

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



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS*

Bogotá D.C., Mayo 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 Lina Patiño, Felipe Lega y Camilo Hernández y revisado por Sandra Benitez y Jose Eduardo Gómez.

1 RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

Durante 2008, los mercados financieros internacionales estuvieron enmarcados por la alta volatilidad, aumento en la aversión al riesgo y problemas de crédito. En la primera mitad del año, ante la intensificación de las expectativas de una fuerte recesión económica en Estados Unidos (EE.UU.), se hizo más evidente el deterioro del crédito y la liquidez en el mercado monetario de las principales economías mundiales. Por su parte, en las economías emergentes se hablaba de un *decoupling*, mientras sus mercados se mantenían ajenos a dichas distorsiones, y sus monedas se fortalecían frente al dólar americano. Así por ejemplo, el peso colombiano sostuvo una tendencia de fortalecimiento, alcanzando una revaluación de 18% año corrido, soportado por los significativos flujos de entrada de capital, en un ambiente de diferenciales de tasas de interés elevados.

Sin embargo, en el segundo semestre de 2008, se comenzaron a ver los efectos de la crisis en las economías a nivel global, luego de la quiebra de *Lehman Brothers*, el rescate de la aseguradora AIG y los anuncios de liquidaciones y fusiones de las principales entidades financieras internacionales. La volatilidad y la iliquidez de los mercados financieros locales, provocaron la intervención de los Bancos Centrales de la región, destacándose la introducción de nuevos mecanismos de intervención en el mercado cambiario para contrarrestar la devaluación de sus monedas, y la implementación de mecanismos de suministro de liquidez en dólares en algunos casos.

En este entorno, el peso colombiano revirtió la tendencia revaluacionista y cerró el año en \$2.244 por dólar, lo que representa una devaluación anual del 11,3%. Asimismo, el Gobierno Nacional y la JDBR relajaron las restricciones existentes a la entrada de capitales para la inversión de portafolio, inversión extranjera directa y endeudamiento externo. En lo corrido de 2009, la tendencia alcista de la tasa de cambio colombiana se acentuó, acumulando hasta febrero un incremento de 13,9%, convirtiendo al peso colombiano en la moneda más depreciada de la región para lo corrido del año.

MERCADO MONETARIO

Las tasas de interés del mercado monetario reflejaron la transmisión de la política monetaria que llevó a cabo la JDBR durante 2008. La JDBR continuó con el ciclo contraccionista que inició desde 2006, realizando dos incrementos en la tasa de referencia en febrero y julio, aumentándola de 9,5% a 10%. Posteriormente, inició a partir de diciembre un ciclo de recortes en la tasa, como consecuencia del cambio en la tendencia de la inflación y la reducción en las expectativas de crecimiento a nivel local e internacional.

En medio de la agudización de la crisis financiera internacional, la JDBR tomó medidas para garantizar la liquidez en el mercado local a través de: la reducción de encajes; repos a

más largo plazo (14 y 30 días) y compras de TES de manera definitiva¹. A finales de 2008, se presentaron excesos de liquidez en el mercado interbancario, situación que se vio reflejada en una posición deudora del BR con el sistema financiero y una reducción de la tasa interbancaria, que llegó a ubicarse por debajo de la tasa de interés de referencia del BR. Para corregir esta situación, desde principio de enero de 2009 se realizaron de subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) a 7 y 14 días.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Las curvas de rendimiento de los diferentes países latinoamericanos presentaron un comportamiento similar en el año 2008. Durante los primeros diez meses, los títulos se vieron afectados negativamente por factores internos y externos. En el ámbito local, el incremento en las expectativas inflacionarias llevaron a las autoridades monetarias a aumentar sus tasas de interés de referencia, generando una presión al alza en las tasas de los títulos de deuda pública. A nivel internacional, esta tendencia fue reforzada por el incremento en la aversión al riesgo, ante la creciente preocupación por una recesión en los países desarrollados.

Desde finales de 2008, luego de la corrección a la baja de la inflación en los diferentes países, y para aliviar las presiones sobre el crecimiento económico, los Bancos Centrales comenzaron a implementar políticas monetarias expansionistas.

Por su parte, los títulos de deuda pública externa colombianos se mantuvieron relativamente estables hasta septiembre de 2008, a pesar de las reducciones en la tasa de interés por parte de la Reserva Federal. Posteriormente, en línea con el incremento en la aversión al riesgo, los rendimientos de estos títulos aumentaron considerablemente, reflejándose en un desplazamiento al alza a lo largo de toda la curva, especialmente en el largo plazo. Al final de febrero de 2009, las tasas de rendimiento corrigieron parcialmente el incremento anterior, en una mayor magnitud en el corto plazo.

MERCADO ACCIONARIO

El Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) disminuyó 29% en 2008, comportamiento que estuvo ligado a la evolución de la crisis financiera internacional, y a la caída en el precio de las materias primas, particularmente del petróleo². En octubre el IGBC se ubicó ligeramente por debajo de los 6.500 puntos, nivel que no se presentaba desde mediados de 2006. Durante los dos primeros meses de 2009, el IGBC aumentó 3,27%, ubicándose en 7.807 puntos, nivel inferior al observado hasta septiembre de 2008.

¹ Adicionalmente, decidió cerrar temporalmente las subastas de contracción mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y mantuvo abierta la ventanilla “lombarda” de contracción.

² En el segundo semestre de 2008 el barril de petróleo pasó de US\$140 a US\$45 disminuyendo 68%.

2 MERCADO CAMBIARIO

Esta sección analiza el comportamiento de los mercados cambiarios internacionales en la región y en Colombia durante 2008 y hasta febrero de 2009. Primero se hace un breve recuento de los principales factores que determinaron la evolución del dólar frente a otras economías desarrolladas, haciendo referencia a los problemas de liquidez y volatilidad en los mercados financieros internacionales. Posteriormente, se analiza con mayor detalle el desempeño de los mercados cambiarios de la región. Por último, se describe la evolución de la tasa de cambio en Colombia y se relaciona con los movimientos de la balanza cambiaria y el comportamiento de los agentes en los mercados de contado y a futuro.

2.1 Entorno Internacional

El 2008 estuvo antecedido por mercados cambiarios internacionales con bajos niveles de volatilidad y diferenciales positivos de tasas de interés entre economías desarrolladas y emergentes. Este escenario favoreció la entrada de capitales a economías emergentes y la apreciación de sus respectivas monedas. Durante este período la estrategia de *carry-trade* (endeudarse en economías con tasas de interés bajas y realizar inversiones en economías con tasas altas) dominó los mercados cambiarios y monetarios internacionales³.

La volatilidad de los mercados cambiarios aumentó a finales de 2007, cuando los mercados financieros internacionales comenzaron a registrar distorsiones significativas y problemas de liquidez. Los problemas en el mercado monetario se evidenciaron en las desviaciones de las tasas de interés de los mercados monetarios a un día de plazo respecto a las tasas de referencia de la Reserva Federal (FED), el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BI). Posteriormente, durante la primera mitad de 2008 se intensificaron las expectativas de una fuerte recesión económica en Estados Unidos (EE.UU.) y se hizo más evidente el deterioro del crédito y la liquidez en el mercado

Gráfico 1

Tasas Libor (1 semana) y Tasas de Interés de Referencia

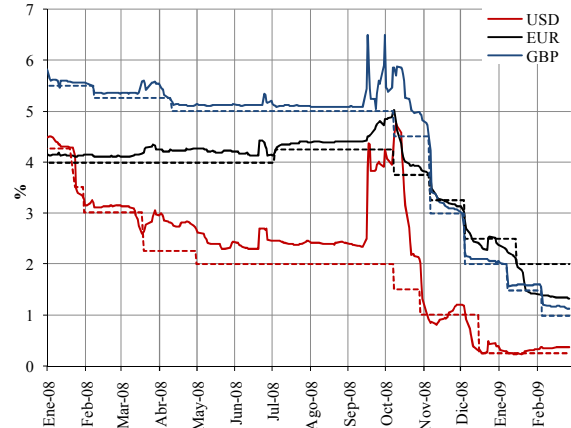
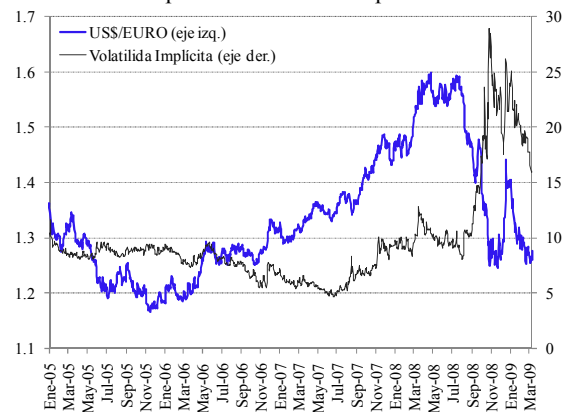


Gráfico 2

Dólares por Euro y Volatilidad Implícita Opciones a 3 meses de plazo



Fuente: Bloomberg

³ McGuire, Health y Galato (2007) señalan que “la acumulación de estas posiciones (*carry trade*) contribuye al fortalecimiento sostenido de las monedas objetivo (asociadas con tasas de interés elevadas) y al debilitamiento de las monedas de financiación (asociado con tasas de interés bajas)”.

monetario de las principales economías mundiales (*Gráfico 1*). Los dos factores mencionados anteriormente determinaron la fuerte depreciación que registró el dólar durante este período, el cual alcanzó en marzo el nivel más bajo en 12 años contra el Yen y en julio el más bajo contra el euro desde su introducción (*Gráficos 2 y 3*).

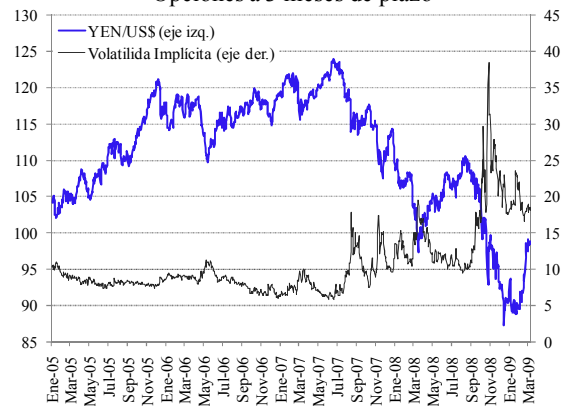
En medio de esta coyuntura las economías emergentes registraron una apreciación de sus monedas y los análisis sobre el desempeño económico de estos países comenzaron a referirse al término *decoupling*. Este término hace referencia a la situación en la que las economías pequeñas pueden continuar creciendo a un ritmo importante, desligándose del comportamiento de la economía estadounidense. Sin embargo, desde finales de 2008 se comenzó a observar un deterioro en el crecimiento de las economías emergentes, en línea con la recesión en EE.UU.

