separar actividades de posición propia, préstamos no garantizados a fondos de cobertura e inversiones de capital privado. Adicionalmente, el *Dodd-Frank Act* asignó a la SEC (*Securities and Exchange Commission*) para realizar un estudio sobre la efectividad de los estándares legales y regulatorios respecto a los BD e IA. El estudio técnico publicado en enero de 2011 recomienda que la SEC extienda el deber fiduciario que actualmente aplica a los IA hacia los BD, con el fin de armonizar la regulación en beneficio de los inversionistas.

Al respecto, en Colombia no se han tomado medidas relacionadas con la posición propia de las SCB. No obstante, el marco de autorregulación de valores considera el deber de administración de conflictos de interés y estipula la existencia de mecanismos, reglas y procedimientos para la administración de éstos. Cabe anotar que dada la distribución de funciones existente, las SCB y las SF tienen una regulación armonizada en cuanto a la administración de carteras colectivas.

⁹³ Además de los creadores de mercado, en las operaciones repo a más largo plazo, se aceptaron a los participantes del SPAV.

⁹⁴ *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)* y *Transitional Credit Extensions*.

⁹⁵ Pone límites específicos a la función de creador de mercado.

Conclusiones

Las SCB colombianas tienen una estructura por funciones similar a las de sus pares en América Latina, por cuanto éstas se encuentran facultadas para realizar actividades de intermediación de valores, administración de portafolios de terceros y operaciones en posición propia. La conjunción de estas tres actividades genera desafíos para la administración de conflictos de interés.

En los países desarrollados analizados, las funciones de intermediación de valores y administración de portafolios de terceros se encuentran separadas. En particular, en EE.UU. la facultad de transar por cuenta propia se ha venido restringiendo con el fin de limitar el tamaño y el alcance de los riesgos asumidos por el sector financiero. Esta tendencia también se ha observado en Europa.

En Colombia no se han tomado medidas para limitar la posición propia de las SCB. En cuanto a los conflictos de interés, éstos tratan de ser mitigados por los marcos de regulación y autorregulación propuestos por la SFC y el AMV.

De otra parte, las SF se asemejan a los IA, debido a que manejan recursos de terceros, proveen asesoría financiera y buscan el beneficio de sus clientes y no realizan actividades de intermediación. En comparación con los países desarrollados, el resto de funciones de las SF se asemejan a los trusts.

En cuanto al acceso de las SCB y las SF al BC, el esquema colombiano difiere de los otros países analizados. A diferencia de Colombia, en la mayoría de los países estas entidades no son aceptadas y los que las aceptan, lo hacen bajo un esquema de creadores de mercado. En otros casos, de acuerdo a la regulación, éstas son elegibles pero en la práctica ninguna realiza operaciones con el BC.

Referencias

- Programa de capacitación en análisis financiero sociedades fiduciarias de FOGAFIN
- Guía de control a fiducias de la Auditoría General de la República
- Cartilla fiduciaria de ASOFIDUCIARIAS.
- Guía del Mercado de Valores de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia)
- Páginas de los bancos centrales y superintendencias.
- Regulation of Investment Advisers. U.S. Securities and Exchange Commission, 2012.
- Study on Investment Advisers and Broker-Dealers. U.S. Securities and Exchange Commission, 2011.
- Guidance for Efficient Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries. Emerging Markets Committee of the IOSCO, 2010
- Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets. Emerging Markets Committee of the IOSCO, 2012.

Recuadro 2: Mercado de ETF: Riesgos, Preocupaciones y Mercado Local

Los Exchange Traded Funds (ETF) son fondos de inversión que buscan replicar un índice de referencia y se cotizan en el mercado secundario. El mercado de este tipo de fondos, que ha existido desde la década de los 90, ha crecido considerablemente en los últimos años debido a las bondades que ofrecen en cuanto a costos, facilidad de negociación, diversificación y rentabilidad. Es de resaltar, que dicho crecimiento se ha dado en un contexto donde el apetito por riesgo ha caído luego de la crisis financiera global del 2008.

