

**BANCO DE LA REPUBLICA**  
*SUBGERENCIA MONETARIA Y DE RESERVAS*  
*DEPARTAMENTO DE OPERACIONES Y*  
*DESARROLLO DE MERCADOS*



***REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS\****

**Bogotá D.C., Septiembre de 2009**

*Nota: Este es un documento de trabajo informativo. Su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.*

---

\* Documento elaborado por Karen Leiton, Camilo Hernández y Lina Patiño y revisado por Sandra Benitez y José Eduardo Gómez.

## INTRODUCCIÓN

Esta es la segunda versión del Reporte de Mercados Financieros, el cual hace una descripción de la dinámica de estos a nivel local, realizando comparaciones internacionales. El documento analiza y evalúa los mercados cambiario, monetario, renta fija y accionario.

El análisis se centra en el período comprendido entre marzo y junio de 2009, meses en los que se presentó continuidad en el comportamiento favorable de los mercados financieros, tanto a nivel local como externo, ante la menor percepción de riesgo, reflejada en la menor volatilidad, luego de haber registrado máximos históricos en el segundo semestre de 2008. En el caso específico de la región<sup>1</sup>, se observó en la mayoría de los casos, una reducción en las primas de riesgo, valorización de activos locales y apreciación de las monedas. Por su parte, los mercados financieros colombianos presentaron un comportamiento acorde con la evolución de los países de la región, en línea con las mejores condiciones a nivel internacional.

A lo largo del segundo trimestre de 2009, los bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron las tasas de interés en niveles bajos, y en la mayoría de economías emergentes dieron continuidad a políticas monetarias expansivas mediante recortes en las tasas de interés de referencia.

En la primera sección se hace un breve recuento de los principales factores que determinaron la evolución del dólar frente a otras economías desarrolladas, haciendo referencia a las condiciones de liquidez en el mercado de crédito y la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En las siguientes secciones, se analiza el desempeño de los mercados cambiario, monetario, deuda pública y accionario de la región, haciendo énfasis en la evolución de los mercados locales colombianos.

---

<sup>1</sup> Los países de la región analizados son Brasil, México, Chile y Perú.

## **RESUMEN EJECUTIVO**

### **MERCADO CAMBIARIO**

Entre marzo y junio de 2009 las monedas de la región presentaron un comportamiento revaluacionista asociado a la disminución de la aversión al riesgo y al incremento de los precios de los productos básicos (*commodities*).

En lo corrido del año (hasta el 30 de junio) la revaluación del peso colombiano ascendía a 5%, similar a las registradas por las monedas de Perú y México (4% y 4%) e inferior a las de Brasil y Chile (16% y 16%). Sin embargo, durante el período analizado, la apreciación del peso colombiano (17%) fue más pronunciada que la de las monedas de México (15%), Chile (12%) y Perú (8%). Solamente la moneda de Brasil registró una apreciación mayor a la del peso colombiano (20%).

Además del contexto externo positivo, otro factor que ayuda a explicar el comportamiento del peso colombiano en el período analizado, es la expectativa de oferta de dólares proveniente de endeudamiento externo de algunas entidades públicas.

### **MERCADO MONETARIO**

Durante el período analizado, ante el comportamiento favorable de la inflación, los bancos centrales de Brasil, Chile, México, Perú y Colombia continuaron con una política monetaria contra-cíclica, llevando las tasas de interés de referencia a niveles cercanos al cero por ciento o negativos en términos reales.

En el caso colombiano, entre marzo y junio la Junta Directiva del Banco de la República dio continuidad al ciclo de política monetaria expansiva que inició en diciembre de 2008, realizando recortes sucesivos de la tasa de interés de referencia que sumaron 350 p.b., ubicándola en 4.5%. Esta reducción en la tasa de interés de política se tradujo en una disminución en las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero. Adicionalmente, el margen de intermediación presentó una disminución en el período analizado.

### **MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA**

Los mercados de deuda pública interna de los diferentes países de la región presentaron una evolución similar a la de Colombia registrando valorizaciones en los títulos, con excepción de Chile en donde se desvalorizaron. A nivel regional, esto puede ser explicado por la incorporación de recortes en las tasas de interés por parte de los bancos centrales, que durante el período analizado ejecutaron políticas monetarias expansionistas. A nivel internacional, la disminución en la aversión al riesgo contribuyó al incremento en el apetito por activos de mayor riesgo, incluyendo bonos de deuda interna de países emergentes, en detrimento de aquellos considerados activos refugio.

El período comprendido entre marzo y mayo de 2009 fue favorable para el mercado de deuda pública interna colombiano. El volumen transado fue superior al de otros períodos, y todas las tasas de los TES presentaron una disminución, aunque más pronunciada en las de corto plazo.

La valorización general de los TES se presentó a medida que los agentes del mercado incorporaron las sucesivas disminuciones en la tasa de referencia por parte del Banco de la República. La reducción de las tasas también estuvo asociada a los datos de inflación que se dieron a conocer en ese momento, los cuales se ubicaron por debajo de los esperados, y a la aprobación de una línea de financiamiento contingente por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Sin embargo, al final del período analizado, se presentaron algunos eventos que cambiaron el comportamiento positivo de los TES. Por una parte, se incorporaron expectativas de menores recortes en la tasa de política monetaria por parte de la JDBR. Por otro lado, el Gobierno anunció mayores emisiones de TES en el presente y próximo año para la financiación del déficit fiscal.

## **MERCADO ACCIONARIO**

A nivel regional las bolsas registraron importantes valorizaciones debido al mayor apetito por riesgo y al aumento en los precios de los productos básicos. Entre marzo y junio se destacan las valorizaciones del IGBVL de Perú (111.4%), el MEXBOL de México (58.1%) y el IBOV de Brasil (49.6%).

Por su parte, el índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) presentó un comportamiento favorable al aumentar aproximadamente 30% entre marzo y junio de 2009, al tiempo que el volumen diario de negociación superó niveles no observados desde octubre de 2008.

## 1. ENTORNO INTERNACIONAL

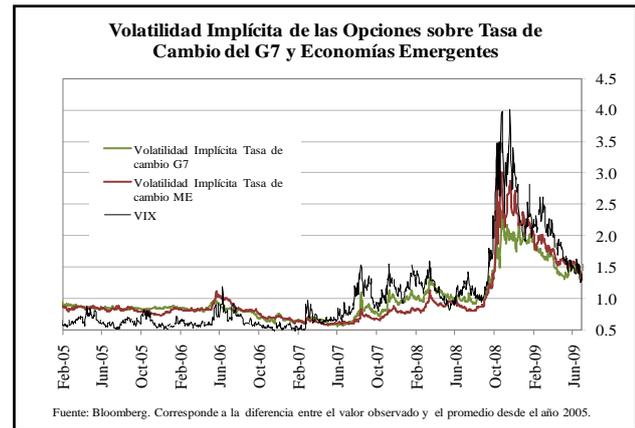
Como se mencionó en el informe anterior, la crisis financiera internacional alcanzó su estado más crítico luego de la quiebra de *Lehman Brothers* a mediados de septiembre de 2008. Las volatilidades de las principales monedas registraron niveles máximos en medio de un ambiente de gran incertidumbre (*Gráfico 1*). En esta coyuntura se registró una caída importante en la demanda de activos de países emergentes y una fuerte depreciación en las monedas de estos.

En el período analizado, la disminución de la volatilidad en los mercados cambiarios y de la aversión al riesgo, se ha presentado en medio de un mercado internacional que registra mejoras en los indicadores de liquidez. La mayor fluidez en los mercados de crédito se ha traducido en una disminución del *TED spread*<sup>2</sup>. A finales de junio este indicador se ubicó en 42 p.b., nivel que es similar al que presentaba antes de la crisis internacional (*Gráfico 2*).

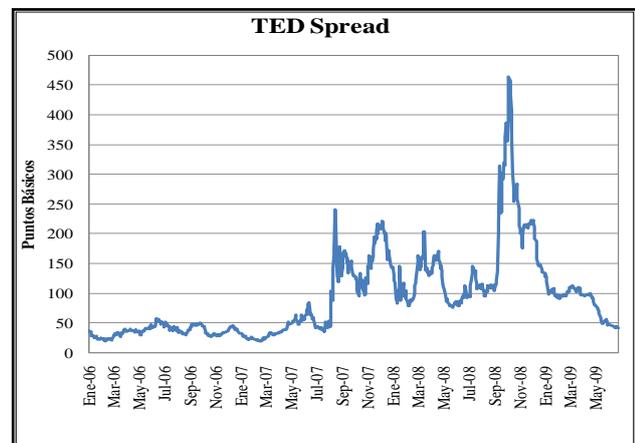
A lo largo de 2008, los bancos centrales de las principales economías realizaron ajustes en la política monetaria, recortando sus tasas de interés de referencia y ampliando sus líneas de crédito. Durante el primer semestre de 2009 estas economías dejaron sus tasas de interés de política en niveles mínimos históricos y mantuvieron los mecanismos de suministro de liquidez. Las tasas de referencia de la Reserva Federal (FED), el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BI), se ubicaban a finales de junio en 0% - 0,25%, 1,0% y 0,5% respectivamente (*Gráfico 3*).