Durante el segundo semestre de 2008, la volatilidad registró un aumento considerable luego de la quiebra de *Lehman Brothers* (septiembre de 2008), el rescate de la aseguradora AIG y de los sucesivos anuncios de liquidaciones, fusiones y adquisiciones de las principales entidades financieras internacionales. En los *Gráficos 2, 3 y 4* se observa que las volatilidades implícitas de las opciones de las tasas de cambio Dólar / Euro, Yen / Dólar y Yen / Euro registraron un nivel máximo en medio de esta coyuntura. Aunque en lo corrido del presente año estas volatilidades han registrado una corrección, continúan en niveles elevados.

El aumento en la volatilidad en el mercado cambiario se registró tanto en las monedas de economías desarrolladas como en economías emergentes. En el *Gráfico 5* se ilustra el comportamiento de la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice de tasa de cambio de las economías que conforman el G7 y el

Gráfico 3

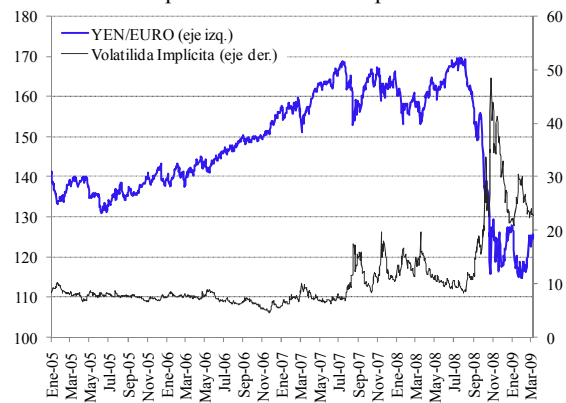
Yenes por Dólar y Volatilidad Implícita
Opciones a 3 meses de plazo



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

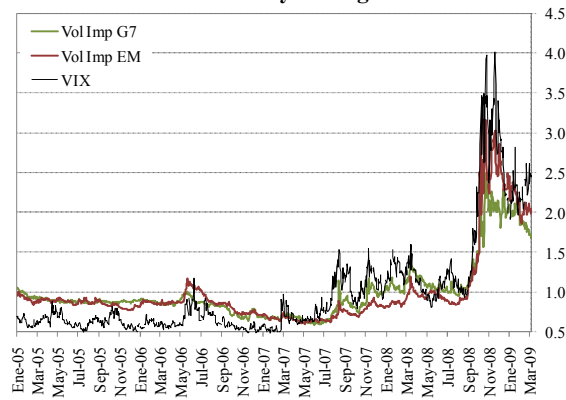
Yenes por Euro y Volatilidad Implícita
Opciones a 3 meses de plazo



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

Volatilidad Implícita Opciones Tasa de Cambio G7 y Emergentes



* Diferencia entre el valor observado y el promedio desde el año 2005.

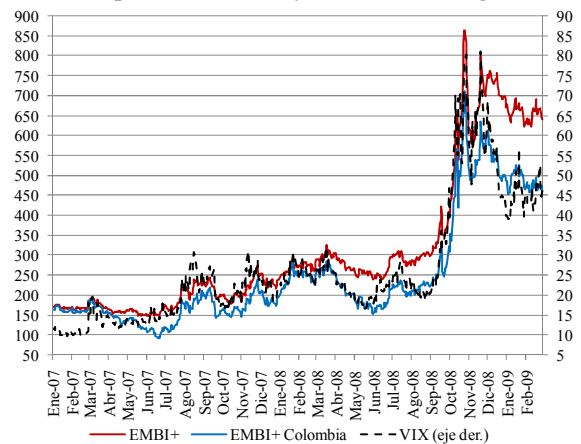
Fuente: Bloomberg

índice de las economías emergentes. Es claro el aumento de la volatilidad de ambos mercados, registrándose niveles superiores en tres veces el nivel promedio observado desde 2005. Se observa que este movimiento estuvo en línea con el aumento de la aversión al riesgo, medida por el VIX.

En este ambiente de incertidumbre, presentado desde octubre de 2008, los inversionistas internacionales liquidaron posiciones en activos riesgosos, entre ellos títulos de deuda interna y externa de países emergentes y demandaron títulos de bajo riesgo, concretamente títulos del Tesoro Americano. Esto generó un fortalecimiento del dólar, un aumento de los márgenes de la deuda soberana de economías emergentes⁴ y una reducción en los precios de los títulos de deuda interna (*Gráfico 6*).

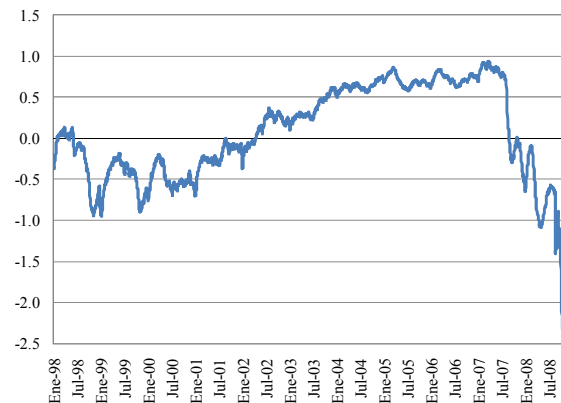
Esta dinámica se desarrolla en medio de un mercado internacional con bajos niveles de liquidez. En el *Gráfico 7* se presenta el índice de liquidez de los mercados financieros internacionales calculado por el BI, en donde se observa un cambio estructural a finales de 2007 y una fuerte tendencia decreciente, alcanzando niveles mínimos, en octubre de 2008 (último dato disponible). De igual forma, la iliquidez de los mercados internacionales se tradujo en un aumento del *TED spread*⁵, registrando los valores más altos en octubre. Sin embargo, desde esta fecha este indicador ha disminuido, ubicándose en la actualidad alrededor de 100 p.b.⁶, nivel que es relativamente elevado si se compara con los presentados en el año 2006 (*Gráfico 8*).

Gráfico 6
Spreads de Deuda y Aversión al Riesgo



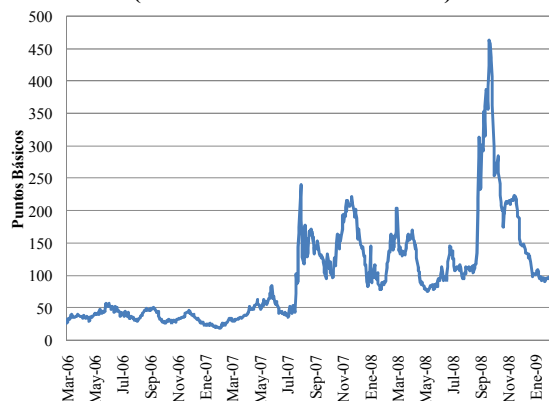
Fuente: Bloomberg

Gráfico 7
Índice de Liquidez de los Mercados Financieros



Fuente: Bloomberg, metodología del Banco de Inglaterra.

Gráfico 8
TED Spread
(Libor 3 meses - T-bill 3 meses)



Fuente: Bloomberg

⁴ Se entiende como margen la diferencia entre la tasa de rendimiento del título de deuda soberana y la tasa de rendimiento de un título del Tesoro de los EE.UU. que se considera libre de riesgo.

⁵ 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.

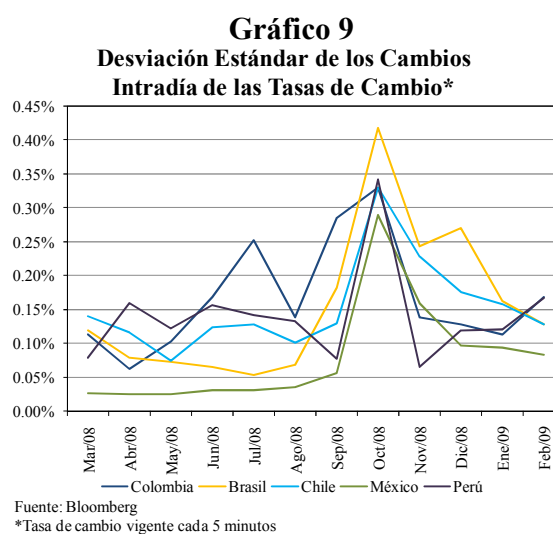
⁶ De acuerdo con McGuire y Tarashev (2008), este indicador puede predecir el crecimiento de los créditos a los mercados emergentes. Los ejercicios econométricos realizados por los autores muestran que un aumento de 10 p.b. en el TED spread reduce en un 1% los flujos de créditos internacionales a países emergentes.

2.2 Mercado Cambiario en Latinoamérica

A lo largo de 2008, las economías más afectadas por la crisis financiera internacional, realizaron ajustes en la política monetaria, llevando a cabo fuertes recortes en las tasas de interés de referencia y ampliando sus líneas de crédito. En el caso específico de la FED, desarrolló nuevos instrumentos de suministro de liquidez para sobrellevar la crisis, facilitando el uso de una amplia gama de papeles financieros como colateral y ampliando el conjunto de agentes autorizados para acceder a las operaciones de mercado abierto. La ampliación de los diferenciales de tasas de interés con relación a las economías latinoamericanas estuvo acompañada de una apreciación de sus monedas durante el primer semestre del año. Sin embargo, se observa una devaluación importante durante el segundo semestre de 2008, dinámica que puede estar asociada principalmente a la alta preferencia por liquidez y activos de bajo riesgo. En el presente año se mantienen unos diferenciales elevados, aunque se espera que éstos disminuyan en la medida en que los bancos centrales de países de la región continúen bajando sus tasas de interés de política, mientras que las economías desarrolladas tienen menos espacio para recortes adicionales.

La iliquidez de los mercados financieros internacionales se materializó, en el caso de Brasil, México, Perú y Chile, en una fuerte devaluación de la tasa de cambio y un abrupto cambio de las tasas de interés de los mercados monetarios locales durante un corto período de tiempo. En respuesta a dichos eventos, estas economías introdujeron nuevos mecanismos de intervención en el mercado cambiario para contrarrestar la devaluación de sus monedas e implementaron mecanismos de suministro de liquidez en dólares. En el caso de Brasil y Chile, sus Bancos Centrales realizaron *swaps* de monedas y en el caso de Perú dicha intervención se realizó a través de repos en dólares. Por su parte, México instauró subastas diarias y extraordinarias de venta de dólares. Adicionalmente, la FED anunció en octubre de 2008 la apertura de líneas *swap* con Brasil y México, por un monto de US\$30 billones para cada economía. En febrero la FED extendió hasta el 30 de octubre de este año la vigencia de estas líneas, que inicialmente terminaban el 30 de abril.

En el segundo semestre de 2008, las monedas de las economías de la región presentaron un aumento en su volatilidad, especialmente en el mes de octubre. En el *Gráfico 9* se presenta la evolución de la volatilidad intradía de las tasas de cambio de Colombia, Brasil, México, Chile y Perú. Es claro que la mayor percepción de riesgo en los mercados internacionales, se tradujo en un comportamiento más volátil de las monedas de la región. Según los datos disponibles⁷, Colombia registra la mayor volatilidad intradía promedio de la tasa de cambio en los meses de junio, julio, agosto y septiembre del año pasado. El real brasileño



⁷ El período de datos disponibles para el análisis intradía de las tasas de cambio en Bloomberg es marzo 2008 a febrero 2009.

experimentó una volatilidad intradía importante desde octubre hasta enero. En febrero del presente año, el peso colombiano se caracteriza nuevamente por ser el más volátil.

