



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre
2010

Banco de la República

Diciembre 2010

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo

Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez

Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas

Jefe

María Alejandra Buitrago

Pedro Felipe Lega

Karen Juliet Leiton

Lina Vanessa Patiño

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

María de los Angeles Perrián

María Fernanda Ramírez

Contenido

INTRODUCCIÓN.....	3
RESUMEN EJECUTIVO	3
1. ENTORNO INTERNACIONAL.....	5
2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL.....	7
3. MERCADO CAMBIARIO.....	9
3.1. Mercado Cambiario Colombiano.....	11
4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA.....	14
4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia.....	14
4.2. Mercado de Deuda Pública.....	17
4.2.1 Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región.....	17
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia.....	19
4.3 Contratos de Futuros de TES.....	23
4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región.....	23
4.5 Deuda Pública Externa de Colombia.....	25
5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA.....	27
6. MERCADO ACCIONARIO.....	30

INTRODUCCIÓN

Este reporte hace una descripción del comportamiento de los mercados financieros colombianos, y realiza comparaciones internacionales. El análisis se centra en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2010, meses en los que varias medidas de percepción de riesgo internacional disminuyeron ante la recuperación de algunos indicadores económicos, las mejores perspectivas económicas de economías desarrolladas, los favorables resultados de las pruebas de estrés realizadas a los bancos europeos y las exitosas colocaciones de deuda pública de España y Portugal, que ayudaron a disipar los temores de los mercados con respecto a su capacidad de pago. Lo anterior ayuda a explicar el debilitamiento generalizado del dólar estadounidense, el buen desempeño de los principales índices bursátiles del mundo, y la valorización de activos de economías emergentes durante el periodo analizado. Adicionalmente, el anuncio de una posible postura más expansionista por parte de la Reserva Federal generó valorizaciones de los bonos de deuda de Estados Unidos.

En la primera sección de este documento se hace un breve recuento de los principales acontecimientos a nivel internacional y los factores que determinaron el comportamiento de los mercados externos. En la siguiente sección, se describe la evolución del dólar de EE.UU. frente a las monedas de otros países desarrollados y emergentes, y se analiza la evolución de los mercados cambiario, monetario, deuda pública y accionario de la región, haciendo énfasis en el desempeño de los mercados en Colombia.

RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

En el tercer trimestre de 2010 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces y frente a las monedas de Chile, Brasil, Colombia, México y Perú. Además de la menor percepción de riesgo a nivel internacional –que contribuye a explicar el fortalecimiento de las monedas de la región durante el periodo mencionado–, hubo factores locales que influyeron en el comportamiento del peso colombiano, como la mejora en las perspectivas de crecimiento económico, la revisión al alza del panorama de la calificación de deuda en moneda extranjera y las monetizaciones del sector público no financiero.

MERCADO MONETARIO

Durante el período analizado, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco Central de Australia y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de referencia inalteradas. El Banco Central Europeo anunció que extendería hasta enero de 2011 las operaciones extraordinarias de liquidez a 1 día y a 1 semana que inicialmente terminaban en octubre de 2010. Por su parte, en julio de 2010 *Ben Bernanke* anunció que la Reserva Federal podría reanudar el proceso de compra de bonos del Tesoro, lo cual fue ratificado en el comunicado del 15 de septiembre, cuando la autoridad monetaria estadounidense señaló que estaba preparada para proveer un mayor estímulo monetario para impulsar la recuperación de la economía si era necesario.

Los Bancos Centrales de Canadá y Nueva Zelanda, que ya habían realizado incrementos en sus tasas de política después de la crisis internacional, realizaron aumentos adicionales durante el tercer trimestre del año, ubicando sus tasas en 1% y 3%, respectivamente.

En Latinoamérica, los Bancos Centrales de Brasil, Chile y Perú realizaron incrementos a sus tasas de referencia ante los riesgos inflacionarios de la reactivación de sus economías, al tiempo que el Banco de la República (BR) y el Banco Central de México mantuvieron sus posturas de política monetaria inalteradas, dejando las tasas de interés en 3,0% y 4,5%, respectivamente.

En Colombia, el margen de intermediación se vio reducido ante una disminución de la tasa activa superior a la registrada por la tasa pasiva. Durante el periodo analizado la tasa interbancaria TIB y el IBR se mantuvieron en niveles cercanos a los de la tasa de referencia del BR. Por su parte, el BR aumentó su posición acreedora neta con el sistema financiero.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, los bonos de México y Brasil presentaron valorizaciones, al tiempo que los de Perú y Chile registraron comportamientos distintos para cada plazo. Los bonos colombianos se valorizaron, impulsados por las mejores perspectivas económicas de Colombia, los menores temores fiscales gracias a la propuesta de una regla fiscal, las expectativas de un aumento en la calificación de deuda externa de Colombia que le permitiría alcanzar el grado de inversión, y un ajuste a la baja en las expectativas de inflación.

En cuanto a los bonos de deuda externa en dólares de la región registraron valorizaciones importantes durante el periodo analizado. Este comportamiento estuvo asociado a la disminución en la percepción de riesgo gracias al mejor panorama internacional.

MERCADO ACCIONARIO

En un contexto de menor aversión al riesgo internacional, los índices bursátiles de Estados Unidos y de otros países de Europa y Asia presentaron incrementos, recuperando las pérdidas registradas el trimestre anterior. En EE.UU los avances estuvieron motivados por indicadores positivos de esa economía, expectativas de un mayor estímulo monetario por parte de la Reserva Federal y resultados corporativos del 2T10 mejores a los esperados por los analistas. En Europa, las bolsas se vieron favorecidas ante las menores preocupaciones con respecto a la situación fiscal de países europeos, como España y Portugal. Por su parte, los índices bursátiles de los países latinoamericanos registraron incrementos. En Colombia, las mejores perspectivas de la economía y la menor aversión al riesgo local impulsaron los índices bursátiles.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el tercer trimestre de 2010 la aversión al riesgo internacional disminuyó¹ (*Gráfico 1*), los índices accionarios se valorizaron (*Gráfico 2*) y las condiciones de financiamiento mejoraron (*Gráfico 3*)², ante la recuperación de algunos indicadores y perspectivas económicas de las principales economías.