Además de la disminución en los indicadores de riesgo, la normalización en las condiciones de liquidez en los mercados monetarios internacionales se ha visto reflejada en el comportamiento de las tasas de interés interbancarias a 1 día, que han seguido de cerca los recortes de las tasas de referencia de los bancos centrales (*Gráfico 4*). En el caso de EE.UU. y Reino Unido, las tasas del mercado monetario han estado levemente por encima de las tasas de política monetaria, en tanto que la tasa de la Eurozona se ha ubicado por debajo de la de referencia. A finales de junio esta última se ubicó en 0.39%, es decir 61 p.b. por debajo de la de referencia.

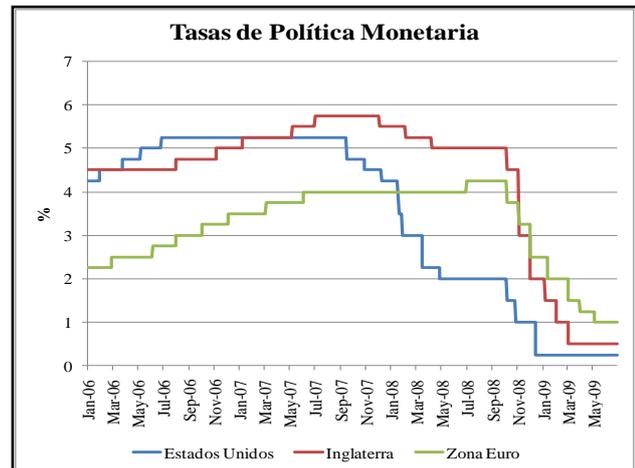
**Gráfico 1**



**Gráfico 2**



**Gráfico 3**



<sup>2</sup> El TED Spread corresponde a la diferencia entre la tasa de interés Libor a tres meses y el rendimiento de los *T-bills* al mismo plazo.

Durante el periodo analizado se presentó una apreciación del Euro y del Yen frente al Dólar americano. El Euro pasó de negociarse alrededor de US\$1,25/€ en febrero a transarse levemente por encima de US\$1,40/€ a finales de junio. Por su parte el Yen se ubicaba en ¥98/US\$ en febrero y en ¥96/US\$ a finales de junio.

Entre marzo y junio de 2009 se generaron percepciones de que lo peor de la crisis financiera habría pasado, que se vieron reflejadas en las

menores restricciones de crédito y liquidez en el mercado monetario de las principales economías mundiales. Lo anterior, propició una disminución de la volatilidad del Yen y el Euro (Gráfico 5, 6 y 7).

## 2. MERCADO CAMBIARIO

Entre marzo y junio de 2009, se presentó un comportamiento revaluacionista de las monedas a nivel regional, el cual estuvo asociado principalmente con la disminución de la aversión al riesgo y el incremento de los precios de los productos básicos.

El apetito por riesgo aumentó a medida que se publicaban cifras de la economía estadounidense tomadas como señales de que lo peor de la crisis ya había pasado. Durante el período analizado, el índice de aversión al riesgo VIX pasó de 46,4% a 26,4% (Gráfico 8).

La menor percepción de riesgo de las economías emergentes incentivó la compra de activos financieros de las mismas. Recientemente la estrategia de *carry-trade* (endeudarse en economías con tasas de interés bajas y realizar inversiones en economías con tasas altas) comenzó a ser un factor importante en la dinámica de los mercados cambiarios y monetarios de economías emergentes.

La apreciación de las monedas de la región se dio en medio de una menor volatilidad en los mercado cambiarios y de una disminución de las primas de

Gráfico 4

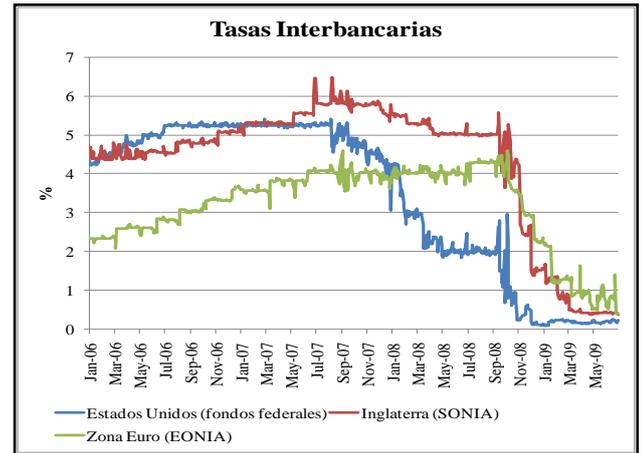


Gráfico 5

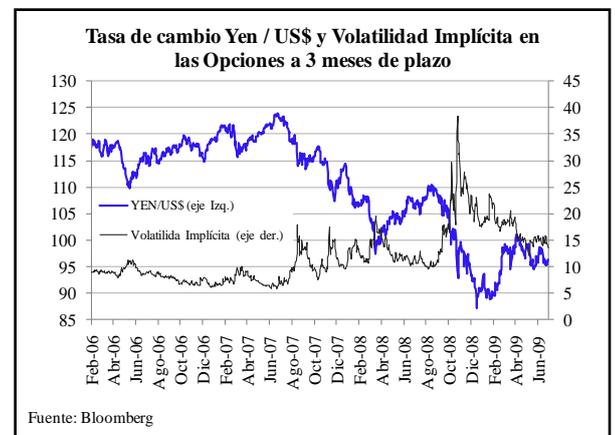
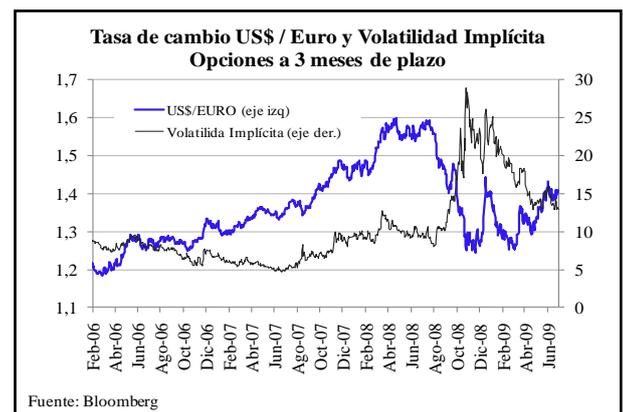


Gráfico 6



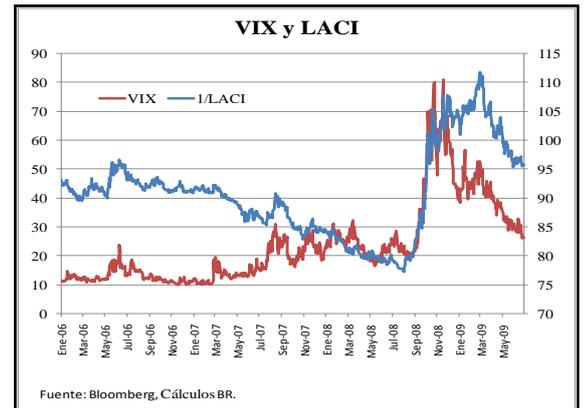
Gráfico 7



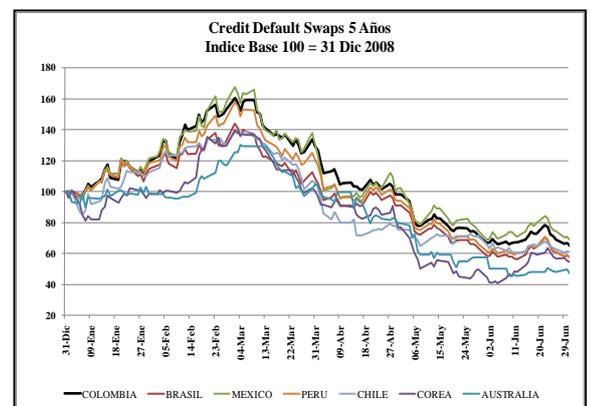
riesgo, medidas por el *spread* de los *Credit Default Swaps* (CDS) (*Gráfico 9*).

Los precios de los productos básicos registraron un comportamiento favorable durante el período analizado, luego de haber presentado una fuerte caída en el segundo semestre de 2008 y parte del primer trimestre de 2009. En particular, el precio del petróleo pasó de US\$45 por barril a US\$70 por barril durante este período. Como se observa en el *Gráfico 10*, el índice LACI<sup>3</sup> siguió el comportamiento del índice CRB<sup>4</sup>.