En la búsqueda por mayores rendimientos, el crecimiento del mercado de ETF ha venido acompañado de innovación financiera con respecto a las características y estructura de los mismos, con lo cual se ha afectado la transparencia de este mercado, su estructura se ha vuelto más compleja y se han incrementado los riesgos. Lo anterior ha llamado la atención de algunas autoridades regulatorias a nivel global debido a las posibles implicaciones que estos cambios pueden generar sobre la estabilidad financiera. En consecuencia, se han presentado una serie de recomendaciones que pretenden motivar a los agentes participantes del mercado de ETF a mitigar los riesgos asociados a estos instrumentos, propiciar una mayor transparencia y desarrollar un real entendimiento de la estructura de éstos.

Este recuadro tiene como objetivo presentar una descripción de la estructura de los ETF, sus riesgos y las preocupaciones que han generado en los reguladores. Adicionalmente, se presenta una breve descripción del mercado y la regulación de los ETF en Colombia.

Descripción

Los ETF son fondos de inversión colectiva abiertos, que replican un índice de referencia⁹⁶ con el fin de brindar a los inversionistas una rentabilidad similar a la de dicho índice. Los ETF se pueden cotizar, negociar y liquidar en bolsa, de la misma forma en que se transan las acciones. Las participaciones se denominan unidades de creación (UC) y generalmente se componen de una gran cantidad de acciones del ETF (25000 o 50000 usualmente).

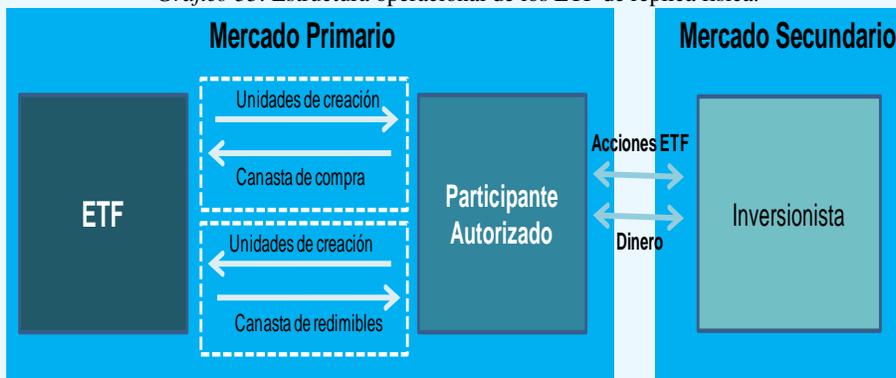
La estructura de los ETF contempla al gestor, el participante autorizado, y a los inversionistas. El gestor del ETF es quien administra el portafolio de acuerdo a las políticas definidas, y generalmente se trata de compañías administradoras de portafolio o grandes bancos. Por su parte, el participante autorizado o creador de mercado (market-maker) es quien puede solicitar la emisión y redención de las unidades del ETF, y asegurar la posibilidad de transar el ETF en todo momento. El ETF debe designar los participantes autorizados, que por lo general son brokers-dealers. Los inversionistas acceden a los ETF mediante el mercado secundario (mercado de valores).

Los participantes en la estructura del ETF interactúan dependiendo del método que se utilice para replicar el índice de referencia: i) réplica física o ii) réplica sintética. La réplica física consiste en agregar títulos que hacen parte del índice que se quiere replicar, dentro del portafolio del ETF. Para ello, los gestores del ETF pueden adquirir todos los títulos que hacen parte del índice, o pueden hacer la replicación con un subconjunto o muestra significativa de dichos títulos (*Gráfico 55*). Para adquirir las UC, el participante autorizado entrega los títulos que componen el índice de referencia o parte de los mismos al gestor del ETF y viceversa para su redención⁹⁷.

⁹⁶ Índices de renta variable, renta fija, divisas, materias primas, etc.