En primer lugar, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentó sus proyecciones de crecimiento³ de la economía mundial para 2010 de 4,2% a 4,6%, para las economías avanzadas de 2,3% a 2,6% y para las economías emergentes y en desarrollo de 6,3% a 6,8%, ante el repunte de la actividad durante el primer semestre.

En Estados Unidos se publicaron datos positivos como los resultados corporativos del 2T10 y los indicadores del sector manufacturero; y negativos como los indicadores del sector inmobiliario.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el posible contagio de la crisis de deuda hacia países europeos como Irlanda, España y Portugal, y las consecuentes disminuciones en la calificación soberana de esos países⁴. Sin embargo, los temores disminuyeron al conocerse los resultados de las pruebas de estrés de los bancos europeos⁵, los anuncios sobre ajustes fiscales y las exitosas colocaciones de deuda pública de España y Portugal. Adicionalmente, es importante destacar que los índices de confianza se recuperaron y los resultados corporativos del 2T10 se ubicaron por encima de lo esperado por los analistas.

Gráfico 1

Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa

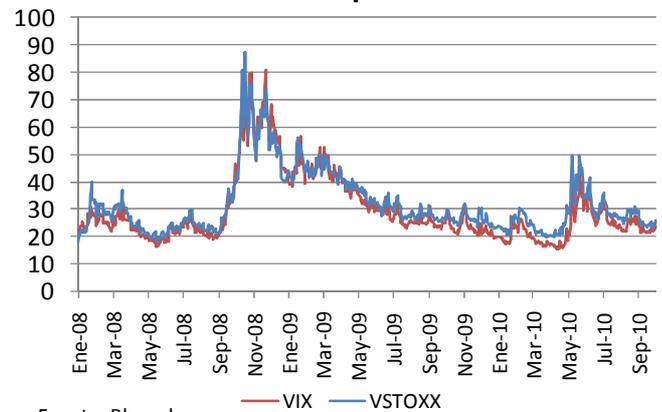


Gráfico 2

Índices Accionarios Base 100: 31 Diciembre 2007

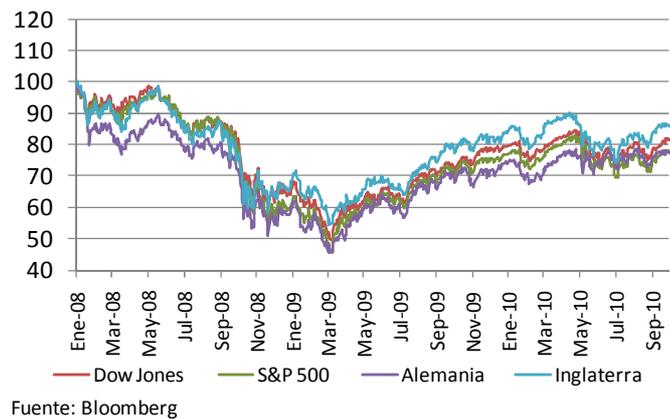
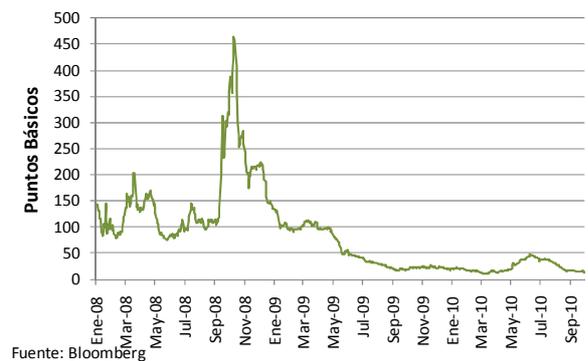


Gráfico 3

TED Spread



¹ En el periodo analizado el VIX pasó de 34,54% a 23,7% y el VSTOXX pasó de 34,32% a 26,11%.

² En el periodo analizado el TED Spread pasó de 36 p.b. a 14 p.b.

³ La estimación anterior se había realizado en abril de 2010 y se actualizó en julio del mismo año.

⁴ Moody's disminuyó la calificación de Portugal de Aa2 a A1, la de Irlanda de Aa1 a Aa2 y la de España de Aaa a Aa1, y S&P la Irlanda de AA a AA-.

⁵ Se realizaron las pruebas a 91 bancos europeos y se reportó que siete de ellos no resistirían otra recesión (5 españoles, 1 alemán y 1 griego) y que tenían un déficit de capital de EUR3,5 billones.

En cuanto a las economías emergentes, en China se conocieron datos peores a los esperados por los analistas, como el crecimiento económico del 2T10⁶ y los datos de producción industrial y ventas minoristas. En India y en las economías latinoamericanas los datos de producción industrial, exportaciones y ventas al por menor fueron positivos en algunos meses y negativos en otros.

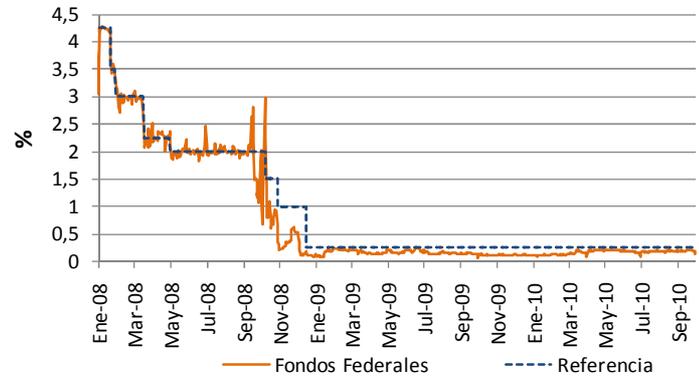
En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - *Gráfico 4*) y los Bancos Centrales de la Zona Euro (1%-*Gráfico 5*) e Inglaterra (0,5%- *Gráfico 6*) mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos, mientras que los Bancos Centrales de Canadá (+50 p.b. a 1%) y Nueva Zelanda (+25 p.b. a 3%) las continuaron aumentando.

Adicionalmente, la Reserva Federal (FED) manifestó que se tendría un ritmo de recuperación menor en la economía estadounidense y que estaba preparada para proveer estímulos adicionales si se necesitaban. Por su parte, el Banco Central Europeo anunció que extendería las operaciones extraordinarias de liquidez a 1 día y a 1 semana hasta enero de 2011 (previamente se había anunciado su realización hasta octubre de 2010). En línea con las tasas de política monetaria, las tasas interbancarias a un día continuaron en niveles bajos, y en el caso de la Zona Euro ésta continuó por debajo de la tasa establecida por el Banco Central (*Gráficos 5*).