**Gráfico 8**



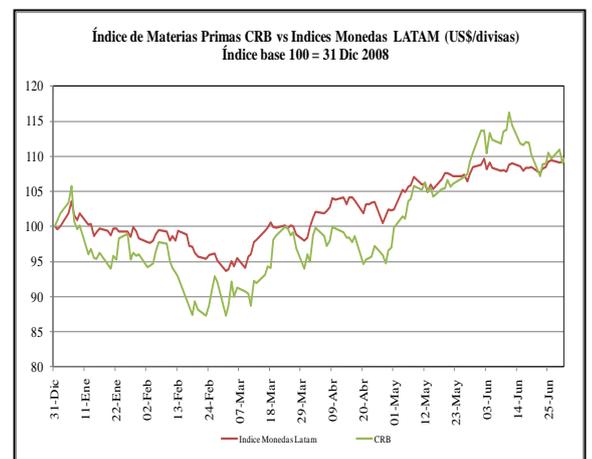
**Gráfico 9**



En los *Gráficos 11 y 12* se presentan las volatilidades de los mercados cambiarios de Brasil, México, Chile, Perú y Colombia<sup>5</sup>. En el primer gráfico se presentan las volatilidades de las monedas que registraron las mayores variaciones (Brasil y Colombia), y en el segundo la de las que presentan menor volatilidad (México, Chile y Perú). En ambas muestras de países es evidente la normalización de la volatilidad luego de los máximos niveles presentados en el segundo semestre de 2008.

Es importante señalar que durante el presente año el real brasileño ha sido la moneda más volátil, registrando la mayor volatilidad el 54% de los días dentro de los países analizados; le sigue el peso colombiano con una participación de 30% de los días. México se ubica en el tercer puesto y Chile en el cuarto. El país menos volátil es Perú. Hay que anotar que el peso colombiano fue la moneda más volátil a finales de abril, principios de mayo y la mayor parte de junio.

**Gráfico 10**



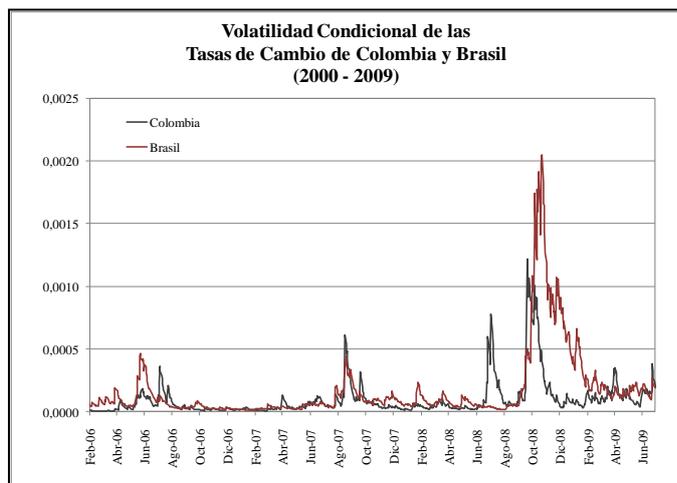
Respecto a la intervención cambiaria de los bancos centrales, en el *Cuadro 1* se observa que Brasil, Colombia y Perú compraron dólares durante el periodo analizado, mientras que México y Chile realizaron ventas netas.

<sup>3</sup> Índice creado por JP Morgan que recoge el comportamiento de las monedas de Latinoamérica. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa *spot* de las monedas de 6 países (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú). En este documento se habla de la evolución del cociente 1/LACI.

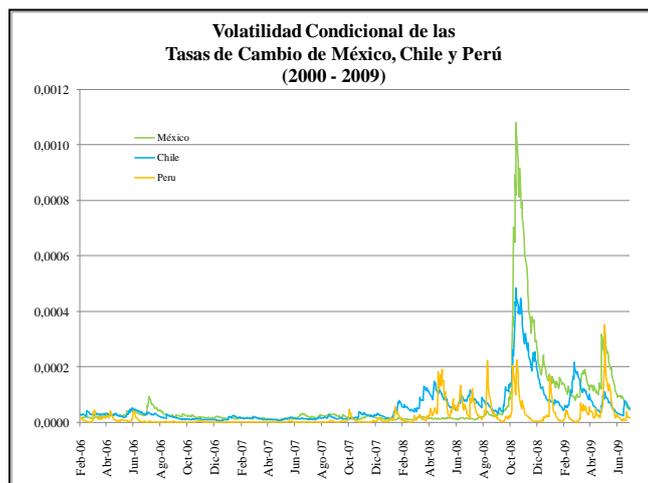
<sup>4</sup> Índice creado con el promedio aritmético de precios futuros de una canasta de materias primas.

<sup>5</sup> La volatilidad que se presenta en los gráficos 11 y 12 corresponde a la estimación de la volatilidad condicional de modelos GARCH(1,1).

**Gráfico 11**



**Gráfico 12**



**Cuadro 1  
Intervención Cambiaria 2009 (+compras – ventas)**

		Intervención en el Mercado Cambiario						Total
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Ene. - Junio
<b>Colombia</b>		-175	-194	179	0	0	180	-10
<b>Chile</b>	<b>BCCh*</b>	-15	0	0	0	-75	-875	-965
	<b>Gob.</b>	0	0	-150	-1,050	-950	-850	-3,000
<b>México**</b>		-988	-2,577	-2,000	-2,300	-2,120	-1,550	-11,535
<b>Perú</b>		-676	-473	0	0	77	0	-1,072
<b>Brasil</b>		-2,548	-401	459	1,301	3,207	6,601	8,619

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales.

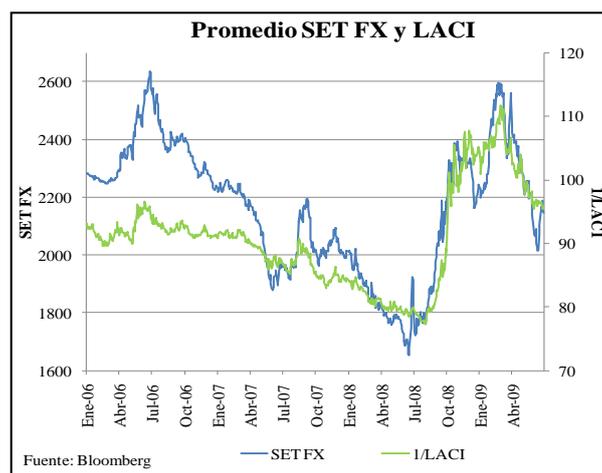
\* Corresponde a las ventas swap que realiza el BCCh a 91 y 182 días de plazo

\*\* No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$ 4.396 millones

**2.1. Mercado Cambiario Colombiano**

Entre el 1 de marzo y el 30 junio de 2009 el tipo de cambio colombiano presentó tendencia revaluacionista pasando de \$2.592 a \$2.145 por dólar, disminución equivalente a una apreciación de 17%<sup>6</sup>. Este comportamiento estuvo en línea con el de otras monedas de la región. En el *Gráfico 13* se observa que el promedio de SET FX y el índice LACI registraron la misma dinámica.

**Gráfico 13**



<sup>6</sup> Cifras de tipo de cambio correspondientes a promedios de SET FX.

**Cuadro 2**

País	Devaluación mar 09 - jun 09	Devaluación Año corrido
<b>Colombia</b>	-17%	-5%
<b>Brasil</b>	-20%	-16%
<b>México</b>	-15%	-4%
<b>Perú</b>	-8%	-4%
<b>Chile</b>	-12%	-16%

Fuente: Bloomberg, Cálculos: BR

En el primer semestre de 2009, la revaluación del peso colombiano ascendió a 5%, similar a la registrada por las monedas de Perú y México (4% y 4%) e inferior a la de Brasil y Chile (16% y 16%) (*Cuadro 2 y Gráfico 14*). Sin embargo, durante el período analizado, la apreciación de la moneda en Colombia (17%) fue más pronunciada que la de México (15%), Chile (12%) y Perú (8%). Solamente la moneda de Brasil registró una apreciación mayor a la de Colombia (20%).