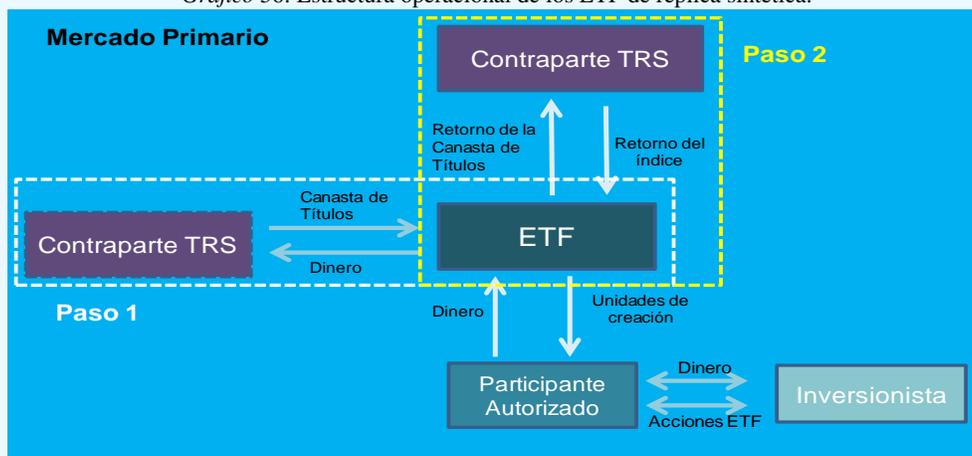
⁹⁷ Vale la pena destacar que la habilidad de los participantes autorizados de comprar o redimir las UC a un precio determinado constituye una oportunidad de arbitraje que mantiene el precio de mercado de los ETF cerca al valor de las acciones del ETF. La actividad de arbitraje

Gráfico 55: Estructura operacional de los ETF de réplica física.



Por su parte, la réplica sintética se caracteriza por utilizar derivados en lugar de los títulos. El derivado comúnmente utilizado para realizar replicación sintética es el total return swap (TRS). En los TRS, las partes intercambian el rendimiento total de un activo o un conjunto de activos, por unos flujos periódicos, como por ejemplo, pagos atados a la LIBOR. Para esto, un participante autorizado utiliza dinero en lugar de un portafolio de activos para comprar una UC. El ETF entrega el dinero a su contraparte en el TRS y recibe a cambio una canasta de títulos la cual no necesariamente es la misma canasta que compone el índice de referencia del ETF. Durante la vigencia del contrato, el ETF deberá pagar a su contraparte el retorno de los títulos a cambio del rendimiento del índice de referencia que se quiere replicar (Gráfico 56). Si durante la duración del contrato se presenta un incumplimiento por parte la contraparte en el TRS, el ETF puede disponer de la canasta de títulos que recibió para recomponer su portafolio. No obstante, vale la pena destacar que de acuerdo con las condiciones del contrato, el ETF puede tener la propiedad directa sobre los títulos (los tiene bajo su custodia), o puede tener un derecho sobre éstos; esto último incrementa el riesgo de la operación ya que no puede acceder directamente a los títulos ante un incumplimiento.

Gráfico 56: Estructura operacional de los ETF de réplica sintética.

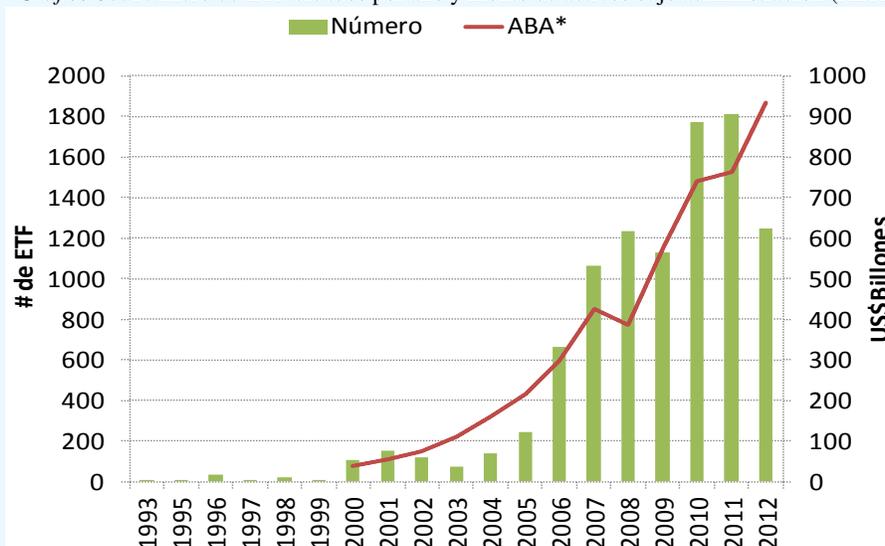


de los ETF es facilitada por la transparencia del ETF, en la medida en que cada día el ETF debe publicar los activos que conforman el portafolio.