Por su parte, los Bancos Centrales de India (de 3,75% a 5%), Turquía (de 6,5% a 7%), Malasia (de 2,5% a 2,75%), Brasil (de 10,25% a 10,75%), Chile (de 1% a 2,5%) y Perú (de 1,75% a 3%) aumentaron sus tasas de interés, mientras que el de Suráfrica la disminuyó (de 6,5% a 6%).

Gráfico 4

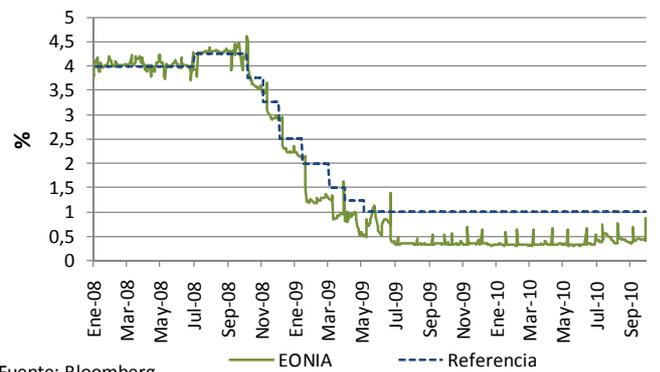
Tasa Interbancaria y de Referencia EEUU



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

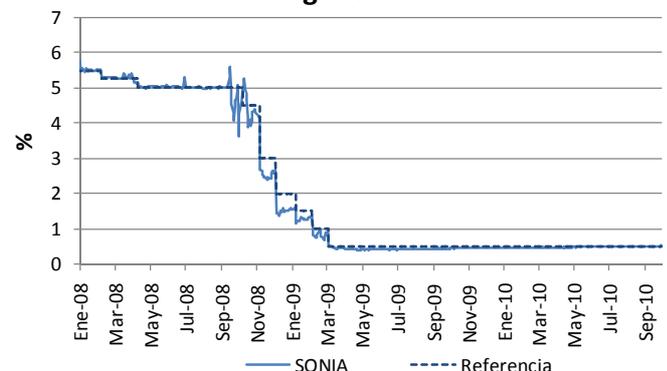
Tasa Interbancaria y de Referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

Tasa interbancaria y de Referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg

⁶ La economía creció 10,3% frente al mismo periodo del año anterior, frente a un esperado de 10,5%.

2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL

En el periodo analizado la aversión al riesgo a nivel local disminuyó, lo que se vio reflejado en un aumento en los índices de confianza de consumidores, comerciantes, industriales⁷ y administradores financieros, y una reducción en los márgenes entre las tasas activas y los TES.

En primer lugar, el índice de confianza del consumidor aumentó con respecto al trimestre anterior, alcanzando en agosto su máximo nivel histórico⁸: 38,8 puntos. Adicionalmente, se conoció que la confianza de los industriales y comerciantes registró avances, alcanzando el más alto nivel en tres (7,93 puntos) y cuatro años (30 puntos), respectivamente (*Gráfico 7*).

En segundo lugar, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, según la cual entre enero y julio de 2010 la producción y las ventas totales aumentaron 4% y 5,1%, respectivamente, con respecto al mismo periodo del año anterior.

En tercer lugar, el índice de confianza en la economía ICEA⁹ disminuyó, pero permaneció en terreno positivo, al ubicarse por encima de su media histórica (*Gráfico 8*)¹⁰. Dos de sus tres componentes presentaron avances con respecto al trimestre anterior; el

Gráfico 7

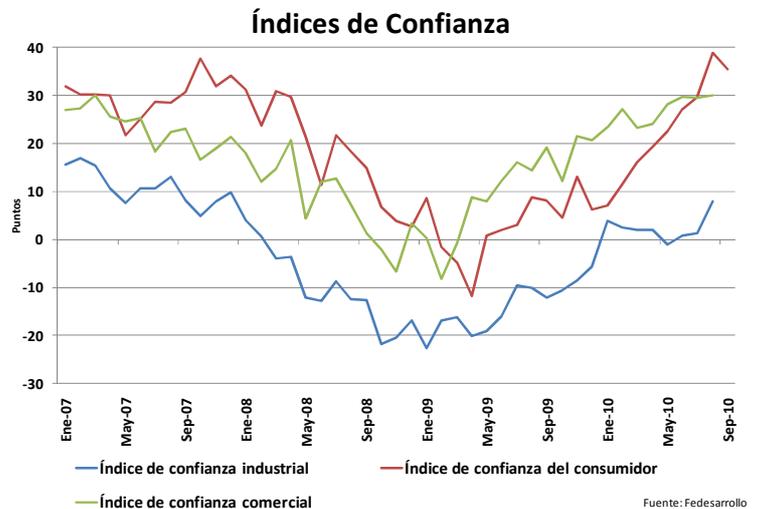
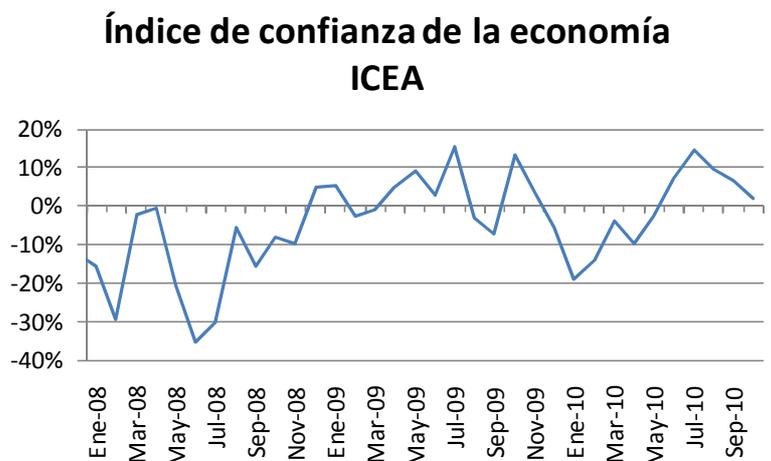


Gráfico 8



⁷ Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

⁸ Máximo nivel desde que se realiza la encuesta: noviembre de 2001.