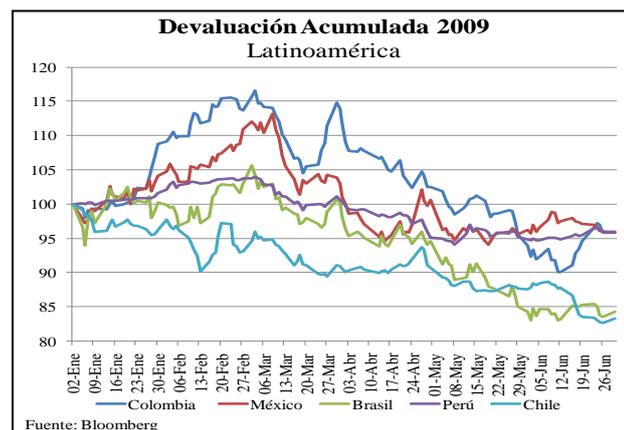
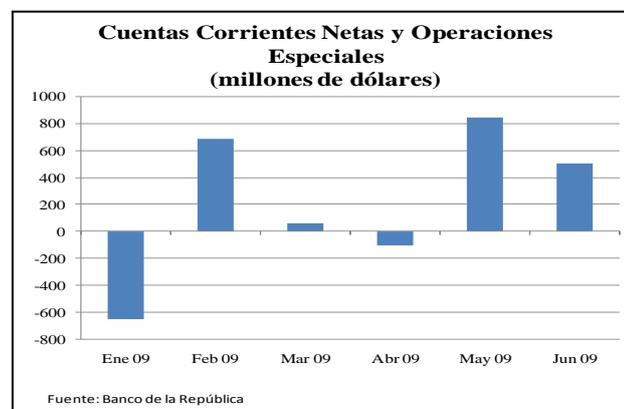
Además del contexto externo positivo y del incremento de los precios internacionales del petróleo, otro factor que pudo acentuar la apreciación del peso colombiano, fue la expectativa de oferta de dólares proveniente del endeudamiento externo de algunas entidades públicas.

En marzo, Ecopetrol anunció su plan de financiamiento en el cual se contemplaba un endeudamiento por US\$4.000 millones. El 26 de mayo la compañía anunció la contratación de un crédito con un grupo de bancos locales por un valor de \$2,2 billones (aproximadamente US\$1.000 millones). El mercado desconocía la fuente de los fondos restantes, pero especulaba que podría ser externa e implicaría monetizaciones.

En cuanto al comportamiento de los flujos de divisas se destaca que, entre marzo y junio, la balanza cambiaria registró entrada de dólares que pudo haber influenciado el comportamiento revaluacionista del peso colombiano. El *Gráfico 15* ilustra los reintegros netos de capital oficial a través de cuentas corrientes y operaciones especiales, los cuales ascendieron a US\$1.305 millones entre marzo y junio de acuerdo con la información de la balanza cambiaria.

El peso colombiano se apreció pese a que la caja en dólares de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) presentó un incremento de US\$513 millones durante el período analizado, compensando el incremento de sus obligaciones netas a futuro de US\$496 millones<sup>7</sup> (*Gráfico 16*).

Además de la tendencia revaluacionista, el mercado cambiario estuvo caracterizado por un comportamiento volátil, lo cual generó que en tres ocasiones se dieran las condiciones para la realización de subastas de opciones *put* para control de volatilidad del Banco de la República. De esta manera, el Banco Central compró US\$360 millones en el mercado cambiario local.

**Gráfico 14****Gráfico 15**

<sup>7</sup> Dato correspondiente a la variación en la diferencia entre las obligaciones y los derechos a futuro (+obligaciones -derechos) de los IMC.

El Cuadro 3 presenta la intervención del BR en el mercado de contado y la variación de la posición propia de contado (PPC) de los IMC.

**Cuadro 3**

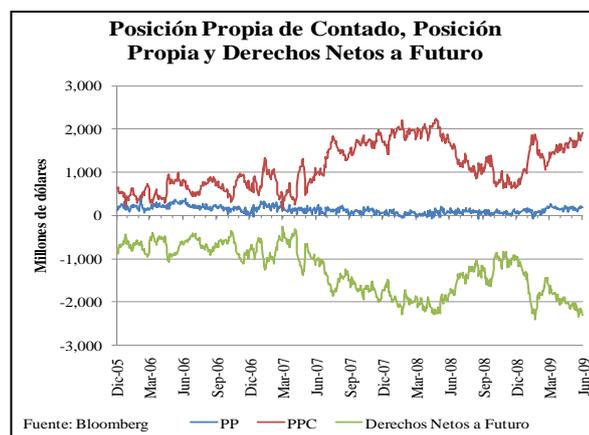
Concepto	Marzo – Junio 2009
Compra USD Banco de la República	US\$360 millones
Aumento PPC de los IMC	US\$513 millones
Reintegros netos de Capital Oficial <sup>8</sup>	US\$1305 millones

No obstante lo anterior, la tasa de cambio en Colombia registró un movimiento devaluacionista por un período corto de tiempo a finales de marzo, luego de que el DANE diera a conocer el dato de crecimiento del PIB durante el cuarto trimestre de 2008, el cual se ubicó por debajo de las expectativas del mercado<sup>9</sup>. A lo anterior se sumó el incremento de la meta de déficit fiscal del Gobierno para el 2009<sup>10</sup>.

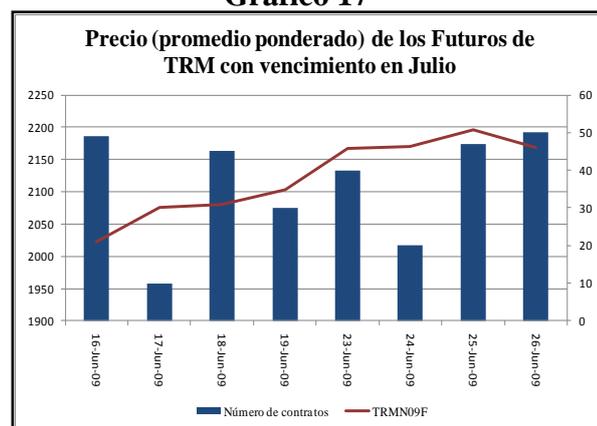
Por otra parte, el 16 de junio la bolsa de Valores de Colombia (BVC) lanzó al mercado el futuro de TRM, ofreciendo otro instrumento estandarizado de cobertura de riesgo cambiario. Este instrumento se caracteriza por estar respaldado por el modelo de riesgo de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, que minimiza el riesgo de contraparte.

Hasta el 30 de junio, se habían negociado 291 contratos por un monto de US\$14,5 millones del contrato con vencimiento en julio de 2009 y la posición abierta al 30 de junio era de 72 contratos. El Gráfico 17 muestra la tendencia ascendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en línea con el comportamiento de la tasa de cambio en el mercado spot.

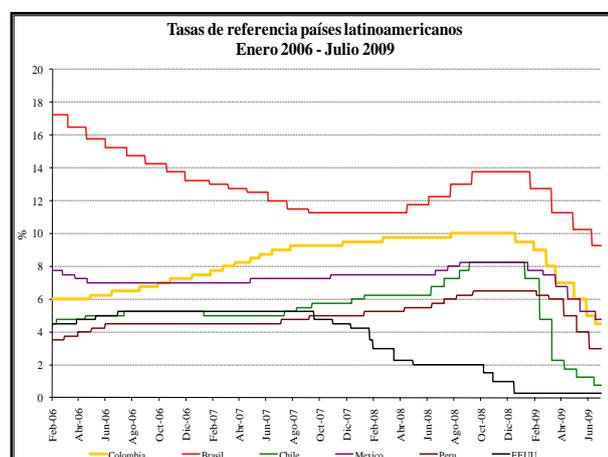
**Gráfico 16**



**Gráfico 17**



**Gráfico 18**



<sup>8</sup> A través de cuentas corrientes y operaciones especiales.

<sup>9</sup> Durante el cuarto trimestre de 2008, el PIB disminuyó 0,7% (esperado: +1,0% de acuerdo con Bloomberg).

<sup>10</sup> El Gobierno anunció que la meta de déficit fiscal para el 2009 pasaba de 3,2% a 3,7%.

### 3. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

#### 3.1. Mercado Monetario y tasas de interés

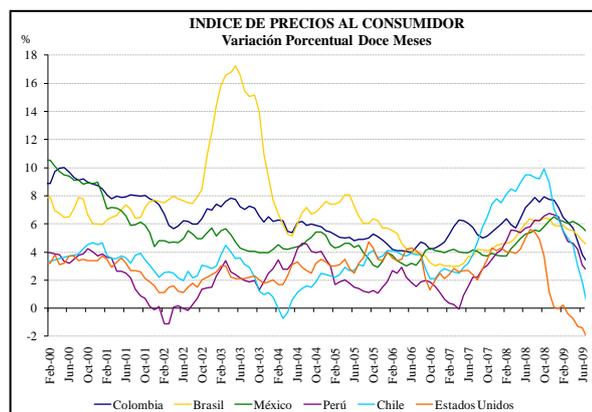
Durante el período analizado, los bancos centrales de Brasil, Chile, México, Perú y Colombia continuaron con una política monetaria contra-cíclica (*Gráfico 18*), llevando las tasas de interés de referencia a niveles cercanos al cero por ciento o negativos en términos reales. La política monetaria expansiva se logró en gran medida por el comportamiento favorable de la inflación (*Gráfico 19*).

En el caso colombiano, entre marzo y junio la Junta Directiva del Banco de la República dio continuidad al ciclo de política monetaria expansiva que inició en diciembre de 2008, realizando recortes sucesivos de la tasa de interés de referencia que sumaron 350 p.b., ubicándola en 4,5%<sup>11</sup>.