La volatilidad y la iliquidez de los mercados financieros internacionales, produjeron un cambio en la política cambiaria desarrollada por los Bancos Centrales de la región. Durante el primer semestre de 2008, se presentaron compras importantes de divisas, en tanto que para el segundo semestre se desacumulaban reservas internacionales. En esta materia se destaca el caso de México, Brasil y Perú (*Cuadro 1*).

Cuadro 1
Devaluación e Intervención Cambiaria - 2008

	Devaluación		Intervención Mercado Cambiario 2008 US\$ millones				Total
	I Semestre (enero - junio)	II semestre (julio - diciembre)	I semestre		II semestre		
			Compras	Ventas	Compras	Ventas	
Colombia	-5%	14%	1.035		1.347	-235	2.147
Chile*	6%	20%	2.700		3.050	-969	4.781
México**	-6%	27%				-15.178	-15.178
Perú	-1%	5%	8.728	-164		-5.810	2.754
Brasil	-9%	51%	15.196		5.343	-25.967	-5.428

*Las ventas del segundo semestre corresponden al saldo vigente de operaciones swap a fin de año.

** No incluye las compras de reservas que realiza el Banco Central de México a Pemex.

Durante los primeros dos meses de este año, se han observado ventas importantes de divisas por parte de los Bancos Centrales. En el *Cuadro 2* se presenta la intervención realizada por Brasil, México, Chile, Perú y Colombia durante enero y febrero del presente año. En particular se destaca la alta intervención de México en lo corrido de febrero.

Cuadro 2
Devaluación e Intervención Cambiaria (ventas) - 2009

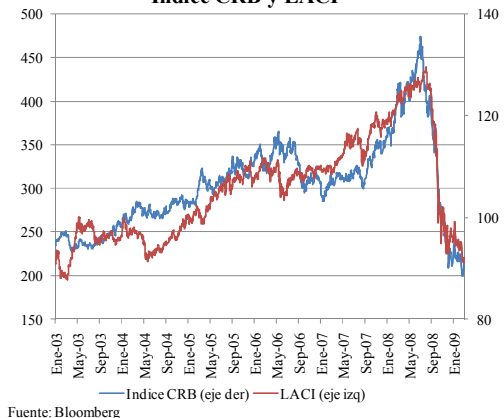
	Devaluación		Intervención Mercado Cambiario US\$ millones			Saldo de Reservas Internacionales US\$ millones	Promedio de Negociación mercado spot 2009 (US\$ millones)
	Año corrido	Año completo	Enero	Febrero*	Total		
Colombia	15.4%	35.5%	175.0	193.5	369	23,064	950
Chile	-2.4%	32.8%	15.0	0.0	15	23,253	1,000
México	8.1%	37.1%	988.0	2,307.0	3,295	80,933	3,153
Perú	3.7%	12.0%	675.5	299.0	975	29,676	250
Brasil	3.0%	38.4%	2,548.0	N.D.	2,548	200,709	5,000

* Intervención realizada hasta el 20 de febrero.

Adicionalmente la depreciación de las monedas de la región durante el último semestre de 2008, estuvo asociada a los descensos que se registraron en los precios de las materias primas. Dicho descenso se refleja en el comportamiento del índice CRB⁸ que cayó 50% entre julio y diciembre de 2008, presentando un cambio drástico de tendencia, si se tiene en cuenta que desde 2003 había registrado un comportamiento al alza, aumentando 94% entre enero de ese año y junio de 2008 (*Gráfico 10*).

Gráfico 10

Índice CRB y LACI



Fuente: Bloomberg

⁸ Índice creado con el promedio aritmético de precios futuros de una canasta de materias primas.

Mercado Cambiario en Colombia

Durante el primer semestre de 2008, el tipo de cambio colombiano presentó una tendencia a la baja, alcanzando un nivel de \$1.652 por dólar el 18 de junio, equivalente al nivel mínimo del año y correspondiente a una revaluación de 18% año corrido. Este comportamiento está asociado, como ya se mencionó, al debilitamiento generalizado que experimentó el dólar durante este período y a los flujos de entrada de dólares registrados en la balanza cambiaria, en un ambiente de diferenciales de tasas de interés elevados.

La apreciación del peso colombiano no fue un hecho aislado y estuvo en línea con el debilitamiento del dólar frente a otras monedas latinoamericanas. Sin embargo, es importante destacar que la revaluación del peso fue más pronunciada (el *Latam Currency Index* (LACI)⁹) durante el primer semestre registró una disminución de 7,14%) (Gráfico 11).

Entre enero y junio de 2008 la caja en dólares de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) presentó una disminución de tan sólo US\$7 millones. Lo anterior debido a que aumentaron sus obligaciones a futuro con los bancos extranjeros en US\$706 millones, pero posteriormente compensaron buena parte de este incremento, atendiendo oferta *forward* del sector real y otros agentes¹⁰ por US\$665 millones (Cuadro 3, Gráfico 12).

Cuadro 3

Variación en Posiciones forward (Compras - Ventas)			
Agentes	Ene - Jun 2008	Jul - Dic 2008	2009 (hasta 27 feb)
Intragruppo y Offshore	706	-1412	1397
Fondos de Pensiones	-14	598	-125
Sector real y otros	-665	331	-415
IMC	-26	483	-857
Variación PPC de IMC	-7	-1022	726

Millones de dólares

Fuente: Superfinanciera, Banco República

Gráfico 11

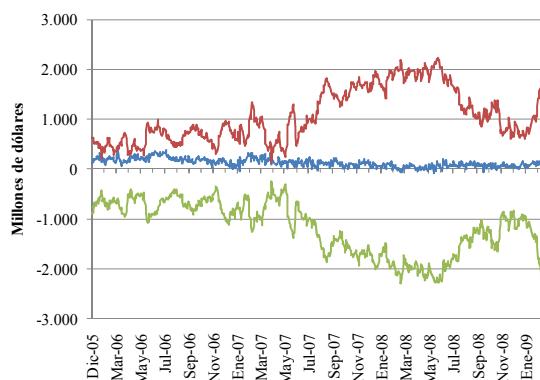
Promedio SET FX y LACI



Fuente: Bloomberg

Gráfico 12

Posición Propia de Contado, Posición Propia y Derechos Netos a Futuro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 13

VIX y Promedio SET FX



Fuente: Bloomberg

⁹ 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.

¹⁰ Se incluye en la clasificación "Sector Real y Otros", agentes diferentes a entidades del mismo grupo financiero, agentes del exterior y fondos de pensiones.

Durante el primer semestre de 2008, el Banco de la República (BR) compró divisas por US\$1.035 millones a través de varios mecanismos de intervención. En primer lugar, entre enero y mayo, se activaron las condiciones para que el emisor realizara subastas de opciones *put* para control de volatilidad, que sumadas a las opciones *put* de acumulación de reservas lo llevaron a comprar US\$633 millones. En el mes de junio, el BR compró US\$402 millones resultantes del ejercicio de opciones *put* que seguían vigentes y la realización de subastas competitivas por un monto de US\$20 millones diarios. Estas subastas se anunciaron el 20 de junio y se realizaron a partir del 24 de junio, como una medida que buscaba intensificar la acumulación de reservas internacionales para hacer frente a un eventual deterioro del entorno internacional. El 26 de junio la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) suspendió las subastas de opciones *call* para control de volatilidad.

Ante la agudización de la crisis financiera internacional, a partir de junio de 2008 el peso colombiano revirtió la tendencia revaluacionista y cerró el año en \$2.244 por dólar, presentando una devaluación acumulada durante el año de 11.3%. Es importante destacar que sólo entre el 19 y el 30 de junio, el tipo de cambio aumentó \$272, coincidiendo con el inicio de las subastas competitivas del BR para compras directas de divisas. El panorama internacional, caracterizado por un incremento en la aversión al riesgo¹¹, trajo como consecuencia un menor apetito por activos de economías emergentes y fue un factor determinante en el comportamiento de las tasas de cambio latinoamericanas (*Gráfico 13*).

Cabe mencionar que en octubre, la incertidumbre en los mercados financieros internacionales se intensificó y como se mencionó anteriormente, se presentaron los mayores niveles de volatilidad e iliquidez, tanto en los mercados cambiarios de la región, como en los internacionales.

Con el propósito de medir el nivel de profundidad del mercado cambiario de contado en Colombia, se construyó un indicador de iliquidez, compuesto por variables que reflejan las condiciones del mercado monetario en EE.UU. y la liquidez en la plataforma de negociación SET FX¹². Este indicador presentó un deterioro significativo entre agosto y octubre de 2008. Posteriormente corrigió a la baja, en parte por la ampliación de las medidas anunciadas por la FED para otorgar liquidez y un menor nerviosismo en los mercados crediticios internacionales. En la actualidad, el indicador se encuentra en niveles inferiores a los observados el año pasado y a finales de febrero cayó 59% frente al 31 de diciembre de 2008, lo que evidencia un mejoramiento en la profundidad del mercado (*Gráfico 14*).

¹¹ A partir de mediados del año el VIX experimentó un incremento de 16 puntos porcentuales al pasar de 24% el 30 de junio a 40% el 31 de diciembre, después de alcanzar un máximo de 81% en noviembre.

¹² Índice calculado con el promedio ponderado por desviaciones estándar de: i) diferencia entre la Libor y la tasa de referencia de la FED, ii) el *bid-ask* spread del mercado *spot* en Colombia (SET FX), y iii) la razón devaluación a volumen transado en SET FX. El índice tiene relación indirecta con la profundidad (liquidez) del mercado.

En octubre, el Gobierno Nacional anunció la decisión de eliminar el depósito no remunerado del 50% para la inversión de portafolio del exterior en acciones¹³ y desmontar el requisito de permanencia mínima de dos años para la inversión extranjera directa. A su vez, la JDBR redujo de 40% a 0% el depósito en moneda legal colombiana o en dólares de operaciones de endeudamiento externo para la prefinanciación de exportaciones y la financiación de importaciones a un plazo superior a 6 meses. Adicionalmente, la JDBR anunció que dada la volatilidad que venía presentando la tasa de cambio, suspendía temporalmente el programa de subastas de compra directa de reservas internacionales que se había llevado a cabo a partir de junio 24 de 2008 y le había permitido acumular desde julio hasta ese momento un total de US\$1.344 millones. Así mismo, a partir del 7 de octubre reactivó las subastas de opciones *call* para control de volatilidad que habían sido suspendidas el 26 de junio, y a través de este mecanismo realizó ventas netas por US\$234 millones. Entre julio y diciembre el Banco de la República realizó compras netas de divisas por US\$1.112 millones¹⁴.

En cuanto a los IMC, entre julio y diciembre desacumularon US\$1.022 millones de su caja en dólares, ante la disminución de sus obligaciones netas a futuro. Un porcentaje importante de la disminución de la caja de los IMC ocurrió desde principios de julio hasta agosto, meses en los cuales el BR realizó compras de divisas, principalmente mediante subastas de compra directa. En el mes de octubre, como se anotó anteriormente, la balanza cambiaria registró una significativa salida de dólares, que determinó en parte el comportamiento devaluacionista del peso colombiano. Adicionalmente este período estuvo caracterizado por un fortalecimiento del dólar a nivel mundial, debido a las crecientes preocupaciones acerca de la situación económica y financiera de las principales economías desarrolladas.