Adicionalmente, los ETF se pueden clasificar como de administración pasiva o activa. La administración pasiva tiene como objetivo replicar de cerca el rendimiento del índice de referencia por lo que los riesgos financieros en los que incurre son los mismos que los del índice. Por su parte, la administración activa tiene como objetivo generar excesos de retorno sobre el índice de referencia. Para ello, el administrador del portafolio debe tomar un riesgo adicional al del índice, por ejemplo tomando posiciones largas o cortas en los activos, o apalancándose. Los ETF apalancados tienen como objetivo brindar a los inversionistas un retorno que es un múltiplo del retorno del índice que replica el ETF. Dicho múltiplo del retorno puede ser positivo (ETF apalancado) o negativo (ETF inversamente apalancado). Para esto utilizan, además de los títulos que componen el índice, derivados sobre el índice y los títulos que lo componen.

En 1993 fue el lanzamiento del primer ETF en Estados Unidos y durante los 90's el crecimiento de estos productos fue limitado. Sin embargo, desde comienzos del 2005, los ETF han presentado un crecimiento importante a nivel global que se ha dado tanto en el número de instrumentos como en el monto de activos bajo administración (Gráfico 3).

Gráfico 57: Número de ETF creados por año y monto de activos bajo administración (ABA)



Fuente: Bloomberg y BlackRock. *Activos bajo administración; la serie no cuenta con datos de Medio Oriente, Latinoamérica y África.

Adicionalmente, el crecimiento de estos instrumentos ha estado acompañado de una diversificación de los productos que se ofrecen y del número de proveedores, lo que ha motivado una mayor competencia y acceso a los mercados. Actualmente existen alrededor de 5000 ETF de 250 proveedores en todo el mundo que corresponden a cerca de US\$1871 billones en activos bajo administración y representan, según el FSB⁹⁸, cerca de 5% de los activos de los fondos mutuos y el 2% de la capitalización bursátil mundial.

⁹⁸Ver FSB (2011). Potencial financial stability issues arising from recent trends in ETFs.

Riesgos y conflictos de interés

Es claro que los riesgos financieros de los ETF se derivan de los riesgos de los activos que replican. Así, el riesgo de crédito de los emisores que conforman el portafolio o el riesgo de mercado de los instrumentos, afectarán el desempeño del portafolio de referencia y por tanto del ETF. Adicionalmente, este último se podría ver afectado en mayor o menor medida por el índice de réplica, por ejemplo uno compuesto por activos ilíquidos de mercados emergentes, por el método de réplica o por el uso de estrategias de manejo activo. Los principales riesgos que presentan estos instrumentos son:

- **Riesgo de réplica:** Este riesgo se presenta cuando el ETF se replica de forma física y dicha replicación no es equivalente al índice de referencia. Lo anterior posiblemente como consecuencia de los costos de transacción o del uso de un subconjunto de los títulos en dicha réplica.
- **Riesgo de liquidez:** Los ETF, como cualquier otro activo negociable, están expuestos a un riesgo de liquidez. Aunque los ETF cuentan con participantes autorizados que deben dar precios a los clientes, es posible que dicha capacidad se vea limitada en eventos de liquidaciones masivas de los títulos que componen el ETF en condiciones de baja liquidez. Por lo tanto, existe la posibilidad de un “corrida” de ETF⁹⁹ en donde, si la liquidación se hace en efectivo de manera que hay que vender los títulos que componen el ETF, se pueden generar grandes desvalorizaciones en los activos, con consecuencias sistémicas.
- **Riesgo en estrategias de manejo activo y apalancamiento:** Una práctica utilizada por los ETF que utilizan estrategias de manejo activo es el préstamo de títulos¹⁰⁰. Los ETF que recurren al préstamo de títulos para incrementar sus rendimientos se exponen a los riesgos típicos de estas operaciones, que se refieren principalmente al riesgo de contraparte y de colateral. Si la contraparte falla, el ETF se verá obligado a conseguir los títulos que originalmente prestó. Para ello debe liquidar el colateral que recibió en la operación, y con esos recursos adquirir los mencionados títulos, exponiéndose así al riesgo de que los recursos resulten insuficientes para adquirir los títulos, o que en condiciones adversas de liquidez no lo pueda hacer de manera oportuna. En este tipo de operaciones puede ser utilizado dinero como colateral por lo que es importante definir los lineamientos de inversión con el fin de acotar los riesgos asociados a este mecanismo. Adicionalmente, cuando se presenta un incumplimiento se incurre en un riesgo legal asociado al proceso de disponer efectivamente del colateral recibido.