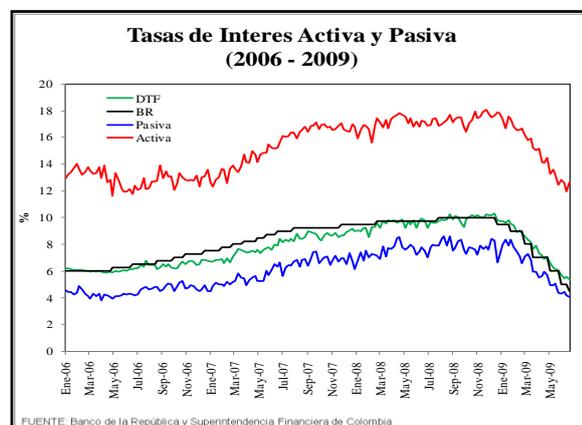
Como se mencionó en el informe anterior, el Banco de la República entre diciembre de 2008 y enero de 2009 registró una posición deudora con el sistema financiero. En esta coyuntura, la tasa de interés interbancaria (TIB) se ubicó en niveles inferiores a los de la tasa de referencia. Posteriormente, entre marzo y junio la posición neta del Banco de la República volvió a ser acreedora y la TIB siguió de cerca los movimientos de la tasa de política monetaria.

Por otro lado, la reducción en la tasa de interés de política se ha traducido a una disminución en las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero (*Gráfico 20*). Entre marzo y junio la tasa activa registró una disminución de 352 p.b. mientras que las tasas pasivas registraron una disminución de 302 p.b.. De esta forma, el margen de intermediación presentó una disminución en el período analizado al pasar de 8,73% a 7,88% (promedio móvil de orden 5) (*Gráfico 21*).

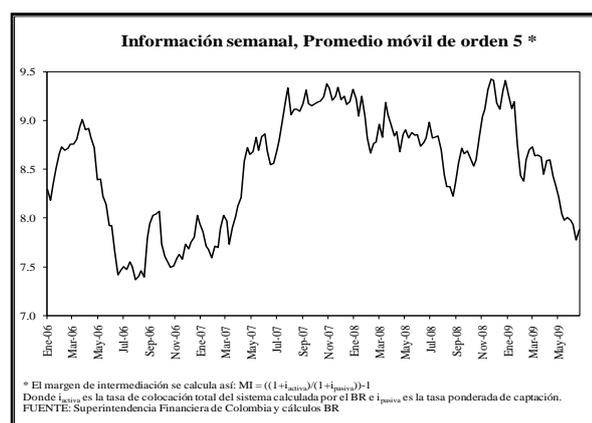
**Gráfico 19**



**Gráfico 20**



**Gráfico 21**



<sup>11</sup> La JDBR realizó recortes a la tasa de interés de referencia de 100 p.b. en marzo, abril y mayo, y de 50 p.b. en el mes de junio.

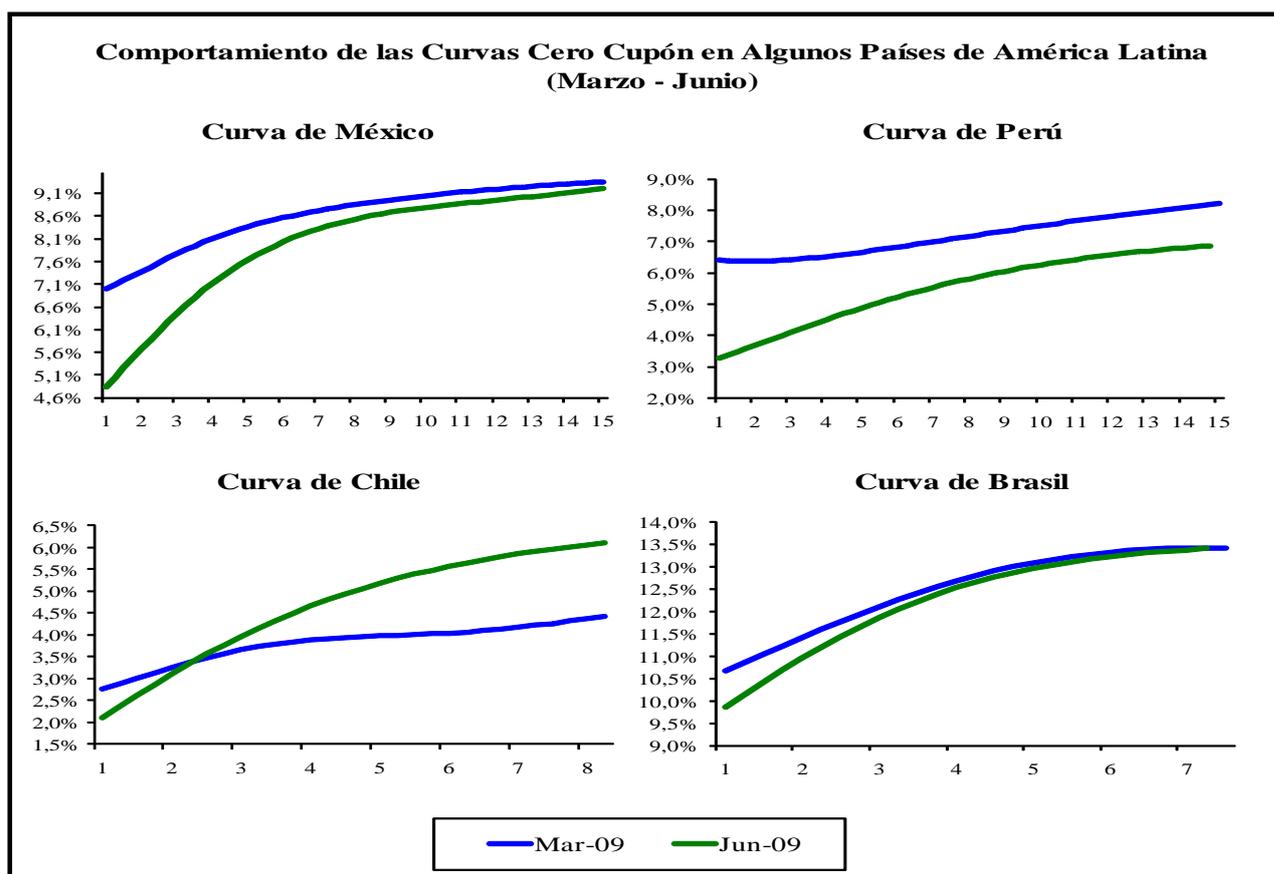
## 3.2. Mercado Deuda Pública

### 3.2.1 Deuda Pública Interna en los países de la Región y Estados Unidos

En los otros países latinoamericanos, con excepción de Chile, los mercados de deuda pública interna presentaron valorizaciones (*Gráfico 22*). En el ámbito local, esto puede ser explicado por la incorporación de recortes en las tasas de interés por parte de los bancos centrales que, como ya se mencionó, durante el período analizado ejecutaron políticas monetarias expansionistas ante las menores presiones inflacionarias. A nivel internacional, la disminución en la aversión al riesgo que se mencionó en otras secciones de este informe, contribuyó al incremento en el apetito por activos de mayor riesgo, incluyendo bonos de deuda interna de países emergentes.

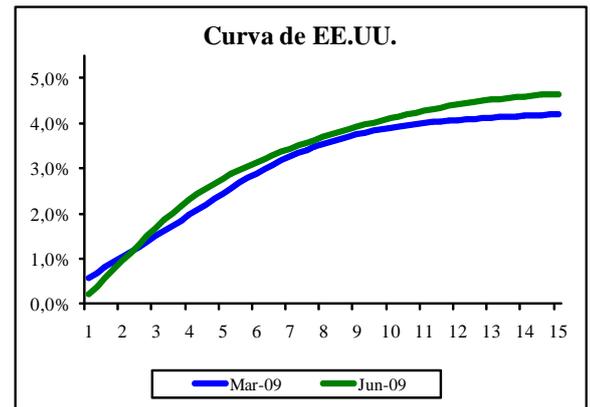
En el caso de Chile, cuyo mercado de deuda interna presentó un comportamiento contrario al de los demás países latinoamericanos, las tasas de rendimiento de los bonos aumentaron posiblemente debido a que algunos participantes consideraron que no había más espacio para reducciones de la tasa de interés, dado que la tasa de interés real ya se ubicaba en niveles negativos.