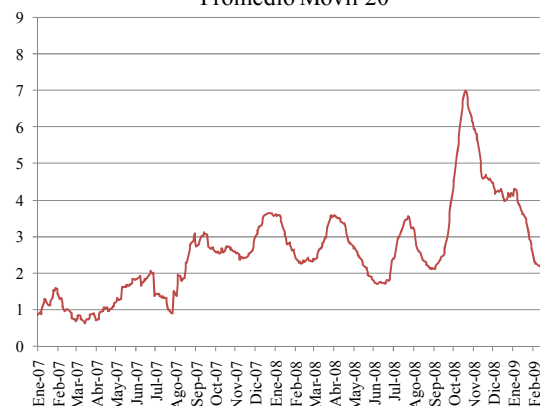
Al comparar la evolución del peso colombiano frente a otras monedas de la región durante el segundo semestre, se observa que el incremento de la tasa de cambio en Colombia (18%) fue menos pronunciado que en Brasil (44%), México (33%) y Chile (21%). Esto pudo

¹³ Al cierre de septiembre los depósitos en pesos por ese concepto ascendían a \$70 mil millones.

¹⁴ El BR no intervino durante noviembre y realizó compras de divisas por US\$2,3 millones en diciembre

Gráfico 14

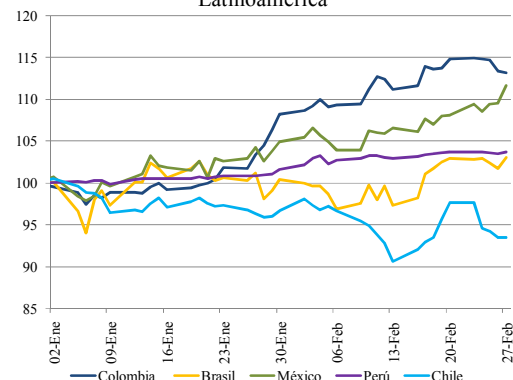
Indicador de Iliquidez Mercado Cambiario
Promedio Móvil 20



Fuente: Bloomberg, cálculos DODM Banco de la República

Gráfico 15

Devaluación Acumulada 2009
Latinoamérica



Fuente: Bloomberg

obedecer a que los efectos de la crisis fueron mitigados en Colombia por las medidas cambiarias y de control de riesgo adoptadas por el BR y el Gobierno Nacional¹⁵.

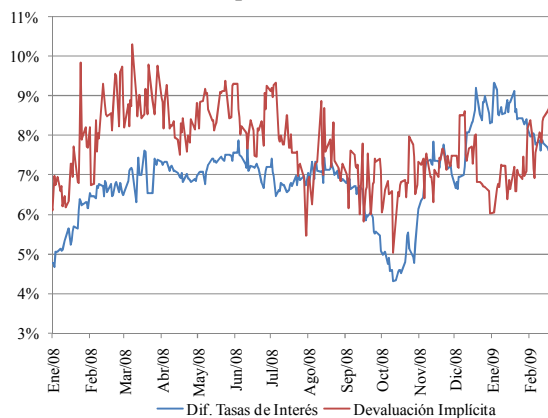
En lo corrido de 2009, la tendencia alcista de la tasa de cambio colombiana se acentuó, acumulando hasta el 27 de febrero un incremento de 13,9%, convirtiendo al peso colombiano en la moneda más depreciada de la región durante los dos primeros meses de este año (*Gráfico 15*).

El comportamiento devaluacionista del peso colombiano, al parecer obedeció a que los IMC incrementaron hasta finales de febrero su posición de caja en dólares (PPC) en US\$726 millones. Este aumento de la PPC de los IMC fue resultado del cubrimiento del riesgo cambiario de una mayor posición vendedora neta a futuro, la cual aumentó en los primeros dos meses de este año US\$857 millones, como consecuencia de la demanda en el mercado *forward* por parte de agentes del exterior. Dicho aumento en la caja de los IMC refleja que la demanda de dólares *forward* no fue atendida por la oferta de otros agentes (sector real y fondos de pensiones) como ha ocurrido en otros períodos.

La demanda en el mercado *forward* por parte de agentes del exterior, se tradujo en un aumento en las devaluaciones implícitas, que se incrementaron 275 p.b. hasta finales de febrero de 2009¹⁶. Dicho comportamiento se presentó, pese a que las devaluaciones teóricas medidas por el diferencial de tasas de interés habían disminuido¹⁷ (*Gráfico 16*).

En el *Gráfico 17* se observa la diferencia entre las devaluaciones implícitas observadas y el diferencial de tasas de interés. Nótese que durante casi la totalidad del año 2008, dicha diferencia fue positiva, fluctuando entre 0% y 3%, mientras que a finales de 2008 y hasta finales de enero de 2009, la diferencia se ubicó en niveles negativos. Durante febrero,

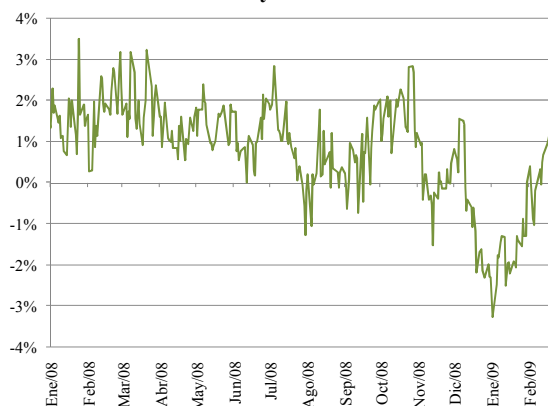
Gráfico 16
Diferencial de Tasas de Interés y
Devaluación Implícita Anualizada a 1 mes



Fuente: Bloomberg

Gráfico 17

Diferencia entre Devaluación Implícita
Observada y Teórica a 1 Mes



Fuente: Bloomberg

¹⁵ A mediados de 2007 se establecieron controles de capitales al endeudamiento en moneda extranjera y a la inversión de portafolio por parte de agentes del exterior. Adicionalmente se estableció un límite a las operaciones *forward* de los IMC, conocido como límite a la Posición Bruta de Apalancamiento (PBA). Estas medidas complementan los límites existentes a la Posición Propia en moneda extranjera (PP) y a la Posición Propia de Contado (PPC), que limitan la exposición cambiaria de los agentes y su posición de caja en dólares.

¹⁶ Devaluación implícita de los contratos *forward* a un mes.

¹⁷ Para el cálculo del diferencial de tasas de interés, se utiliza la tasa cero cupón a un mes de los TES tasa fija en pesos y la Libor en dólares al mismo plazo.

debido a la demanda en el mercado *forward* por parte de agentes del exterior y el incremento en las devaluaciones implícitas observadas, la diferencia volvió a ser positiva.

Además de la tendencia devaluacionista, el mercado cambiario estuvo caracterizado por una alta volatilidad, activando las subastas de opciones *call* para control de volatilidad, llevando al BR a vender US\$368,5 millones.

El *Cuadro 4*, que presenta la intervención del BR en el mercado de contado y la variación de la PPC de los IMC.

Cuadro 4
Flujos Cambiarios (ventas - compras)

Concepto	Ene - Jun 2008	Jul - Dic 2008	Año 2009 (hasta 27 febrero)
Oferta Banco República	-1034.8	-1112	368.5
Disminución PPC de IMC	7	1022	-726

millones de dólares

3 MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

Esta sección analiza el comportamiento de los mercados monetario y de renta fija, evaluando la dinámica de la deuda pública interna y externa de Colombia y de otros países de la región. Así mismo se presenta una descripción del desempeño del mercado primario de deuda corporativa durante 2008 y hasta febrero de 2009.

3.1 Mercado Monetario

En el *Gráfico 18* se ilustra la evolución de las tasas de interés del mercado monetario durante 2008 y los primeros dos meses de 2009. Como puede observarse, hasta octubre de 2008 las tasas de interés mostraron una tendencia al alza, reflejando la transmisión de la política monetaria contraccionista que llevó a cabo la JDBR hasta julio de ese año.

En medio de la agudización de la crisis financiera internacional, la JDBR tomó algunas medidas para garantizar la liquidez en el mercado local. A finales de octubre redujo el encaje bancario de las cuentas corrientes y de ahorro, de 11.5% a 11% y de los depósitos a término a plazos menores a 18 meses de 6% a 4.5%; así mismo anunció que otorgaría liquidez transitoria con operaciones repo de 14 y 30 días y compró TES de manera definitiva por \$500 mil millones¹⁸. Adicionalmente, decidió cerrar temporalmente las subastas de contracción mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) y mantuvo abierta la ventanilla “lombarda” de contracción.

Desde finales de 2008, se presentaron excesos de liquidez en el mercado interbancario, situación que se vio reflejada en una posición deudora del BR con el sistema financiero (*Gráfico 19*) y una reducción de la tasa interbancaria (TIB), que llegó a ubicarse por debajo de la tasa de interés de referencia del BR. Así, mientras entre enero y octubre del año pasado la TIB estuvo en promedio 5 p.b. por debajo de la tasa de referencia, durante las últimas semanas de 2008 esta diferencia se amplió a cerca de 60 p.b. Con el objetivo de llevar la TIB a niveles más consistentes

Gráfico 18

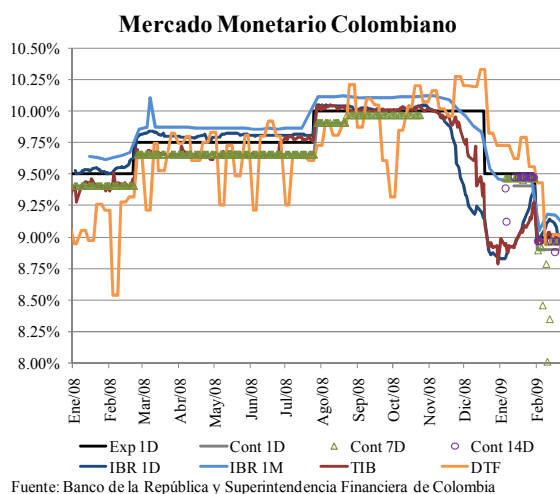


Gráfico 19



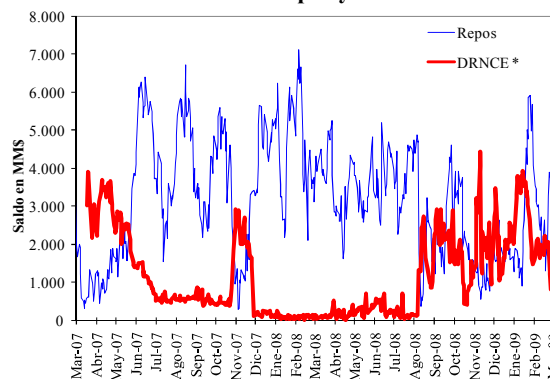
¹⁸ Estas compras serían incrementadas en el monto de la contracción generada por las ventas de divisas a través de las opciones de control de volatilidad

con la tasa de política monetaria, el 2 de enero de 2009 se anunció la realización de subastas de DRNCE a 7 y 14 días a partir del 5 de enero, con tasas máximas de 9.46% y 9.47% respectivamente¹⁹.