⁹ Calculado por Fedesarrollo y la BVC a partir de las percepciones y expectativas de los analistas financieros que administran los fondos de inversión más representativos del mercado. El índice está compuesto por las expectativas de los administradores con respecto al desempeño de la economía, la inflación y la evolución del *spread* de deuda soberana durante los próximos seis meses.

¹⁰ Se ubicó en 1,36, 1,04 y 0,84, desviaciones estándar por encima de la media histórica en julio, agosto y septiembre, respectivamente.

componente de expectativas de *spread* de deuda soberana mejoró 6 puntos y el de crecimiento económico 8 puntos.

Finalmente, el margen entre las tasas de cartera preferencial y tasa de los TES registró una caída para los plazos menores a un año de 22 p.b., plazos en los cuales se concentraba el 73% de los desembolsos de esta cartera¹¹ (Gráfico 9). Asimismo, el *spread* crediticio entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días cayó 60 p.b., lo que se explica por un aumento de la tasa de tesorería en 10 p.b. y un aumento en la tasa de los títulos TES a 30 días de 70 p.b. (Gráfico 10).

Gráfico 9

Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES

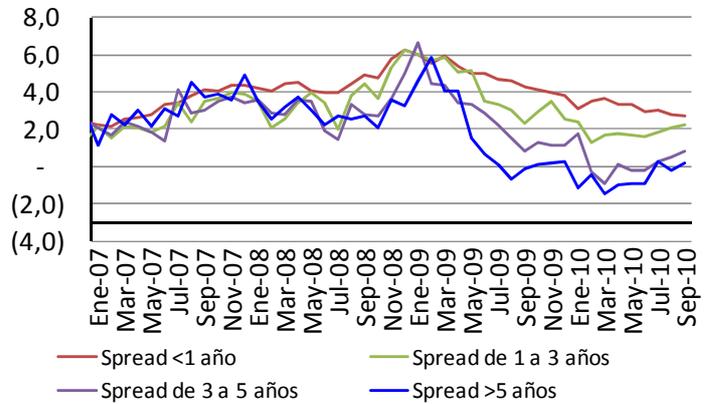
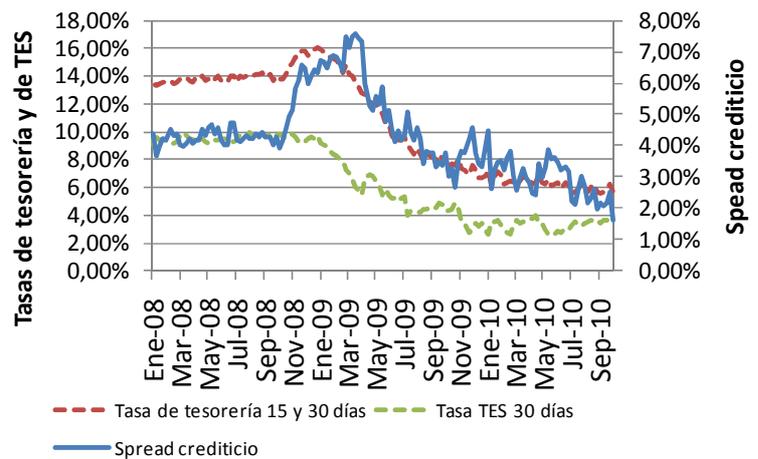


Gráfico 10

Spread crediticio- Tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



¹¹ El spread tuvo las siguientes variaciones: menos de un año: -22p.b., de 1 a 3 años: +69 p.b., de 3 a 5 años: +100 p.b. y a más de 5 años: +110 p.b..

3. MERCADO CAMBIARIO

Durante el periodo analizado el dólar americano se debilitó frente a sus principales cruces, lo que se refleja en una disminución en el índice USTW¹² de 6,7%. Las monedas que presentaron mayor revaluación frente al dólar fueron el dólar australiano, el euro y la corona danesa con 13,1%, 10,2% y 10,2%, respectivamente (Cuadro 1).

Por su parte, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY¹³) y Latinoamérica (LACI¹⁴) reflejaron revaluación de las monedas de 4,8% y 3,5%, respectivamente (Cuadro 1 y Gráfico 11).

El comportamiento del LACI se puede explicar por los mayores flujos de capital hacia economías emergentes ante la disminución en la aversión al riesgo internacional (Gráfico 11 y 12), y por otra parte, por el aumento en los precios de productos básicos (Cuadro 2). En cuanto a esos últimos, se destacaron los aumentos en los precios del azúcar (49%), el trigo (32%), el maíz (30%) y el arroz (29%), entre otros.

Con respecto a la volatilidad de las monedas de la región, el real brasilero continuó siendo la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional¹⁵ el 52% de los días del periodo, seguida por las de

Cuadro 1

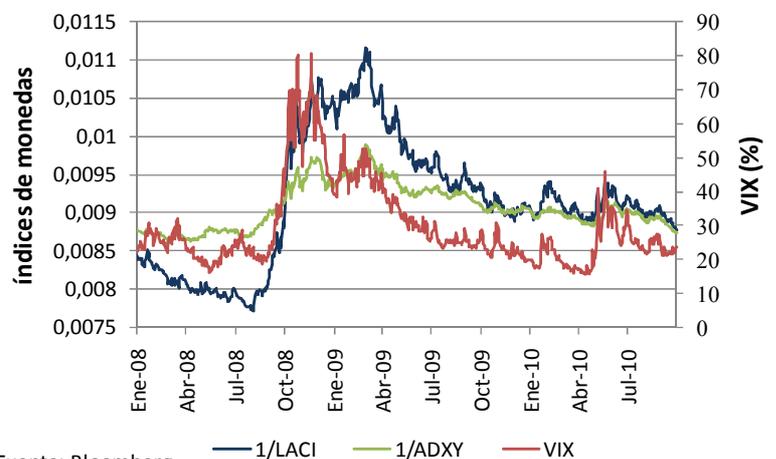
Devaluación de monedas frente al Dólar Americano 3T10