En cuanto al apalancamiento, este presenta el riesgo en el cual las pérdidas pueden llegar a ser mayores a la inversión inicial dependiendo del grado de apalancamiento. Este riesgo se manifiesta en los ETF apalancados, inversamente apalancados o la combinación de éstos.

- **Riesgo de contraparte:** Un ETF que utiliza replica sintética incurre en un riesgo de contraparte, debido a la posibilidad de que ésta incumpla los TRS. Aunque como se mencionó anteriormente, el ETF recibe una canasta de títulos de su contraparte en el TRS, dicha canasta está expuesta a un riesgo de mercado y de crédito, por lo que ante un incumplimiento de la contraparte, los títulos podrían no ser suficientes para cubrir

⁹⁹El 6 de mayo de 2010, el Dow Jones cayó 1000 puntos en 20 minutos luego de que el VIX registrara un incremento de 22,5% respecto a su apertura. Como resultado, 21.000 transacciones fueron canceladas de las cuales el 68% correspondían a negociaciones con ETF.

¹⁰⁰En una transacción de préstamo de títulos (como acciones o bonos), éstos son temporalmente transferidos entre el prestamista y el deudor. Este último, que generalmente es una institución financiera, entrega un colateral a cambio del préstamo y paga una comisión, mientras el prestamista retiene los beneficios asociados a la propiedad de los valores prestados (por ejemplo, retornos o dividendos). Al término de la operación, el deudor entrega los títulos y el prestamista el colateral.

las pérdidas. Adicionalmente, en los TRS es común que la contraparte del ETF en esta operación pertenezca al mismo grupo financiero, generando posibles conflictos de interés, lo que puede incrementar el efecto de un incumplimiento en condiciones de baja liquidez. Lo anterior, debido a que el TRS puede ser utilizado por el grupo financiero como un instrumento de financiación a bajo costo, que sirve para financiar títulos de baja calidad y/o liquidez¹⁰¹ que difícilmente pueden negociarse bajo condiciones adversas. Finalmente, al igual que en las operaciones de préstamos de títulos, existe el riesgo legal que dificulta la disposición del colateral recibido.

Preocupaciones respecto al mercado de ETF

A partir de junio de 2009, un conjunto de instituciones regulatorias ha publicado documentos en los que se precisan alertas respecto al funcionamiento y riesgos de los ETF (ver *Cuadro 9*). Se destacan los documentos del Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) en abril del 2011 y del Comité de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que alertan sobre las potenciales implicaciones de los ETF sobre la estabilidad financiera.

Cuadro 9: Documentos en torno a preocupaciones respecto a los ETF por parte de autoridades

Riesgos Potenciales de los ETF	<ul style="list-style-type: none"> - Bank of England (Jun 2010). Financial Stability Report. - BIS (Abr 2011). Market Structures and systemic risks of exchange-traded funds. - FSB (Abr 2011). Potential financial stability issues arising from recent trends in ETFs. - IMF (Abr 2011). Global Financial Stability Report - ESMA (Jul 2011). ESMA policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS. - Kauffman al Senado de EEUU (Oct 2011). ETFs and the Present Danger to Capital Formation. - CNMV (Oct 2011). Boletín de la CNMV. - Bundesbank (Nov 2011). Financial System Review. - ESMA (Ene 2012). ESMA guidelines on ETF and other UCITS issues.
Complejidad de los ETF	<ul style="list-style-type: none"> - FSA (Mar 2011). Retail Conduct Risk Outlook. - Reserve Bank of Australia (Mar 2011). Exchange Traded Funds. - Bank of England (Jun 2011). Financial Stability Report. - ECB (Jun 2011). Financial System Review.
ETF Sintéticos	<ul style="list-style-type: none"> - SEC (Mar 2010). SEC Staff Evaluating the Use of Derivatives by Funds. - SFC (Nov 2010). New measures to raise investors awareness of synthetic ETFs - Bank of Finland (Dic 2011). Financial Market Report.
ETF Apalancados	<ul style="list-style-type: none"> - SEC (Jun 2009). Regulatory Notice. - SEC & FINRA (Ago 2009). Regulatory Notice.