Inicialmente se fijó un cupo de \$2 billones para dichas subastas, pero debido a cambios en las proyecciones monetarias, el monto a subastar alcanzó un nivel máximo de \$3,5 billones en enero. A finales de febrero el cupo aprobado para los DRNCE ascendió a \$1,8 billones. En esta coyuntura el BR realizó simultáneamente operaciones de expansión y contracción, lo cual evidencia los problemas de segmentación del mercado monetario, en donde la canalización de los recursos de los agentes superavitarios a los agentes deficitarios no se lleva a cabo completamente a través del mercado, sino por medio de la intermediación del BR (*Gráfico 20*).

Gráfico 20

Saldo de Repos y DRNCE*



Fuente: Banco de la República
* Depósitos Remunerados No Constitutivos de Encaje. Incluye las operaciones de contracción por ventanilla a 1 día

Desde finales del año anterior, la DTF presentó una importante reducción, reaccionando a las reducciones que ha realizado la JDBR en la tasa de política monetaria. La Junta decidió iniciar un ciclo de recortes de la tasa de interés de referencia, como consecuencia del cambio en la tendencia de la inflación y la reducción en las expectativas de crecimiento tanto a nivel local como internacional. Entre diciembre de 2008 y febrero de 2009, la JDBR realizó tres reducciones en su tasa de política²⁰, ubicándola al final de febrero de 2009 en 8%.

¹⁹ Las tasas máximas de remuneración se encuentran atadas a la tasa de referencia. Los depósitos a 7 y 14 días tienen un margen máximo sobre la tasa de referencia de -4 p.b. y -3 p.b. respectivamente.

²⁰ En diciembre y enero la JDBR redujo la tasa de referencia en 50 p.b. en cada una de las reuniones y en febrero la recortó 100 p.b.

INDICADOR BANCARIO DE REFERENCIA (IBR)

En enero de 2008 comenzó a funcionar el esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia (IBR). Dicho indicador fue desarrollado por el sector privado con el respaldo del Banco de la República y otras entidades, con el objetivo de reflejar la liquidez del mercado monetario colombiano y de servir como herramienta de control de la transmisión de la política monetaria. Eventualmente, esta tasa podría ser utilizada como referente para el desarrollo de un mercado de derivados sobre tasa de interés.

El IBR fue creado ante la necesidad de disponer de un precio representativo del costo de los recursos en el corto plazo, dado que la DTF, actualmente utilizada como tipo de interés de referencia, presenta algunos inconvenientes que le impiden reflejar las condiciones fundamentales de la liquidez en la economía. Estos inconvenientes incluyen: i) no corresponde una tasa interbancaria; ii) tiene un rezago entre su cálculo y su publicación²¹, iii) no tiene en cuenta captaciones para plazos distintos a 90 días, y iv) no distingue emisores por su nivel de riesgo. Estos factores hacen que la DTF presente una alta volatilidad y una lenta respuesta a las decisiones de política monetaria.

En la actualidad, el IBR se calcula para los plazos de 1 y 28 días a partir de las cotizaciones de ocho bancos²², que equivalen a las tasas a las cuales son indiferentes entre prestar y recibir recursos. Con base en dichas cotizaciones, el BR calcula la mediana, que determina el IBR, al cual los participantes se otorgan créditos interbancarios, definiendo cada participante como demandante u oferente de recursos según su cotización sea superior o inferior al IBR.

Desde que comenzó a calcularse, el IBR ha presentado un comportamiento consistente con la dinámica de la tasa de política monetaria del BR (*Gráfico 20*), es de rápida publicación y en la metodología de cálculo contempla cotizaciones de entidades bancarias homogéneas en términos de riesgo. Esto le ha permitido reflejar adecuadamente las condiciones de liquidez de la economía y por ende, avanzar en un proceso de afianzamiento como tasa de referencia para captaciones de algunas entidades.

Para que el IBR continúe consolidándose como tasa de referencia del mercado monetario colombiano, es necesaria su ampliación a mayores plazos para generar una curva de rendimientos que sirva como referencia para la valoración de activos financieros como bonos y derivados.

²¹ La DTF es calculada con información observada durante semanas que comprenden de viernes a jueves, y tiene vigencia de lunes a domingo de la siguiente semana.

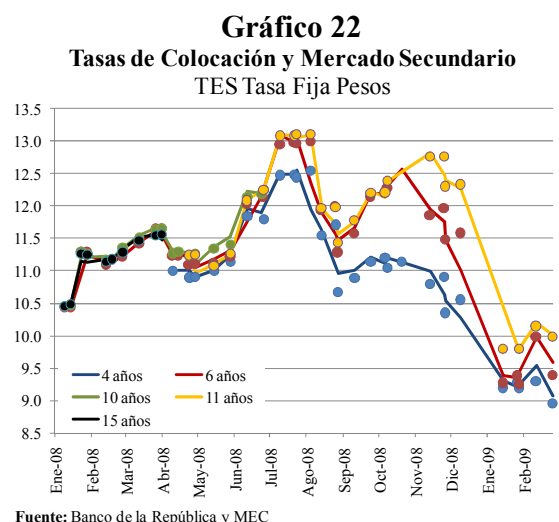
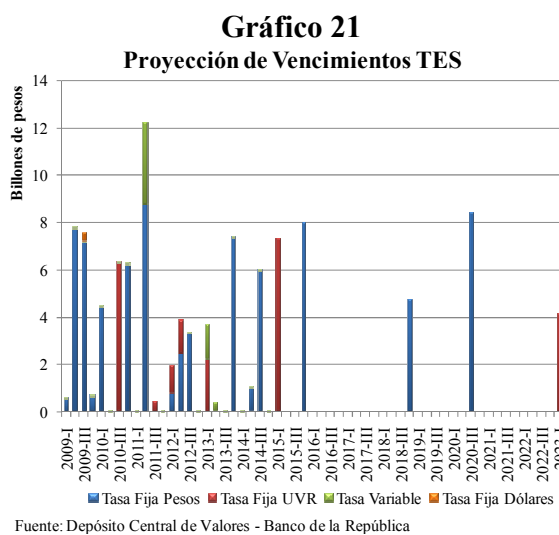
²² Los bancos cotizantes para el cálculo del IBR son elegidos por un año mediante la metodología CAMEL que evalúa para cada entidad capital (C), activos (A), administración (M), utilidades (E) y liquidez (L).

3.2 Mercado Primario Deuda Pública Interna

En 2008, el cupo de emisión autorizado por el BR era de \$24,6 billones, de los cuales a diciembre 31 se colocaron \$24,2 billones. Durante al año se colocaron mediante subastas \$11,2 billones, mediante inversiones forzosas \$8,3 billones y en operaciones convenidas \$4,2 billones. Según su denominación, se colocaron \$20,2 billones en títulos tasa fija denominados en pesos y \$4 billones en títulos denominados en UVR.

A febrero 27 de 2009, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$106,7 billones. Para el 2009, el cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo es de \$24,5 billones, de los cuales al 27 de febrero se habían colocado \$5,56 billones²³. Actualmente, se encuentran abiertas tres emisiones de largo plazo denominadas en pesos (con vencimiento en agosto 2012, mayo 2014 y octubre 2018) y dos emisiones denominadas en UVR (vencimientos en marzo 2013 y febrero 2023). De las emisiones abiertas, se resalta aquella con vencimiento en mayo de 2014, que comenzó a colocarse este año, por lo que el saldo vigente a finales de febrero ascendía a \$1,03 billones.

En el *Gráfico 21* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES de largo plazo²⁴, donde se pueden observar vencimientos importantes durante el segundo trimestre de 2011. El primero de ellos corresponde a un título tasa fija en pesos por \$8,8 billones (mayo 18) y posteriormente tres TES IPC en abril 25, junio 8 (esta la más grande) y junio 27, por un valor total de \$3,4 billones. Adicionalmente se observa una acumulación importante de vencimientos durante 2009 y 2010, concentrando el 32% del total de vencimientos.



En cuanto al costo de financiación, el Gobierno Nacional tuvo un aumento importante en las tasas de colocación de los TES durante el primer semestre de 2008 (*Gráfico 22*). Esto se

²³ A febrero 27 se habían colocado \$2.526 miles de millones en subasta, \$798 miles de millones en convenidas y \$2.232 miles de millones en operaciones forzosas.

²⁴ 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 las denominaciones del 27 de febrero de 2009.

explica por el incremento en la tasa de interés de referencia y en las tasas de los títulos en el mercado secundario, especialmente de largo plazo ante el aumento en las expectativas de inflación. Sin embargo, la caída en las tasas en el mercado secundario después de julio y más pronunciadamente desde noviembre de 2008 ha determinado una reducción importante en los costos de financiación del Gobierno.

Por último, el saldo autorizado para los TES de corto plazo durante 2009 es de \$5,6 billones, de los cuales se habían colocado en el mercado \$1,4 billones al final de febrero. 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 reabierta 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.

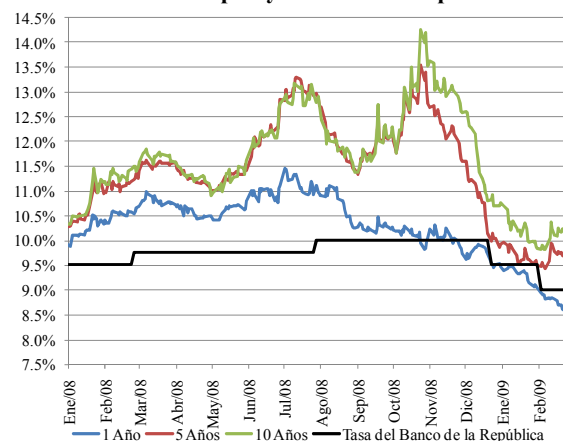
3.3 Mercado Secundario Deuda Pública Interna

El período comprendido entre enero y octubre de 2008 fue desfavorable para el mercado de deuda pública local. Las tasas de los TES de mediano y largo plazo mostraron un incremento, lo cual implica una desvalorización de los bonos, teniendo en cuenta la relación inversa entre la tasa y el precio. Así por ejemplo, el bono con vencimiento en 2020 pasó de una tasa de 10,30% en enero a una de 13,18% al cierre de octubre. Sin embargo, los títulos de más corto plazo presentaron una desvalorización durante el primer semestre, que al cierre de octubre fue corregida completamente (*Gráfico 23*).

Las tasas de los TES de mediano y largo plazo estuvieron influenciadas por el deterioro en las expectativas de inflación, luego del importante incremento en los precios registrado especialmente durante el primer semestre de 2008. Esta tendencia se vio reforzada por el aumento en los niveles de aversión al riesgo a nivel internacional, que redujo la demanda por activos riesgosos, incluyendo los títulos de deuda pública de países emergentes.