Gráfico 22



**Gráfico 23**

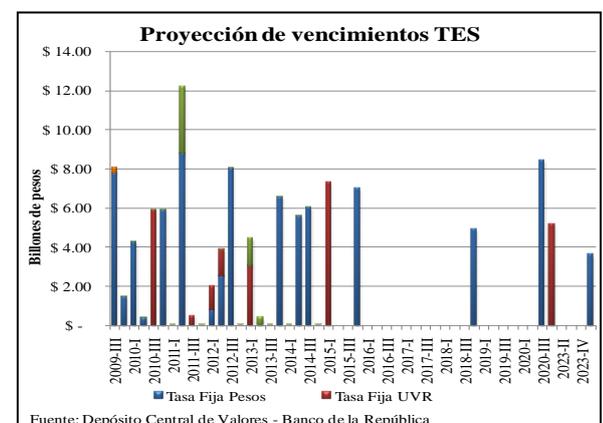
Por su parte, durante el período analizado la curva de los *Treasuries* presentó un aumento en todos los plazos (*Gráfico 23*). Este movimiento se puede explicar por la mayor preferencia de activos de mayor riesgo en detrimento de aquellos considerados activos refugio.



### 3.2.2 Mercado Primario Deuda Pública Interna

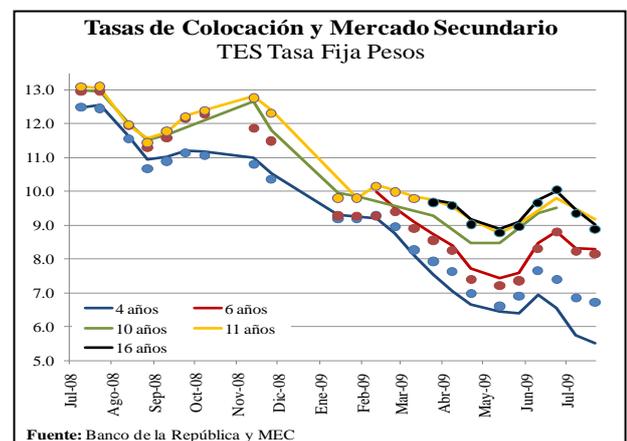
A junio 30 de 2009, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$111,9 billones. Para el 2009, el cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo es de \$24,5 billones, de los cuales al 30 de junio se habían colocado \$15,2 billones<sup>12</sup>. A esa fecha se encontraban abiertas seis emisiones de largo plazo denominadas en pesos (con vencimiento en mayo 2011, noviembre 2013, agosto 2012, mayo 2014, octubre 2018 y julio 2024) y dos emisiones denominadas en UVR (vencimientos en marzo 2013 y febrero 2023). Es importante mencionar que aquella con vencimiento en julio de 2024, comenzó a emitirse en marzo del presente año. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2009 es de \$5,6 billones, de los cuales se habían colocado en el mercado \$4,0 billones a finales de junio<sup>13</sup>.

**Gráfico 24**



En el *Gráfico 24* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES de largo plazo<sup>14</sup>. Se observa una acumulación importante de vencimientos en lo que queda de 2009 y 2010, período en el cual se concentra el 23% de estos. Posteriormente, en el segundo trimestre de 2011, se pueden observar vencimientos significativos. El primero de ellos corresponde a un título tasa fija en pesos por \$8,8 billones (mayo 18) y luego se vencen

**Gráfico 25**



<sup>12</sup> A junio 30 se habían colocado \$6.202 miles de millones en subastas, \$1,788 miles de millones en convenidas y \$7.356 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de junio.

<sup>13</sup> La emisión de TES de corto plazo consiste en la colocación de títulos con un plazo inicial de 357 días. Cada colocación se realiza en cuatro subastas (con frecuencia semanal) y cada cuatro semanas se hace una nueva colocación a 357 días. Cada emisión es reabierto cuando tiene un plazo remanente de 189 y 106 días, subastando los títulos de forma semanal durante cuatro semanas. De esta forma, cada colocación completa un saldo acumulado cercano a los \$600 mm al finalizar las subastas.

<sup>14</sup> Incluye únicamente saldos de capital de los TES de largo plazo, incluyendo tasa fija en pesos, en UVR y en dólares y TES IPC. Los TES denominados en UVR y en dólares se convirtieron a pesos con los valores de referencia del 27 de febrero de 2009.

tres TES IPC en abril 25, junio 8 y junio 27, por un valor total de \$3,4 billones.

El costo de financiación del Gobierno Nacional a través de nuevas emisiones, registró una disminución importante ante la caída en las tasas de colocación de los TES entre marzo y junio (*Gráfico 25*). Esto se explica por la reducción en la tasa de interés de referencia y por ende, en las tasas de los títulos en el mercado secundario, especialmente las de corto plazo (*Gráfico 26*).

### 3.2.3 Mercado Secundario Deuda Pública Interna

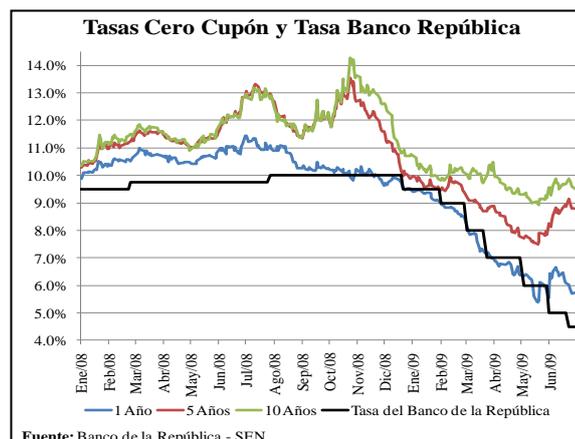
Entre marzo y junio, en promedio las tasas de títulos entre 1 y 2 años cayeron 265 p.b., entre 2 y 5 años disminuyeron 116 p.b., y entre 5 y 15 años cayeron 58 p.b.. Este comportamiento se puede dividir en dos subperíodos: el primero de valorización a lo largo de todos los tramos de la curva y empinamiento (marzo - mayo), y el segundo de desvalorización (junio).

El período comprendido entre marzo y mayo de 2009 fue favorable para el mercado de deuda pública local. Todas las tasas de los TES presentaron una disminución, lo que implica una valorización de los bonos, teniendo en cuenta la relación inversa entre las tasas y los precios.

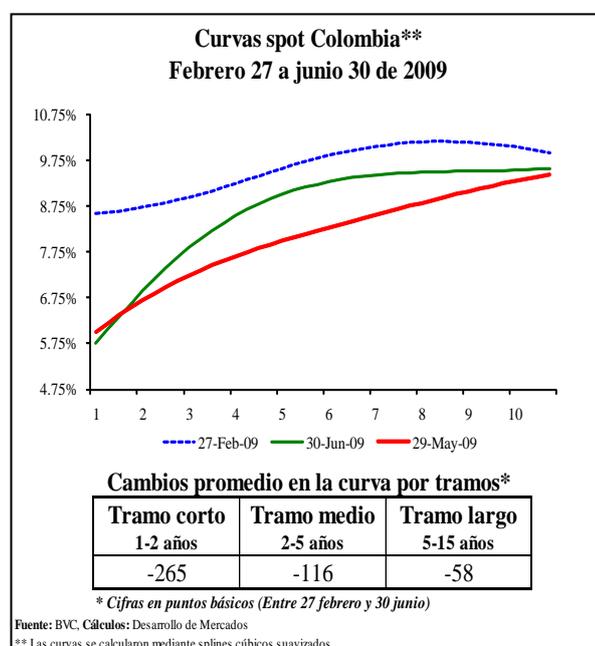
Las tasas de corto plazo presentaron una reducción superior a las de largo plazo y por lo tanto la curva se empinó<sup>15</sup> (*Gráfico 27*).

La valorización general de los TES, especialmente los de corto plazo, se presentó a medida que los agentes del mercado incorporaron las sucesivas disminuciones en la tasa de referencia por parte del Banco de la República. La reducción de las tasas también estuvo asociada a los datos de inflación que se dieron a conocer en ese momento, los cuales se ubicaron por debajo de los esperados. Otros factores que influyeron en el comportamiento de las tasas fueron la disminución de la aversión al riesgo y la aprobación de una línea de financiamiento contingente por parte del FMI. Concretamente, esta entidad le aprobó a Colombia una línea de financiamiento contingente con plazo de un año por US\$10.400 millones que había sido solicitada por el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República el 20 de abril.

**Gráfico 26**



**Gráfico 27**



<sup>15</sup> Este documento hace referencia a la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el DODM del BR..

Por otro lado, el 14 de abril el MHCP informó la colocación de US\$1.000 millones mediante la reapertura del Bono Global con vencimiento en 2019, luego de recibir demandas por US\$3.800 millones<sup>16</sup>. Esta colocación fue percibida por el mercado como una menor necesidad de financiación a través de títulos de deuda interna, contribuyendo al desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos.

En el mes de junio, la curva cero cupón registró una leve disminución en el tramo corto (-14 p.b.) y movimientos al alza de 60 p.b. y 67 p.b. en los tramos medio y largo, respectivamente.