	Tasa de Cambio	Variación		Tasa de Cambio	Variación
MONEDAS PRINCIPALES	Zona Euro	-10.2%	ASIA	Korea	-6.7%
	Gran Bretaña	-4.9%		India	-3.2%
	Australia	-13.1%		Hong Kong	-0.4%
	Nueva Zelanda	-6.8%		China	-1.3%
	Canadá	-3.3%		Malasia	-4.6%
	Dinamarca	-10.2%		Tailandia	-6.5%
	Suiza	-8.8%		Indonesia	-1.8%
	Japón	-5.5%		índice ADXY	-3.5%
LATINOAMÉRICA	Colombia	-5.8%	OTROS	Islandia	-11.6%
	Brazil	-6.5%		Rusia	-2.2%
	México	-2.7%		Polonia	-14.2%
	Argentina	0.7%		República Checa	-14.1%
	Perú	-1.4%		Israel	-6.3%
	Chile	-11.4%		Sur África	-9.2%
	índice LACI	-4.8%			

Fuente: Bloomberg

Gráfico 11

VIX vs. índices de monedas



Fuente: Bloomberg

¹² Índice calculado por la FED que recoge el comportamiento del dólar frente a sus principales cruces. Corresponde a un promedio ponderado de las monedas de Australia, Canadá, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido y Zona Euro.

¹³ Índice calculado por JP Morgan y Bloomberg que recoge el comportamiento de las monedas de Asia. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de 10 países (China, Hong Kong, India, Indonesia, Sur Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia). En este documento se habla de la evolución del cociente 1/ADXY.

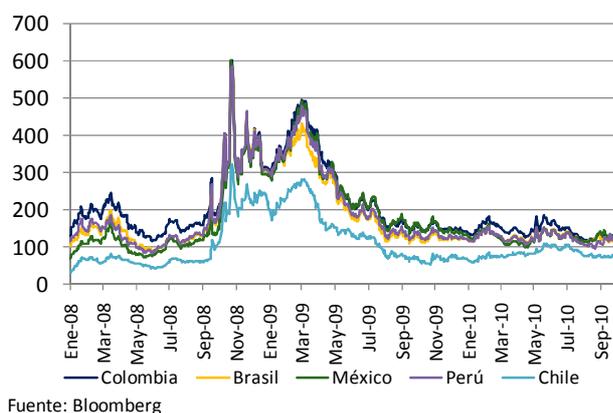
¹⁴ Índice calculado por JP Morgan que recoge el comportamiento de las monedas de Latinoamérica. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de 6 países (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú). En este documento se habla de la evolución del cociente 1/LACI.

¹⁵ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

México (38%) y Colombia (11%) (Gráfico 13).

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado Colombia, Brasil, México y Perú realizaron compras netas, mientras que Chile no realizó ninguna intervención (Cuadro 3).

Gráfico 12
Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg

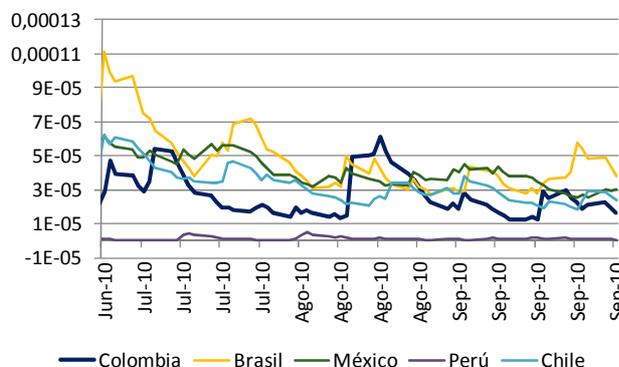
Cuadro 2
Precios de Productos básicos (en dólares)

	30-Jun	30-Sep	Variación
Azúcar	21.9	32.5	49%
Trigo	4.5	6.0	32%
Maíz	3.3	4.4	30%
Arroz	10	13	29%
Algodón	79	100	27%
Cobre	6515	8054	24%
Aceite de palma	1101.5	1346.0	22%
Níquel	19430	23390	20%
Aluminio	1924	2314	20%
Plata	19	22	17%
Soya	9.4	10.7	13%
CRB INDEX	258.5	286.9	11%

Fuente: Bloomberg

Gráfico 13

Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

Cuadro 3
Intervención Cambiaria (+compras - ventas)

	Total 2009	Total 1T10	Total 2T10	Julio	Agosto	Septiembre	Total 3T10	Total 2010 (a septiembre)
Colombia	171	400	1,200	0	0	240	240	1,840
Perú	108	2,341	841	1,858	1,786	1,914	5,558	8,740
Chile	-575	0	0	0	0	0	0	0
Brasil	36,526	5,293	9,309	1,494	3,042	10,757	15,293	29,895
México*	-16,246	600	1,121	600	447	597	1,644	3,365

Cifras en US\$ millones

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

*Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México.

No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$10.492 mill. en lo corrido del año (hasta sept 30)

3.1. Mercado Cambiario Colombiano

Durante el tercer trimestre de 2010 el tipo de cambio pasó de \$1.913 a \$1.801 por dólar¹⁶. La revaluación del peso colombiano ascendió a 5,8%, resultando superior a las registradas por las monedas de Perú (1,4%) y México (2,7%), e inferior a las de Chile y Brasil, que durante ese mismo período se revaluaron frente al dólar 11,4% y 6,5%, respectivamente (Gráfico 14 y Cuadro 4).

En el Gráfico 15, que ilustra el índice LACI y la tasa de cambio según el promedio de SET FX, se observa que el peso colombiano siguió la tendencia del LACI, aunque su revaluación fue mayor.

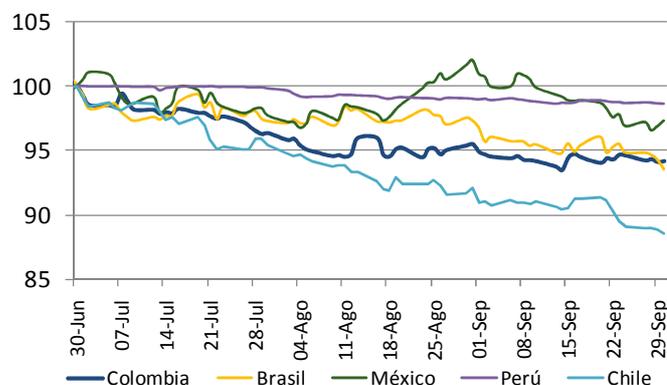
En el periodo analizado el peso colombiano se revaluó ante factores internos y externos. En el ámbito externo se presentó una disminución en la percepción de riesgo internacional, por los factores descritos en la primera sección de este documento.