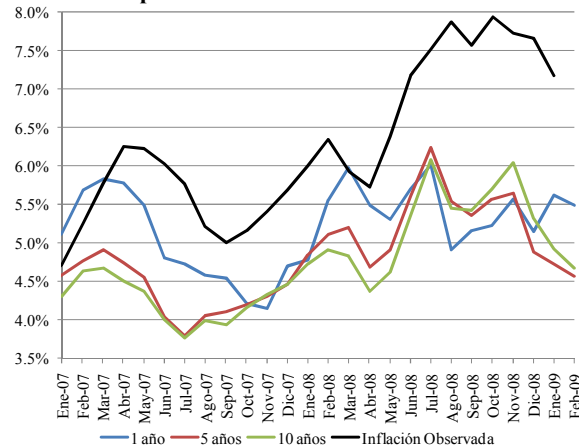
En el 2008, la JDBR continuó con el ciclo contraccionista que inició desde abril de 2006, realizando dos incrementos en la tasa de

Gráfico 23
Tasas Cero Cupón y Tasa Banco República



Fuente: Banco de la República - SEN

Gráfico 24
Expectativas e Inflación Observada



Fuente: Infoval, cálculos Banco de la República

interés de referencia en febrero y julio, aumentándola de 9,5% a 10%²⁵.

A partir de octubre, tanto la inflación observada como sus expectativas²⁶ presentaron un cambio en su tendencia (*Gráfico 24*), favoreciendo un movimiento similar en las tasas de rendimiento de los títulos, especialmente en el mediano y largo plazo. Esto hizo que la curva presentara tanto un movimiento paralelo a la baja, como una corrección parcial en el empinamiento que se venía presentando desde comienzos de 2008 (*Gráfico 25*). Posteriormente, en este ambiente de menores presiones inflacionarias y expectativas de inflación a la baja, la JDBR inició en diciembre de 2008 un ciclo de recortes de la tasa de interés de referencia.

En cuanto a los portafolios de los diferentes agentes, se observó una reducción en el portafolio de TES de los establecimientos de crédito hasta agosto de 2008, acumulando una reducción de \$2,11 billones, de manera congruente con el crecimiento de la cartera y el comportamiento de las tasas de interés. Sin embargo, debido al cambio en la tendencia de los precios de los títulos desde el segundo semestre del año anterior, estas entidades han comenzado a demandar títulos, incrementando el valor de sus inversiones en TES en \$4,97 billones²⁷, favoreciendo la valorización de los mismos. Esta demanda de los establecimientos de crédito ha sido suplida con la oferta en el mercado primario, por lo que no se ha visto una reducción en las inversiones en TES de alguno de los otros grupos (*Gráfico 26*).

La demanda de los establecimientos de crédito y el comportamiento alcista en los precios de los títulos han favorecido la liquidez del mercado secundario. En el 2009 se ha presentado un aumento en los montos de

Gráfico 25

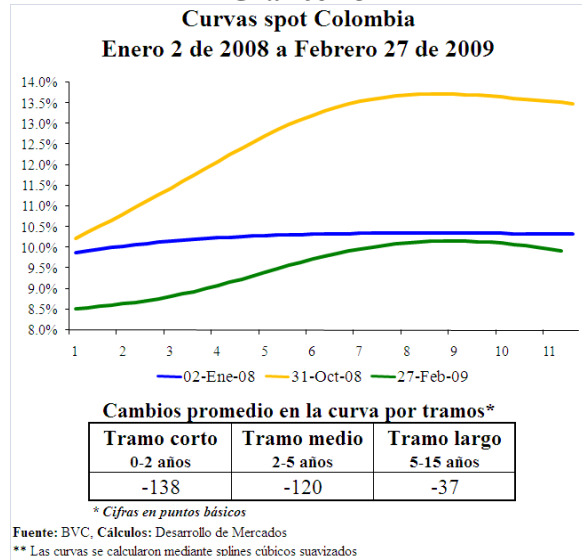


Gráfico 26

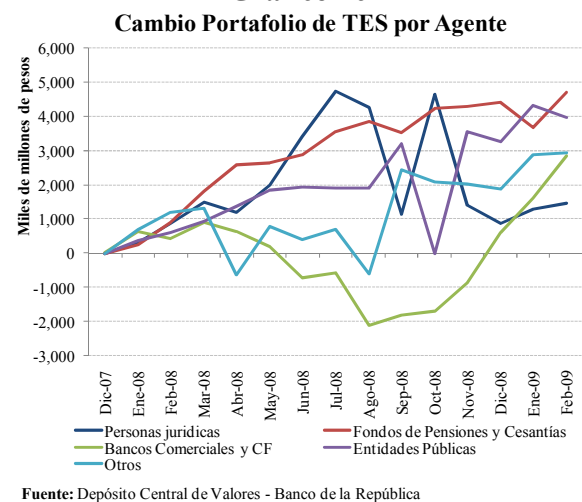
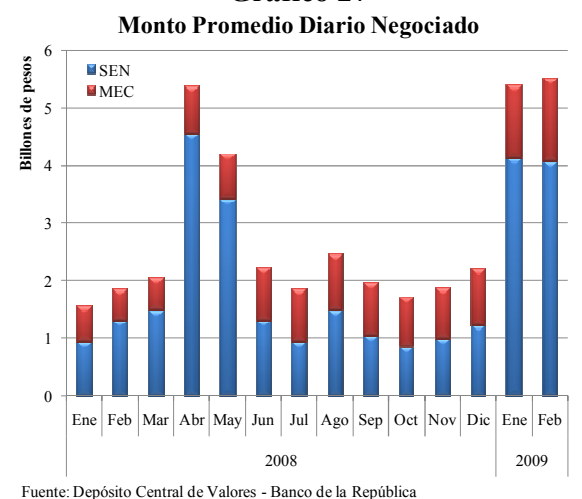


Gráfico 27



²⁵ Entre abril de 2006 y julio de 2008 la JDBR incrementó en 400 p.b. su tasa de referencia, hasta un 10%.

²⁶ Corresponden a la diferencia entre la curvas *spot* de los TES tasa fija y los UVR.

²⁷ Incremento del valor nominal del portafolio de TES de los establecimientos de crédito.

negociación, transando en promedio durante febrero \$5,52 billones diarios, frente a niveles cercanos a \$2 billones, observados durante la mayor parte de 2008 (*Gráfico 27*).

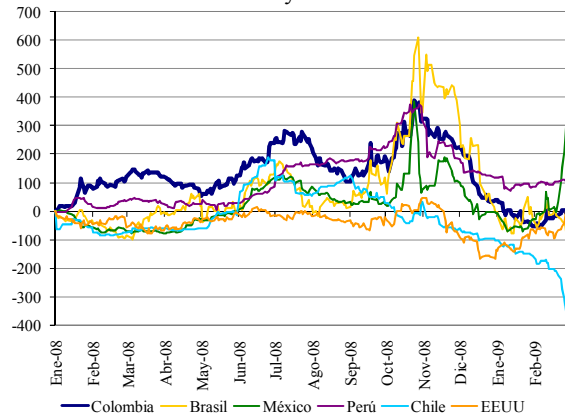
3.4 Deuda Pública Interna en los Países de la Región y Estados Unidos

Al comparar el comportamiento de las curvas cero cupón de otros países latinoamericanos, se observa un desarrollo similar al presentado por la curva de TES (*Gráfico 28*). A lo largo del primer semestre y hasta octubre de 2008, los títulos de deuda pública de los países latinoamericanos se vieron afectados negativamente por factores internos y externos. En el ámbito local, por el incremento en las expectativas inflacionarias, mientras se observaba que la inflación sobrepasaba en la mayoría de los países las metas fijadas por los Bancos Centrales (*Gráfico 29*). A nivel internacional, el incremento en la aversión al riesgo, ante la creciente preocupación por una recesión en los países desarrollados, reforzó la tendencia al alza en las tasas de los títulos de deuda pública de los diferentes países de la región.

Durante gran parte de 2008 los Bancos Centrales de los países de la región incrementaron sus tasas de interés de referencia (*Gráfico 30*), generando una presión al alza en las tasas de los títulos de deuda pública. Desde finales de 2008, luego de la corrección a la baja de la inflación en los diferentes países, y para aliviar las presiones sobre el crecimiento económico, los Bancos Centrales han comenzado a llevar a cabo políticas monetarias expansionistas (recortes de tasas de interés y en algunos casos reducción en los requerimientos de encajes).

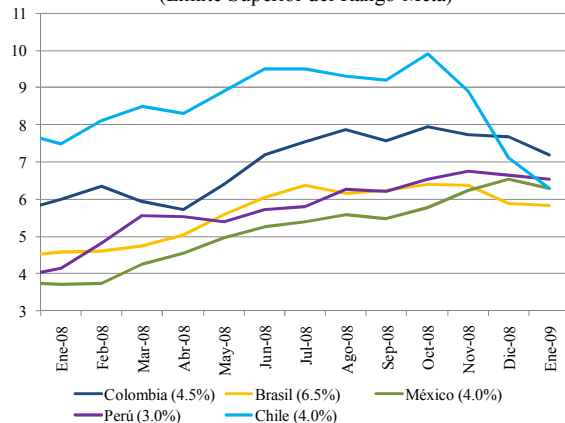
Dentro de los países de la región analizados, Colombia fue el primero en realizar una reducción en su tasa de interés. Como ya se mencionó dichos recortes se iniciaron en

Gráfico 28
Desplazamiento Paralelo Agregado (D1)
Latinoamérica y Estados Unidos



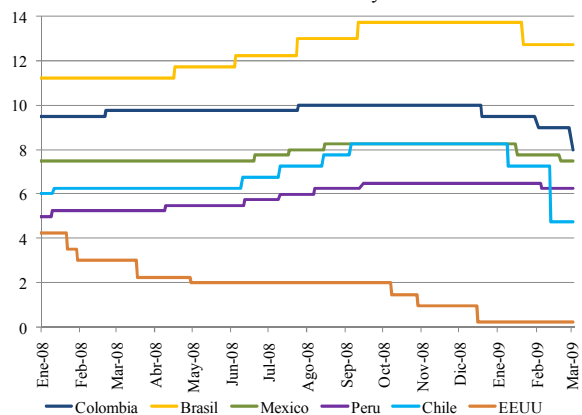
Fuente: Bloomberg y SEN, cálculos DODM - Banco de la República

Gráfico 29
Inflación Anual Países Latinoamericanos
(Límite Superior del Rango Meta)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 30
Tasas de Interés Nominales
Bancos Centrales Latam y EEUU



Fuente: Bloomberg

diciembre de 2008 y hasta febrero sumaron 200 p.b.. Por otro lado, se destaca el fuerte recorte que realizó el Banco Central de Chile, ajustando hasta finales de febrero su tasa en 350 p.b., mientras que en el mismo período Brasil lo hizo en 100 p.b., México en 75 p.b. y Perú en 25 p.b. (Gráfico 30).