Este conjunto de documentos presentaron preocupaciones respecto al rápido crecimiento¹⁰² de los ETF, que ha

¹⁰¹La financiación se da porque la contraparte del TRS recibe efectivo del ETF y a cambio entrega una canasta de títulos. Al no existir lineamientos sobre su composición, la contraparte del ETF tiene el incentivo a entregar títulos que no sean fácilmente financiados en el mercado repo.

¹⁰²Adicionalmente, una serie de bancos centrales han venido alertando sobre este fuerte crecimiento de los ETF, entre ellos el People Bank

llevado a que tomen una mayor importancia en los mercados financieros globales, y a los potenciales riesgos inherentes a las actividades de éstos. Adicionalmente, hicieron un llamado de atención a las autoridades y participantes del mercado respecto a la promoción de un mercado transparente y al desarrollo de cambios regulatorios para este tipo de instrumentos con el fin de mitigar, controlar y entender dichos riesgos potenciales. En el Cuadro 10 se presenta un resumen de las principales preocupaciones y recomendaciones elaboradas en dichos documentos.

Cuadro 10: Preocupaciones y recomendaciones de las autoridades regulatorias respecto mercado de ETF.

Preocupaciones	Respecto a	Recomendaciones y acciones
Generales	<ul style="list-style-type: none"> • Transparencia frente a inversionistas inexpertos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Claridad con los inversionistas respecto al mercado de ETF y su funcionamiento. Adicionalmente aclarar sus derechos y deberes. Lo anterior mediante una asesoría que cumpla con todas las normas de ética y un prospecto de emisión detallado. • Clasificar y hacer explícito el tipo de ETF y su estructura de operación con el fin de que sea más sencillo para el inversionista identificar su inversión y los riesgos que está asumiendo.
	<ul style="list-style-type: none"> • Complejidad de nuevos derivados e instrumentos asociados a los ETF. 	<ul style="list-style-type: none"> • Generar mecanismos de supervisión adecuados para los ETF con estructura compleja.
	<ul style="list-style-type: none"> • Tasas de crecimiento. 	<ul style="list-style-type: none"> • Controles respecto a la venta y compra de títulos en momentos de baja liquidez o estrés de los mercados.
	<ul style="list-style-type: none"> • Estabilidad Financiera. 	
	<ul style="list-style-type: none"> • Evasión de la regulación entre jurisdicciones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Coordinación de los entes reguladores entre jurisdicciones.
ETF de réplica sintética	<ul style="list-style-type: none"> • Transparencia y estructura de los mecanismos de réplica sintética. 	<ul style="list-style-type: none"> • Transparencia e información sobre el mecanismo de réplica mediante los prospectos de emisión y reportes anuales.
	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de contraparte. 	<ul style="list-style-type: none"> • Identificación de las partes del TRS y del riesgo de contraparte.
	<ul style="list-style-type: none"> • Uso de colaterales poco líquidos dentro de los TRS. 	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer una política de colaterales en donde se cumplan los estándares de diversificación y las condiciones adecuadas para la devolución de activos. • Establecer una política clara de haircuts para cada activo recibido como colateral.
ETF Apalancados	<ul style="list-style-type: none"> • Falta de claridad respecto a las políticas y funcionamiento frente a la liquidación de los rendimientos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Incremento en los requerimientos de márgenes iniciales, según grado de apalancamiento.
	<ul style="list-style-type: none"> • Los incentivos de apalancamiento cuando el mercado presenta bajas tasas de interés. 	<ul style="list-style-type: none"> • Controles sobre el grado total de apalancamiento en los mercados de ETF.
	<ul style="list-style-type: none"> • La especulación inherente a esta estructura. 	<ul style="list-style-type: none"> • Revelar la política de apalancamiento y los riesgos asociados a la misma mediante el prospecto.
ETF de commodities	<ul style="list-style-type: none"> • Distorsiones y volatilidad en el precio de los activos que replican. 	<ul style="list-style-type: none"> • No existen recomendaciones.
	<ul style="list-style-type: none"> • Falta de diversificación. 	
ETF administrados activamente	<ul style="list-style-type: none"> • Políticas de inversión y administración de activos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer las políticas de inversión en un prospecto y especificar la intención de llevar a cabo una administración activa del ETF.
Préstamo de títulos	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivos al préstamo de títulos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer el objetivo que se pretende alcanzar al momento de llevar a cabo el préstamo de títulos. • Promover transparencia respecto a las comisiones cobradas por los préstamos de los títulos. • Establecer políticas de administración del riesgo de crédito asociado al préstamo de los títulos. • Reinversión del total de utilidades obtenidas por esta actividad en el ETF.