Dentro de los factores internos se destacaron las mejores perspectivas de crecimiento económico¹⁷, la revisión del panorama de la calificación de deuda en moneda extranjera de Colombia de estable a positivo por parte de S&P y Moody's y las monetizaciones del sector público no financiero.

En cuanto a la balanza cambiaria¹⁸, las cifras muestran que en lo corrido del año 2010 (hasta septiembre 30) el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital y financiera superó en US\$1.931 millones al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Frente al mismo período de

Gráfico 14

Tasas de Cambio LATAM
Base 100: 30 Jun 2010



Fuente: Bloomberg

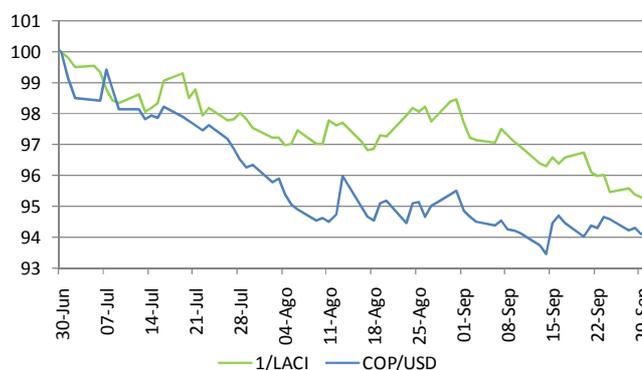
Cuadro 4

País	Devaluación Junio 2010 - Sept 2010
México	-2.7%
Chile	-11.4%
Brasil	-6.5%
Colombia	-5.8%
Perú	-1.4%

Fuente: Set FX y Bloomberg

Gráfico 15

COP/USD vs. LACI
Base 100: 30 Jun 2010



¹⁶ Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

¹⁷ El Banco de la República aumentó su proyección de crecimiento para 2010 de un rango entre 2% y 4% a un rango entre 3,5% y 5,5%

¹⁸ La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm

2009, se observaron mayores salidas de divisas en la cuenta corriente, explicadas principalmente por el incremento en los giros por importaciones de bienes¹⁹. Por su parte, los reintegros netos de capital privado fueron superiores a los observados entre enero y septiembre de 2009, destacándose como principal fuente de divisas los reintegros por inversión extranjera directa que ascendieron a US\$7.188 millones²⁰. Adicionalmente, los datos reflejan un incremento significativo en el endeudamiento externo de residentes debido a que el rubro desembolsos pasó de US\$550 millones a US\$6.011 millones entre enero y septiembre de 2009 y el mismo período de 2010. Sin embargo, es importante destacar que en lo corrido del año (a septiembre de 2010), el rubro “préstamo neto²¹” registró salidas por US\$226 millones²².

El Cuadro 5 presenta la intervención del Banco de la República (BR) en el mercado cambiario de contado, la variación de la posición propia de contado (PPC) de los intermediarios del mercado cambiario (IMC), y la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza cambiaria de Colombia.

Cuadro 5 (millones US\$)

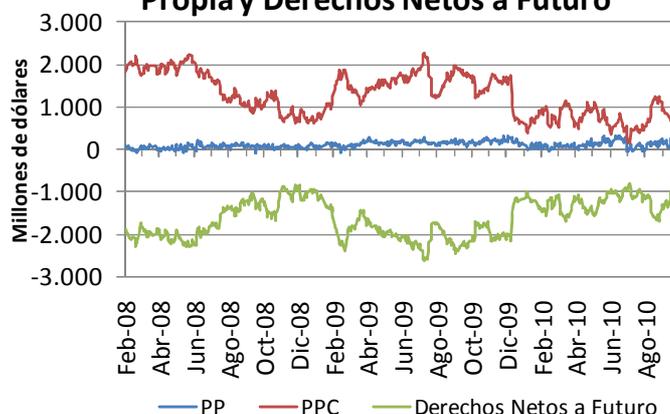
Concepto	julio – septiembre 2010
Compra USD BR	240
Variación de la PPC de los IMC	230 (pasó de 373 a 603)
Cta Corriente + Cta Capital	1.931

Respecto a la intervención del BR en el mercado cambiario, el 15 de septiembre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió reanudar la acumulación de reservas internacionales a través de compras diarias de al menos US\$20 millones por al menos cuatro meses (hasta enero 15 de 2011), realizando compras en ese mes por US\$240 millones.

Por otro lado, en el trimestre analizado los derechos netos a futuro de los IMC cayeron US\$27 millones²³ y la PPC aumentó US\$230 millones (Gráfico 16). El promedio de la PPC durante este trimestre se ubicó en US\$755 millones, resultando inferior al promedio observado en el año 2009 que ascendió a US\$1.513 millones.

Gráfico 16

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



Fuente: Superfinanciera, cálculos del Banco de la República

¹⁹ Aumentaron US\$2.256 millones frente al mismo período de 2009.

²⁰ De este rubro, un 83% corresponde a petróleo y minería.

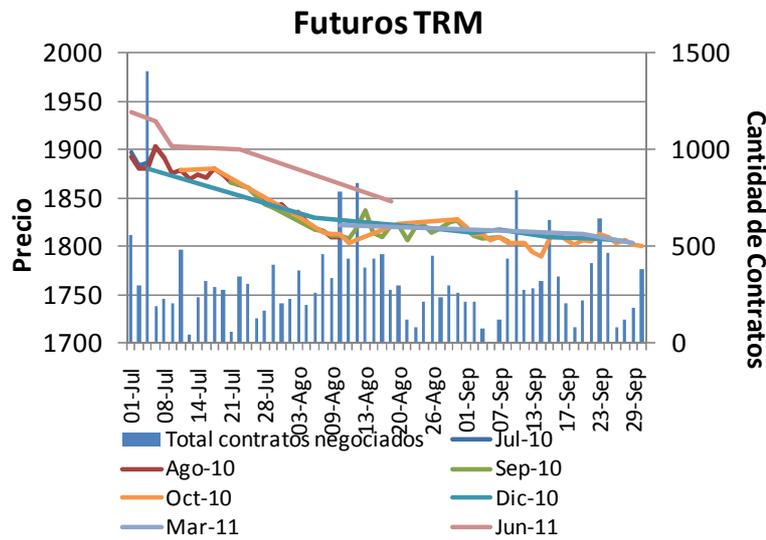
²¹ Desembolsos - Amortizaciones

²² Este dato es inferior al presentado en el mismo período del año anterior, cuando ascendió a US\$1.210 millones.