3.5 Deuda Pública Externa

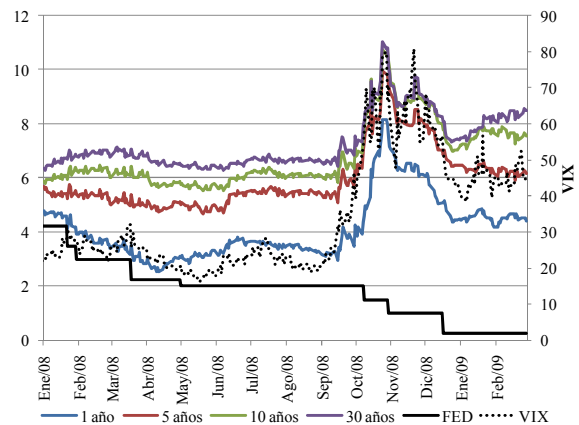
Hasta septiembre de 2008, los rendimientos de los títulos de deuda pública externa colombianos, especialmente en el mediano y largo plazo, se mantuvieron relativamente estables, a pesar de las reducciones en la tasa de interés por parte de la FED. Posteriormente, ante el incremento significativo en la aversión al riesgo que se presentó durante octubre, los rendimientos de los títulos de deuda externa colombianos presentaron un aumento considerable (Gráfico 31), reflejándose en un desplazamiento al alza de la curva de rendimientos, acompañado de un empinamiento (Gráfico 32). Al final de febrero de 2009, las tasas de rendimiento corrigieron parcialmente el incremento anterior, en una mayor magnitud en el corto plazo, reflejando los recortes en la tasa de referencia de la FED, por lo que se observa una curva más empinada.

Los márgenes de los *Credit Default Swaps* (CDS)²⁸ de los diferentes países de la región se incrementaron, ubicándose a febrero de 2009 en niveles muy superiores a los de comienzo de 2008 (Gráfico 33).

Es importante señalar que durante uno de los momentos más críticos de la crisis financiera internacional (octubre de 2008), el aumento de

Gráfico 31

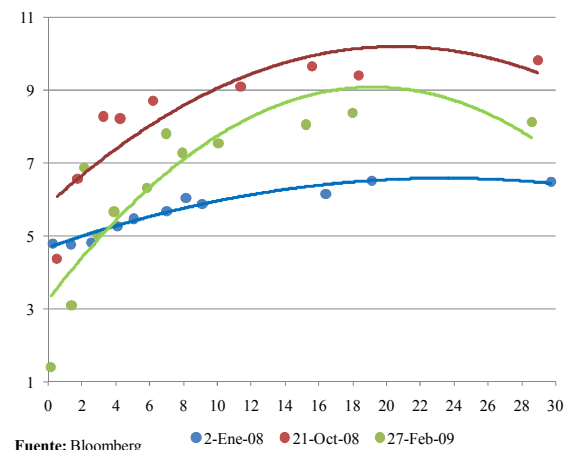
Rendimientos Deuda Externa y Tasa FED



Fuente: Bloomberg

Gráfico 32

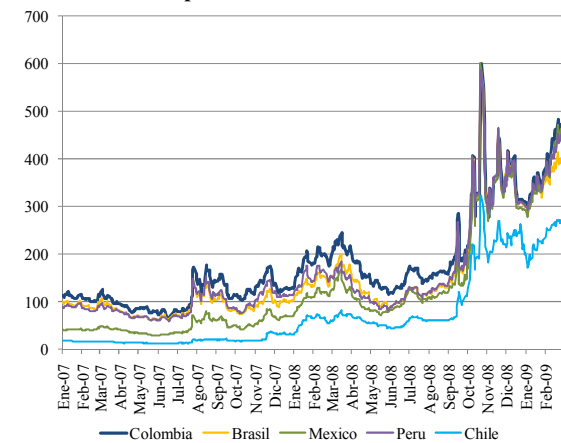
Curva de Rendimientos Deuda Externa



Fuente: Bloomberg

Gráfico 33

CDS Spread 5 Años Latinoamérica



Fuente: Bloomberg

²⁸ Una descripción muy general del derivado de crédito más común (*Credit Default Swap* – CDS) es la siguiente: Ante la ocurrencia de un evento de crédito, el comprador de protección estará cubierto frente a la desmejora en la calidad crediticia de un activo de referencia. En tal evento el vendedor de protección asegura al comprador de protección un precio por el activo de referencia y recibe este último por un valor de recuperación. En resumen, es un instrumento que protege al comprador de los daños causados por la ocurrencia de un evento de crédito por parte de un tercero.

los márgenes de los bonos soberanos fue más pronunciado que el de los CDS. La diferencia entre el margen de los CDS y el margen del bono soberano (*basis*) se presenta en la *Gráfico 34*. En octubre de 2008, luego de la quiebra de *Lehman Brothers* y de que los mercados monetarios internacionales comenzaran a registrar problemas de liquidez significativos, la diferencia entre los márgenes de los CDS y de los títulos de deuda soberana disminuyó y se hizo negativa (*Gráfico 34*). Este comportamiento se explica principalmente, por las restricciones de liquidez en el mercado monetario internacional, que hacían de los CDS un activo más atractivo para tomar una exposición en una economía, dado que requieren menos efectivo (*cash position*) y por esta razón resultan ser más líquidos que el bono soberano en este tipo de coyunturas.

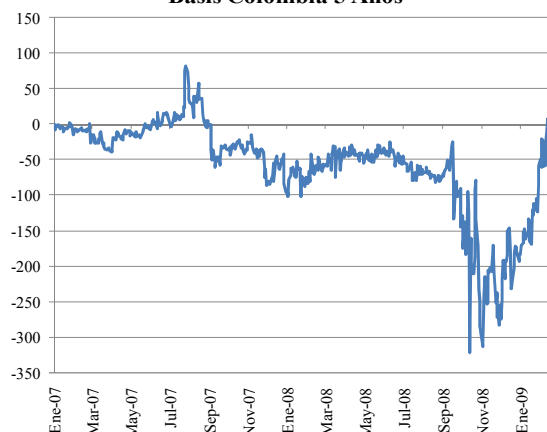
3.6 Mercado de Futuros de TES

En septiembre, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) lanzó al mercado el futuro de bono nocal, constituyéndose como el primer derivado estandarizado de instrumentos de renta fija en Colombia.

A través de este instrumento los participantes del mercado cuentan con una opción en sus decisiones de inversión para aumentar o reducir su exposición a los precios de los títulos de deuda pública interna. Este instrumento permite reducir la exposición en TES, facilitando la toma de posiciones cortas en el mercado de renta fija sin incurrir en los costos inherentes a una operación repo o una simultánea.

El futuro se negocia a cuatro vencimientos trimestrales (marzo, junio, septiembre y diciembre) y el subyacente (bono nocal) es un bono teórico emitido a par en la fecha de vencimiento del contrato de futuro con una

Gráfico 34
Basis Colombia 5 Años



Fuente: Bloomberg, con cálculos de Desarrollo de Mercados

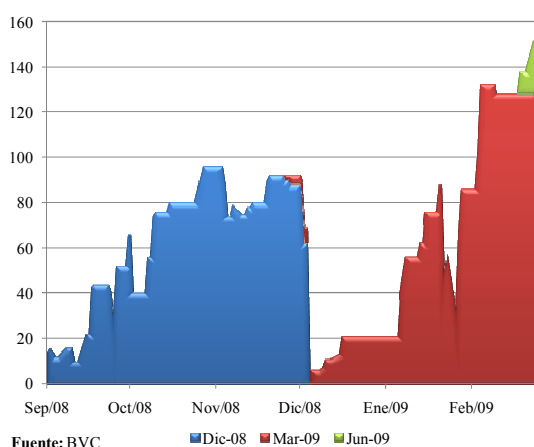
Gráfico 35
Precio Contratos Abiertos



Fuente: BVC

Gráfico 36

Cantidad de Contratos Abiertos



Fuente: BVC

tasa cupón de 11%. Este bono teórico sirve como herramienta de estandarización de las diferentes referencias de TES entregables para el contrato, y se relaciona con cada una de ellas a través de un factor de conversión que se mantiene constante a lo largo de la vida de éste²⁹.

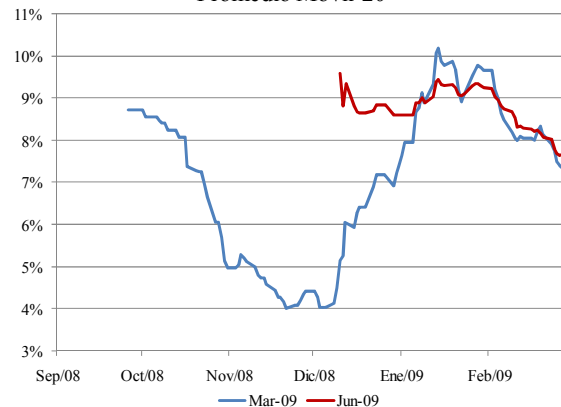
En el *Gráfico 35* se observa el comportamiento de los precios de los contratos listados en la BVC, mostrando una tendencia a la baja hasta finales de octubre, seguida de una valorización a partir de ese momento. En el *Gráfico 36* se observa un incremento en la cantidad de contratos abiertos del futuro con vencimiento en marzo, que alcanzó una posición máxima de 132 contratos a comienzos de febrero (cada uno por \$250 millones, para un total de \$33 mil millones), resultando ser superior a la máxima cantidad de contratos abiertos de la referencia con vencimiento en diciembre de 2008.

En el *Gráfico 37* se observa la tasa repo implícita en los contratos de futuros que se negocian en la BVC. En febrero del presente año, se negociaban los contratos con vencimiento en marzo y junio de 2009, y de sus precios de negociación se obtiene que la tasa repo implícita se encontraba alrededor del 8% para ambos vencimientos, presentando una tendencia a la baja desde enero³⁰.

3.7 Deuda Corporativa

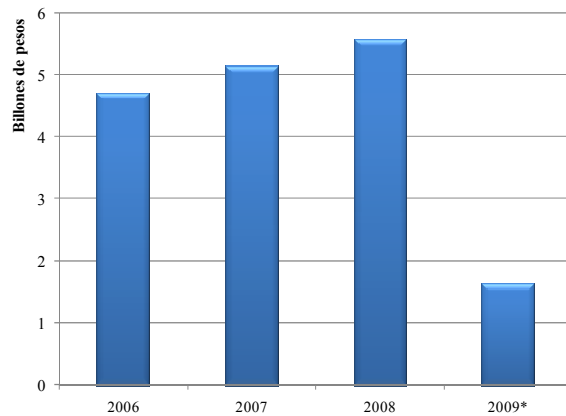
Las nuevas colocaciones de deuda corporativa continuaron incrementándose durante el 2008 y han mostrado un comportamiento muy favorable en lo corrido de 2009. En el 2008, las emisiones de deuda corporativa

Gráfico 37
Tasa Repo Implícita (con TES Sep14)
Promedio Móvil 20



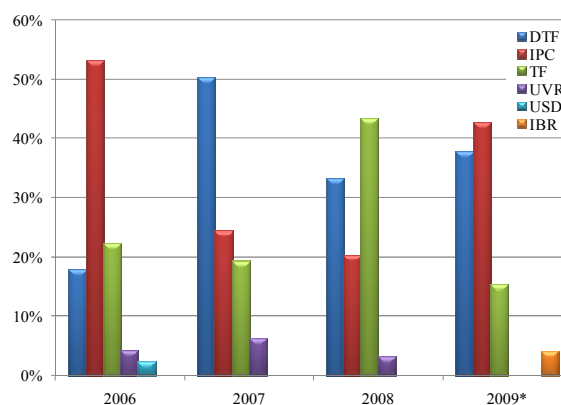
Fuente: BVC, cálculos Desarrollo de Mercados

Gráfico 38
Colocaciones Deuda Privada



* Datos hasta febrero
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 39
Colocaciones por Tasa de Interés



* Datos hasta febrero
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

²⁹ El cumplimiento del contrato es efectivo es decir, al vencimiento las posiciones abiertas deberán entregar una de las referencias entregables en una porción equivalente al valor nominal del contrato de futuros multiplicado por el factor de conversión de la referencia a entregar.