Fuente: Documentos Cuadro 9.

of China, Czech National Bank, Bank of Israel, Bank of Canadá, entre otros.

En respuesta a las preocupaciones presentadas, algunos participantes han presentado una serie de documentos que recogen los elementos propuestos por las diferentes autoridades regulatorias y han presentado sus opiniones y en algunos casos sus propias propuestas. Particularmente, uno de los principales gestores de ETF a nivel mundial (BlackRock), presentó un documento en el que recomendó cambios en algunas de las medidas regulatorias, principalmente en materia de transparencia, protección al inversionista y crecimiento sostenido en el mercado de ETFs. Adicionalmente, reconoció que se debían generar mecanismos adicionales de información e hicieron un llamado de atención a las autoridades con el fin de discutir un marco normativo con los participantes del mercado y así generar una regulación consistente y eficiente.

Colombia

En Colombia, los ETF se denominan “fondos bursátiles” y se encuentran definidos en el Decreto 2555 de 2010 como “aquellas carteras colectivas cuyo objeto consista en replicar o seguir un índice nacional o internacional, mediante la constitución de un portafolio integrado por algunos o todos los activos que hagan parte de la canasta que conforma dicho índice.” El Decreto indica que el portafolio también podrá estar conformado por derivados estandarizados cuyos subyacentes hagan parte de la canasta que conforma el índice. Por lo anterior, en la actualidad los fondos bursátiles (ETF) en Colombia no pueden estar conformados por derivados no estandarizados, por lo que, se limita la capacidad para realizar replicación sintética.

Estos instrumentos pueden ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión. La sociedad administradora es responsable de invertir los recursos de acuerdo a la política de inversión y gestionar los riesgos del portafolio, entre otros.

Los ETF deben tener un reglamento en el cual se identifica el ETF, se indica el índice objeto de réplica, se define la política de inversión y los factores de riesgo, el mecanismo para la constitución y redención de las unidades del ETF, relación de gastos y mecanismos de revelación de información, entre otros. Por su parte, el prospecto es un documento que se debe utilizar para la comercialización del ETF, para lo cual se debe dar a conocer antes de la vinculación de un cliente, dejando constancia del recibo de la copia escrita del mismo y la aceptación y entendimiento de la información allí consignada.

El mercado de ETF en Colombia es pequeño si se compara con el número de ETF que transan dentro del mercado de valores de otros países de la región o emergentes. En Colombia únicamente opera el “*iShares COLCAP*”, un ETF que trata de obtener resultados de inversión que correspondan al retorno, antes de comisiones y costos, del índice COLCAP¹⁰³.

En cuanto a las inversiones de agentes locales en ETF (locales y globales), los fondos de pensiones y cesantías, las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades fiduciarias cuentan con un 12,1 %, 0,6 % y 0,2 % de participa-

¹⁰³ A nivel mundial se encuentran listados en Estados Unidos y otras bolsas del mundo (Alemania y México) el Global X FTSE Colombia 20 ETF el cual replica el índice FTSE Colombia 20 (este índice refleja el comportamiento de las 20 acciones más líquidas del mercado colombiano de acuerdo a un promedio diario de las transacciones registradas en 6 meses) y el Market Vectors Colombia ETF que replica el índice Market Vectors Colombia (este índice refleja el comportamiento de las acciones que representan el 50 % de los ingresos del mercado). Estos dos índices permiten a los inversionistas extranjeros incluir dentro de sus portafolios los rendimientos del mercado accionario colombiano.

ción de los ETF (\$17 b) dentro del total de su portafolio (\$212 billones), respectivamente¹⁰⁴. Estas inversiones se concentran principalmente en ETF registrados en Estados Unidos (97,2%).

¹⁰⁴Recientemente, se dio aval a la entrada de inversiones en activos de renta variable por parte del Fondo de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET) mediante la expedición del decreto 1861 del 6 de septiembre de 2012 en el que se establece que dicho fondo podrá invertir hasta el 5% de sus recursos en activos de renta variable. Particularmente, las inversiones locales se deben llevar a cabo mediante el ETF “iShares COLCAP”.