²³ Dato correspondiente a la variación en la diferencia entre los derechos y las obligaciones a futuro (+derechos - obligaciones) de los IMC.

En cuanto a los futuros de TRM, durante el tercer trimestre de 2010 se negociaron un total de 20.532 contratos, superando el número negociado durante el trimestre anterior (18.369 contratos) y totalizando un monto de US\$1026,6 millones²⁴. Al 30 de septiembre de 2010 la posición abierta ascendía a 2.178 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en octubre del mismo año. El *Gráfico 17* muestra la tendencia descendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en línea con el comportamiento de la tasa de cambio nominal.

Gráfico 17



²⁴ Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

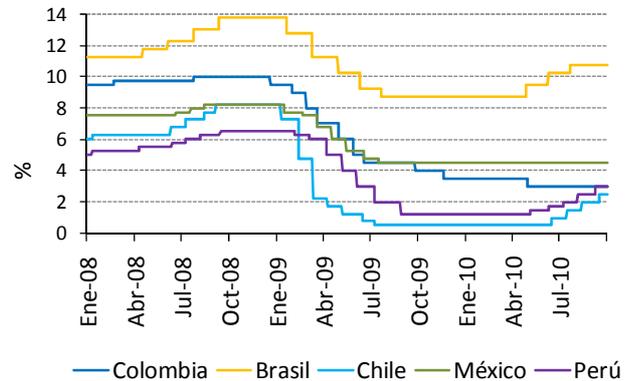
4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el tercer trimestre de 2010 el Banco Central de México mantuvo su postura de política monetaria inalterada mientras que los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú realizaron incrementos a sus tasas de referencia²⁵ ante la reactivación de sus economías y los riesgos inflacionarios que ésta implicaba.

Por su parte, el Banco de la República mantuvo la tasa de referencia inalterada en 3,0% (*Gráfico 18* y *Cuadro 6*) argumentando, entre otros, que la economía colombiana estaba creciendo al ritmo previsto sin generar presiones inflacionarias (*Gráfico 19* y *Cuadro 7*).

Gráfico 18

Tasas de referencia países latinoamericanos



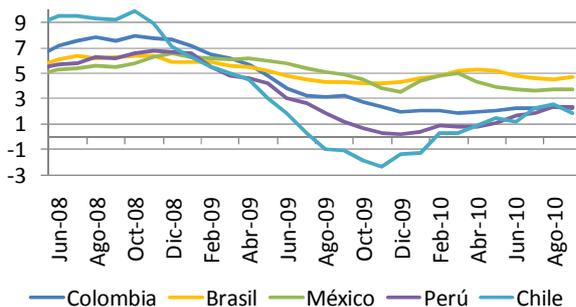
Fuente: Bloomberg

Cuadro 6

País	Tasa Referencia (31 jun)	Tasa Referencia (30 sep)	Variación (p.b.)
Colombia	3,00%	3,00%	0
Chile	1,00%	2,50%	+150
México	4,50%	4,50%	0
Perú	1,75%	3,0%	+125
Brasil	10,25%	10,75%	+50

Gráfico 19

Índice de Precios al Consumidor (Variación Porcentual 12 meses)



Fuente: Bloomberg

Cuadro 7

País	Inflación Año completo Sep 2010 (%)	Meta Inflación 2010 (%)
Chile	1,90	2,0 – 4,0
Colombia	2,28	2,0 – 4,0
Perú	2,37	1,0 – 3,0
Brasil	4,70	2,5 – 6,5
México	3,70	2,0 – 4,0

²⁵ El Banco Central de la Reserva de Perú aumentó la tasa 25 pb (de 1,75% a 2,0%) el 8 de julio, 50 p.b. (de 2,0% a 2,50%) el 5 de agosto y 50 p.b. a 3,0% el 9 de septiembre. El Banco Central de Chile anunció un incremento de 50 p.b. (de 1,0% a 1,5%) el 15 de julio, 50 p.b. a 2,0% el 12 de agosto y 50 p.b. a 2,5% el 16 de septiembre. El Banco Central de Brasil la aumentó 50 p.b. (de 10,25% a 10,75%) el 21 de julio.

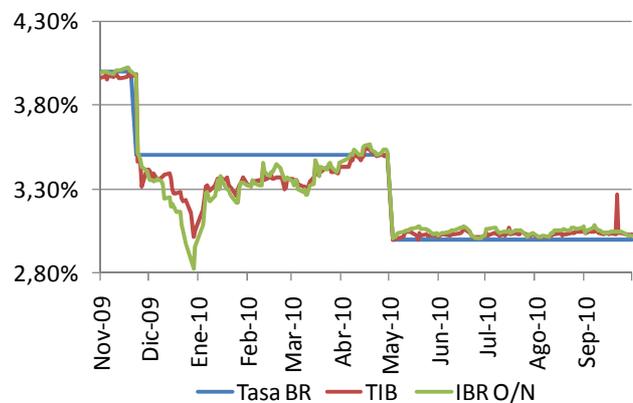
En Colombia, la tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) se mantuvieron levemente por encima de la tasa de referencia del BR. Es importante destacar el significativo incremento que presentó el 21 de septiembre, ante una operación puntual. Con excepción de ese día, durante el trimestre la TIB se ubicó en promedio 3 p.b. por encima de la tasa de intervención (expansión) del BR (*Gráfico 20*).

Adicionalmente, desde mayo no se realizaron subastas de contracción monetaria mediante DRNCE²⁶, y el saldo de contracción del BR disminuyó al tiempo que aumentó la liquidez otorgada por éste mediante operaciones de expansión. De esta manera, los saldos netos de expansión presentaron incrementos, y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero aumentó (*Gráfico 21*).

La liquidez del mercado monetario disminuyó ante el traslado de los impuestos recaudados al Gobierno²⁷ y el incremento del saldo de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República²⁸, que en septiembre alcanzó el promedio mensual más alto observado en el año (*Gráfico 22*).