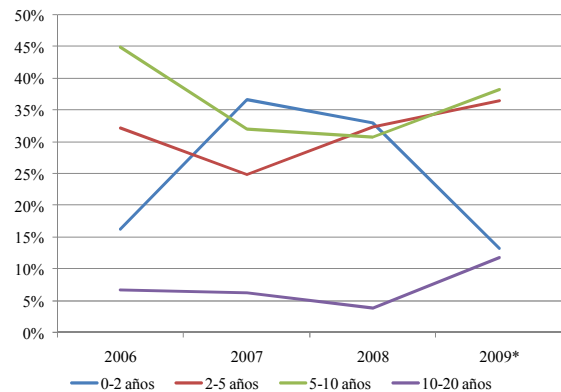
³⁰ Esta tasa repo implícita se calculó suponiendo que el título más barato para entrega es siempre para ambos contratos la referencia con vencimiento en septiembre de 2014.

ascendieron a \$5,57 billones, presentando un incremento del 8,4% frente a las emisiones durante el 2007 (*Gráfico 38*). En lo corrido de 2009, las emisiones ascienden a \$1,62 billones, cinco veces más que las emisiones que se habían colocado hasta febrero de 2008. En 2009 se resaltan las emisiones de Davivienda (\$550 miles de millones), Bancoldex (\$275 miles de millones), Emgesa (\$265 miles de millones), Alpina (\$260 miles de millones) y EPM (\$250 miles de millones)³¹.

El Gobierno Nacional anunció una reducción en el pronóstico de financiación mediante la colocación de títulos en el mercado local, buscando fuentes de financiación en los mercados internacionales. Ante dicho anuncio, es posible que se presente una mayor dinámica durante este año en las emisiones primarias de bonos corporativos, debido al mayor espacio que esto representa.

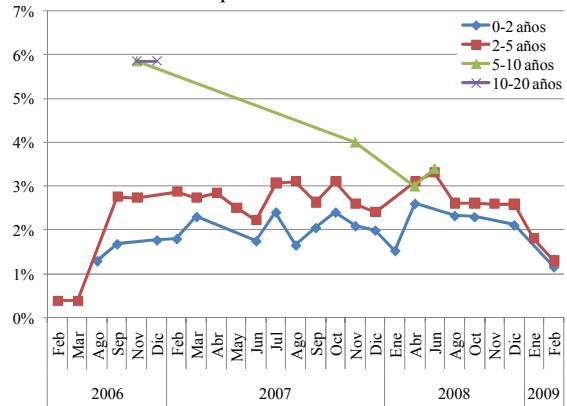
Al observar la dinámica de las colocaciones por tipo de tasa de interés, hasta el año anterior se evidenciaba un incremento en las colocaciones a tasa fija en pesos y una reducción en las colocaciones atadas al comportamiento de la inflación. Sin embargo, durante los primeros dos meses de 2009, las colocaciones atadas a la inflación se han incrementado, posiblemente por el cambio en la tendencia alcista que venía presentando la inflación durante los últimos dos años (*Gráfico 39*). También se destaca la colocación por primera vez de una emisión atada al comportamiento del IBR por parte de Davivienda, que colocó en febrero 5 de 2009 bonos ordinarios por \$68 mil millones a 18 meses, a una tasa de corte de IBR + 1.48% e.a.

Gráfico 40
Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



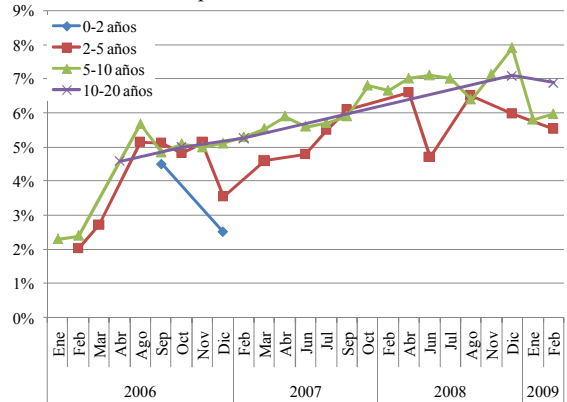
* Datos hasta febrero
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 41
Tasas de Colocación Deuda Corporativa Spread sobre la DTF



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 42
Tasas de Colocación Deuda Corporativa Spread sobre la Inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

³¹ Davivienda colocó seis emisiones a plazos entre 18 meses y 7 años, atadas a DTF, IPC, IBR y tasa fija. Bancoldex colocó dos emisiones a 33 y 45 meses atadas a DTF. Emgesa colocó 3 emisiones a 5, 10 y 15 años atadas a DTF e IPC. Alpina colocó tres emisiones a 10, 12 y 15 años atadas a IPC y tasa fija. Por último EPM colocó tres emisiones a 3 y 10 años atadas a DTF, IPC y tasa fija.

En cuanto a los plazos de colocación, desde el año anterior se ha visto un incremento en los plazos de las nuevas emisiones, con una menor participación de las emisiones a menos de dos años (*Gráfico 40*). Durante el 2009 se ha observado adicionalmente un incremento en la participación de las emisiones a plazos superiores a 10 años, en donde se destacan las emisiones a 15 años atadas a la inflación de Alpina y Emgesa por \$86,5 miles de millones y la colocación a 12 años a tasa fija por \$51,6 miles de millones por parte de Alpina.

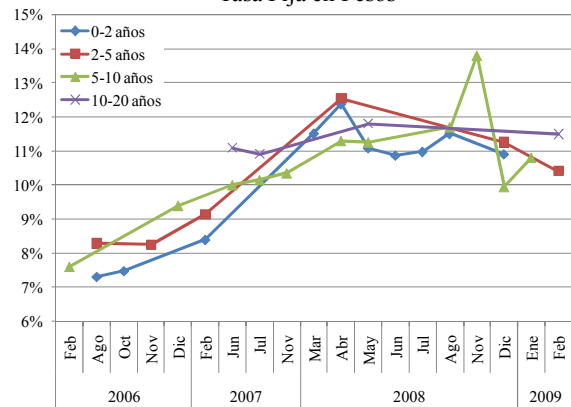
El comportamiento de las tasas de colocación de la deuda corporativa ha estado asociado a la dinámica de los rendimientos en el mercado secundario de la deuda pública interna, evidenciando un comportamiento alcista desde el 2006 y con una corrección a la baja desde finales de 2008. En los *Gráficos 41, 42 y 43* se observa la tasa promedio de colocación durante cada mes cuando hubo alguna colocación.

4 MERCADO ACCIONARIO

El índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) estuvo ligado al comportamiento de los índices accionarios de Estados Unidos, los cuales a su vez estuvieron influenciados constantemente por la publicación de cifras económicas que reflejaban la desaceleración de la economía estadounidense.

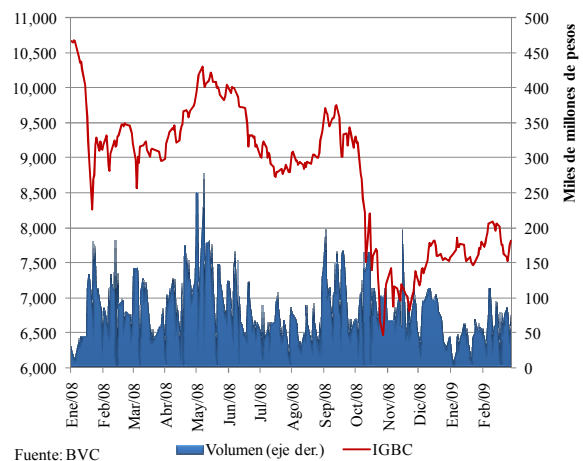
Durante las primeras semanas de 2008, el IGBC presentó una significativa disminución debido en parte, a la liquidación de acciones que habían sido compradas a finales de 2007 para obtener beneficios tributarios al cierre contable de ese año (*Gráfico 44*).

Gráfico 43
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija en Pesos



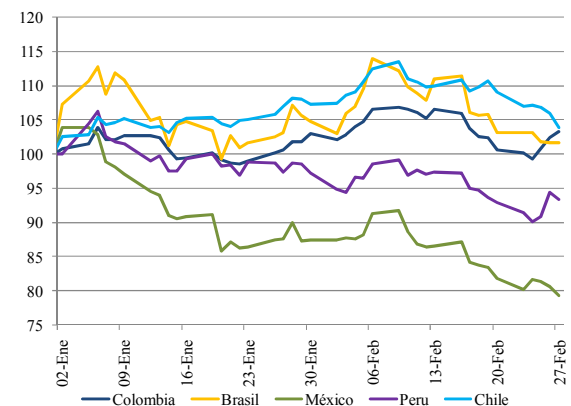
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 44
Mercado Accionario Colombiano



Fuente: BVC

Gráfico 45
Índices Bursátiles Latinoamericanos
(31/Dic/08 = 100)



Fuente: Bloomberg

Aunque las cifras corporativas publicadas para el cierre del primer semestre de 2008, evidenciaron un comportamiento favorable de las compañías, fueron contrarrestadas por la caída del precio del petróleo y por el preocupante panorama internacional.

En octubre hubo una desvalorización importante de las acciones, asociada al incremento de la aversión al riesgo ante la agudización de la crisis financiera internacional. Esto trajo como consecuencia una caída drástica en el IGBC, llevándolo a niveles ligeramente inferiores a los 6.500 puntos, nivel que no se presentaba desde mediados de 2006 (*Gráfico 44*). Además de la evolución negativa de los índices bursátiles de la mayoría de países, la disminución del IGBC durante el segundo semestre de 2008 estuvo también influenciada por la caída del precio del petróleo³², que tuvo un impacto importante en la acción de Ecopetrol. Lo anterior es relevante si se tiene en cuenta que dicha acción ingresó al cálculo del IGBC a partir del segundo trimestre de 2008 y desde entonces es la acción más transada en el mercado accionario colombiano. En el primer trimestre de 2009 su participación en la canasta del IGBC asciende a 51,77%.

Durante los dos primeros meses de 2009 el IGBC aumentó 3,27%, ubicándose en 7.807 puntos, nivel inferior al observado hasta septiembre de 2008. Este desempeño es menor al índice de Chile, y superior a los de Brasil, Perú y México (*Gráfico 45*).

³² En el segundo semestre de 2008 el barril de petróleo pasó de US\$140 a US\$45 disminuyendo 68%.