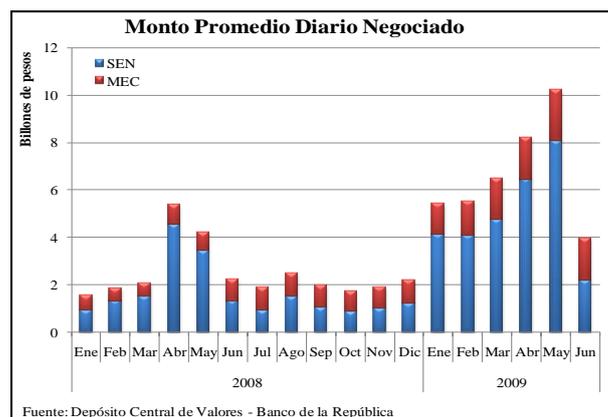
Este comportamiento se puede explicar por los siguientes factores:

- Incorporación de expectativas de menores recortes en la tasa de política monetaria por parte de la JDBR. En el comunicado de prensa de la reunión de mayo, la autoridad monetaria señaló que cualquier eventual reducción de su tasa de interés en el futuro podría ser menor a las realizadas hasta ese momento.
- El anuncio del Gobierno de mayores emisiones de TES en el presente y próximo año para la financiación del déficit fiscal. A principios de junio, el Gobierno anunció que anticiparía hasta en \$4,1 billones el financiamiento del 2010 “dado el nivel de colocación alcanzado en el mercado local (86% de la meta de 2009)”. De acuerdo con lo señalado por la entidad, “estos recursos quedarían en caja y servirían para el pago de TES con vencimiento el 12 de febrero de 2010 por \$4,2 billones, incluido el pago del cupón”<sup>17</sup>. De esta manera, las emisiones de TES durante este año aumentarían a \$21,9 billones.

Este conjunto de eventos contrarrestó el efecto positivo del dato favorable de inflación para el mes de mayo y la caída de la aversión al riesgo que se registró en junio.

La liquidez en el mercado secundario experimentó un incremento durante el período analizado. Mientras en el año 2008 el promedio diario de negociación<sup>18</sup> ascendía a \$2,4 billones, en lo corrido de 2009 (hasta el 30 de junio) el monto diario promedio negociado se ubicó en \$6,6 billones (*Gráfico 28*). Particularmente en los meses de abril y mayo, se alcanzaron nuevos récord de volumen transado en el sistema electrónico de negociación (SEN) del Banco de la República<sup>19</sup>. El incremento de la liquidez en mayo estuvo asociado al vencimiento de los TES del 14 de mayo de 2009 por \$4,7 billones.

**Gráfico 28**



<sup>16</sup> El Ministerio informó que el bono con vencimiento el 18 de marzo de 2019 y cupón de 7.375%, se reabrió a una tasa de 7.375%, la cual es inferior en 12.5 pb a la de la colocación original de enero, y con un spread sobre el título del Tesoro de Estados Unidos a 10 años de 458.5 pb, el cual es inferior en 44.4 pb frente a la colocación original de enero.

<sup>17</sup> La entidad señaló que “dado el nivel de amortizaciones para el 2010 y la estimación de colocación de TES, las subastas pasarán de \$372 mm a \$417 mm antes de hacer operaciones de manejo”.

<sup>18</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y MEC.

<sup>19</sup> El 16 de abril de 2009 se negociaron \$11,6 billones, el 11 de mayo la cifra llegó a \$16,9 billones y el 12 de mayo ascendió a \$19,5 billones.

### 3.5 Deuda Pública Externa

Como ya se mencionó, entre marzo y junio, la aversión al riesgo medida por el VIX disminuyó ubicándose en niveles cercanos a los observados antes de la crisis. Así mismo los spreads de deuda externa latinoamericana retornaron a niveles registrados un año atrás (*Gráfico 29*).

Los títulos de deuda externa colombiana no fueron ajenos a este comportamiento (*Gráfico 30*). Las tasas de deuda externa en USD a un año tuvieron una correlación cercana al 95% con el índice de aversión al riesgo VIX. Sin embargo, después de mayo de 2009 esta relación disminuyó y las tasas a lo largo de la curva se han mantenido relativamente estables.

### 3.6 Mercado de futuros de TES

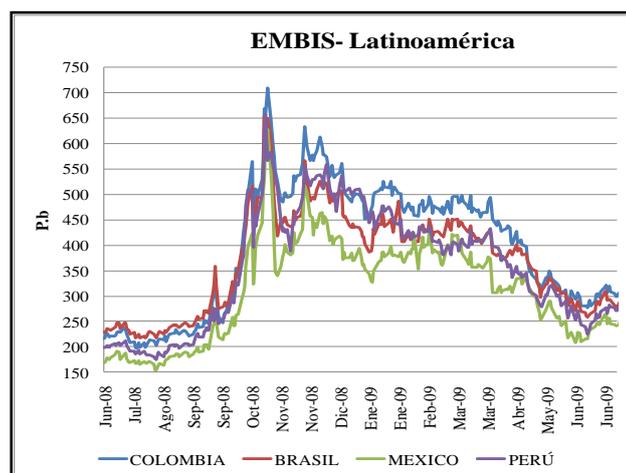
En el *Gráfico 31* se observa el comportamiento de los precios los contratos de TES negociados en la BVC. Los precios de los futuros se han comportado en línea con el mercado secundario de deuda pública, presentando valorizaciones entre marzo y mayo y desvalorizaciones en junio.

La cantidad de contratos abiertos (cada uno por \$250 millones) según el vencimiento se puede observar en el *Gráfico 32*. Los contratos con vencimiento en junio alcanzaron una posición abierta máxima de 163 contratos en abril, mientras que los contratos con vencimiento en septiembre alcanzaron en mayo una posición abierta máxima de 88 contratos. La dinámica del contrato con vencimiento en septiembre se ha mantenido estable, de manera que el número de contratos vigentes al 30 de junio fue de 80 contratos.

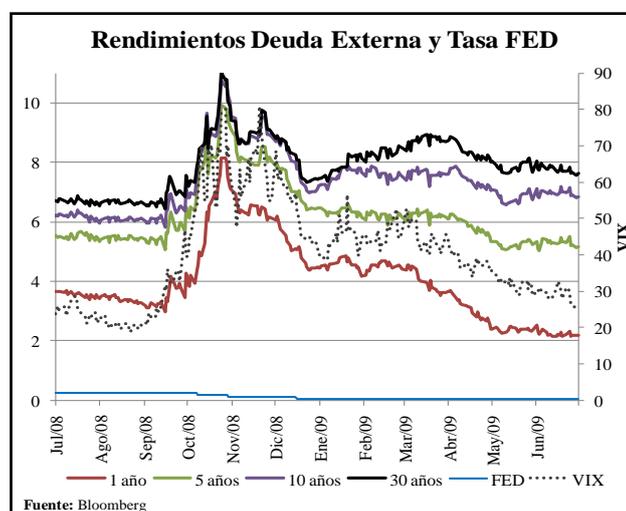
### 3.7 Deuda corporativa en Colombia

Las colocaciones de deuda corporativa en el primer semestre de 2009 han superado las registradas en los años 2006 y 2007 y se encuentran en niveles cercanos al total de 2008. El monto de emisiones de deuda corporativa en el del primer semestre de 2009 ascendió a \$5,51 billones (*Gráfico 33*), mientras que para el mismo período del 2008 totalizaban \$1,88 billones. En el primer semestre de 2009 se destacan las emisiones de bonos ordinarios de Cementos Argos (\$640 mil millones), Davivienda (\$550 mil millones), CDT's de Findeter (\$415,7 mil millones) y bonos subordinados de Bancolombia S.A (\$400 mil millones).

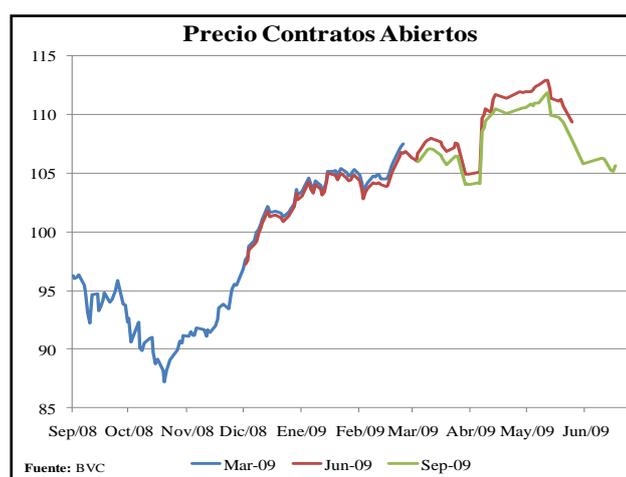
**Gráfico 29**



**Gráfico 30**

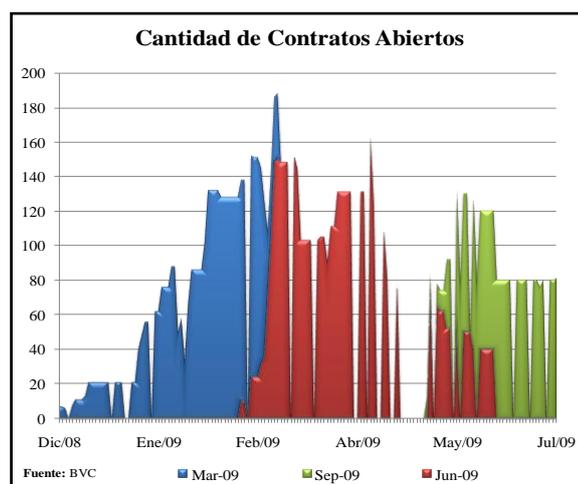


**Gráfico 31**



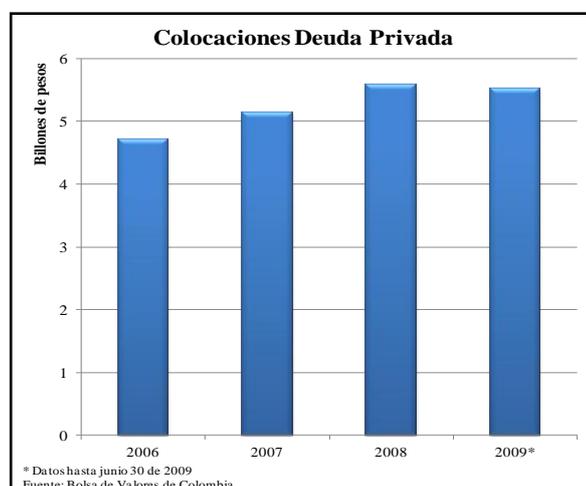
**Gráfico 32**

Las bajas tasas de interés han beneficiado las nuevas emisiones de deuda corporativa. Adicionalmente, las entidades han podido colocar su deuda a plazos mayores (*Gráfico 34*). En el primer semestre del 2009 la participación de las emisiones de deuda corporativa aumentó en los plazos de 5 a 10 años y de 10 a 20 años y disminuyó en el corto plazo. Se destacan las emisiones a 15 años atadas a la inflación de Alpina (\$86,5 mil millones), Emgesa (\$55,5 mil millones), Bancolombia (\$209 mil millones) y Empresas Públicas de Medellín (\$151,6 mil millones).



La evolución de las colocaciones por tipo de tasa de interés muestra que el porcentaje de colocaciones con tasa indexada al IPC ha aumentado de 20% a 46%, entre el 2008 y el primer semestre 2009. Este comportamiento es explicado por la credibilidad de la política monetaria y las expectativas de cumplimiento de la meta de inflación a largo plazo. Estos factores han incentivado a atar la deuda al comportamiento de la inflación. Al mismo tiempo, disminuyó la participación de la deuda indexada a la DTF y levemente la de tasa fija. (*Gráfico 35*).

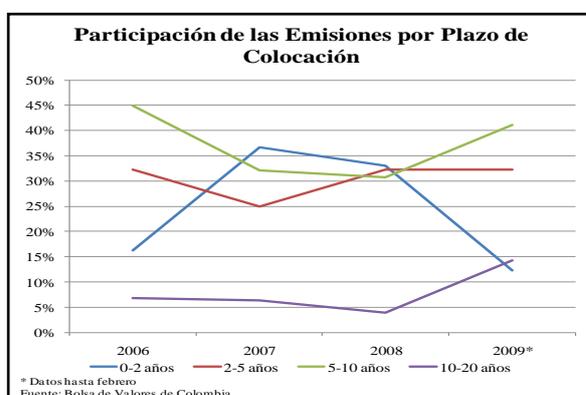
**Gráfico 33**



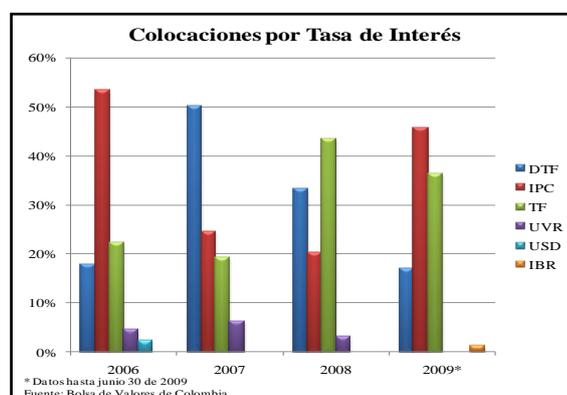
En los *Gráficos 36* y *37* se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando hubo una colocación de deuda corporativa. La tasa de colocación de deuda a tasa fija en pesos ha venido disminuyendo en línea con la reducción de tasas por parte del Banco de la República. Los márgenes sobre inflación han fluctuado entre 5% y 7%.

Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia, el stock de deuda corporativa a junio de 2009 ascendía a \$30.715,8<sup>20</sup> miles de millones, monto superior en 21,4% al registrado en diciembre de 2008.

**Gráfico 34**

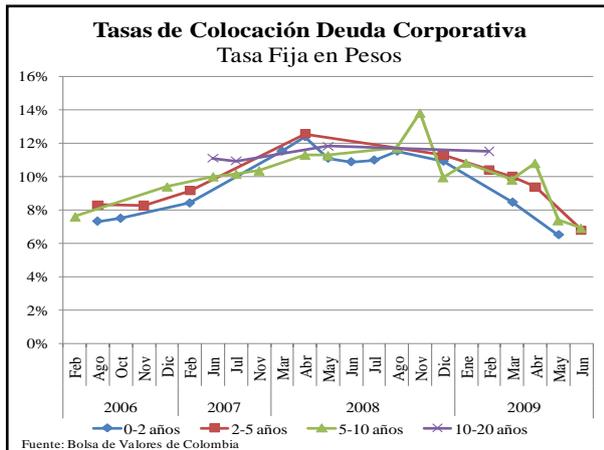


**Gráfico 35**

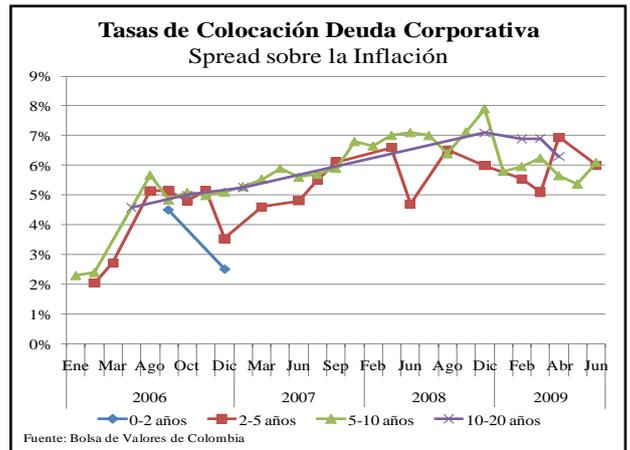


<sup>20</sup> Monto nominal calculado a partir de la información histórica de colocaciones de la Superintendencia Financiera.

**Gráfico 36**



**Gráfico 37**



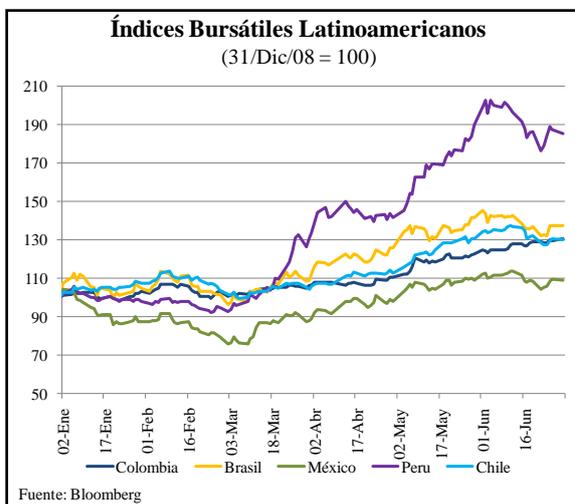
**4. MERCADO ACCIONARIO**

A nivel regional las bolsas registraron importantes valorizaciones debido al mayor apetito por riesgo y al aumento en los precios de los productos básicos. Entre marzo y junio se destacan las valorizaciones del IGBVL de Perú (111.4%), el MEXBOL de México (58.1%) y el IBOV de Brasil (49.6%) (*Gráfico 38*).

El índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) presentó un comportamiento favorable. Durante el período analizado el índice continuó la tendencia al alza presentada desde finales de 2008, aumentando más de 2200 puntos en lo corrido del año, lo que equivale a una valorización del 30%.

Este comportamiento estuvo acompañado de un incremento en los volúmenes de negociación, cuyo promedio diario aumentó a finales del semestre. El promedio diario de negociación en marzo (\$60,7 miles de millones) fue inferior al de los meses siguientes que se ubicaron en \$83,6, \$107,1 y \$103,7 miles de millones, en abril, mayo y junio, respectivamente (*Gráfico 39*).

**Gráfico 38**



**Gráfico 39**