Gráfico 20

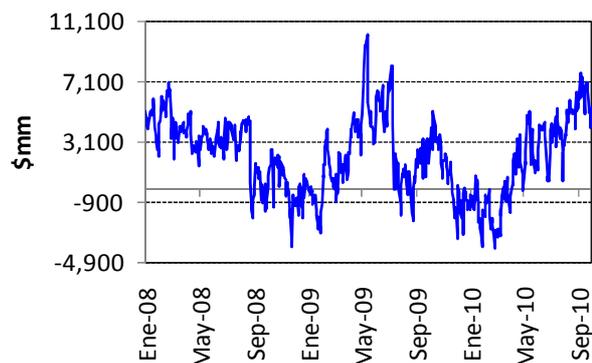
Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República

Gráfico 21

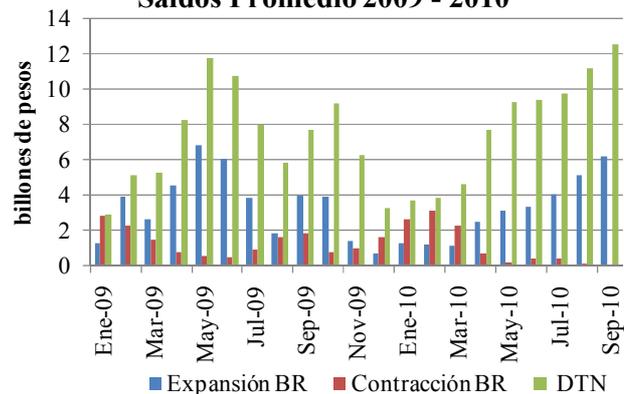
Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República

Gráfico 22

Saldos Promedio 2009 - 2010



Fuente: Banco de la República

²⁶ Depósitos remunerados no constitutivos de encaje.

²⁷ Cuarta cuota de grandes contribuyentes y segunda cuota del impuesto al patrimonio recaudadas entre el 10 y el 24 de agosto y el 8 y el 21 de septiembre, respectivamente.

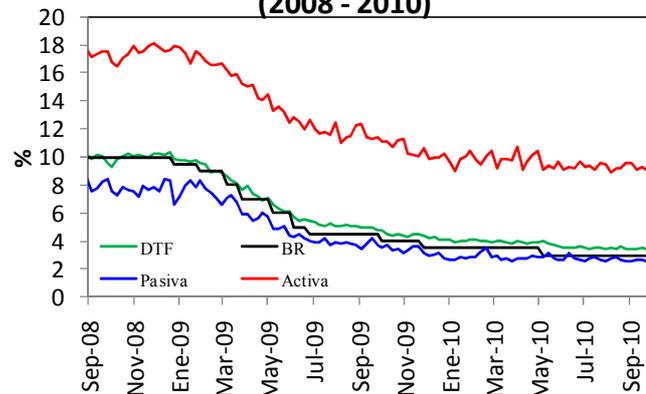
²⁸ El saldo de la DGCPTN en el Banco de la República pasó de \$8,56 billones el 30 de junio de 2010 a \$11,9 billones el 30 de septiembre de 2010.

Gráfico 23

Entre julio y septiembre, la tasa activa²⁹ disminuyó 58 p.b., al tiempo que la tasa de interés pasiva del sistema financiero terminó el trimestre 13 p.b. por debajo de su nivel del trimestre anterior (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 6,75% a 6,32%³⁰ (Gráfico 24).

Con respecto al crédito, con datos disponibles a septiembre de 2010, las carteras hipotecaria y de consumo registraron incrementos anuales de 22,0% y 12,3%, respectivamente, superando el ritmo de recuperación que habían registrado en lo corrido del año. Este comportamiento refleja mayor demanda por crédito al tiempo que ha aumentado la disponibilidad de las entidades financieras para prestar, dada la recuperación económica y la menor percepción de riesgo local. Por el contrario, la cartera de microcrédito aumentó 9,5%, la tasa más baja registrada en el año 2010. En cuanto a la cartera comercial, ésta aumentó 6,9%, después de no presentar variación anual durante el segundo trimestre de 2010, reflejando la mejoría en las perspectivas de crecimiento económico (Gráfico 25).

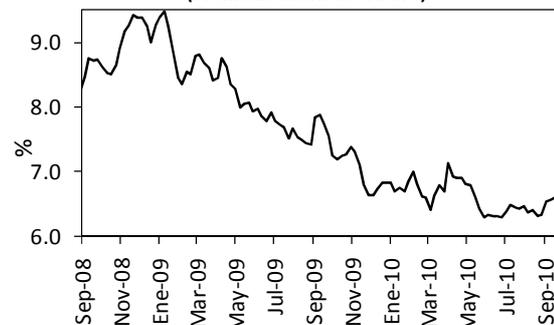
Tasas de Interes Activa y Pasiva (2008 - 2010)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

Gráfico 24

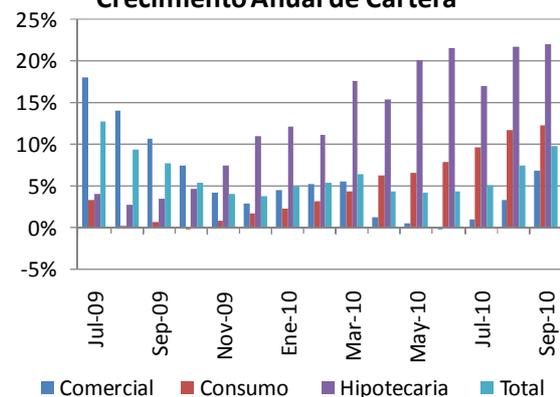
Márgen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



* El margen de intermediación se calcula así: $MI = ((1+i_{activa})/(1+i_{pasiva}))-1$
 Donde i_{activa} es la tasa de colocación total del sistema calculada por el BR e i_{pasiva} es la tasa ponderada de captación.
 FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos BR

Gráfico 25

Crecimiento Anual de Cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR.

²⁹ Promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

³⁰ Datos del 25 de junio y el 24 de septiembre de 2010.

4.2. Mercado de Deuda Pública

4.2.1 Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región

En el tercer trimestre de 2010 las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. disminuyeron (*Gráfico 26*). Las valorizaciones se presentaron desde julio, cuando *Ben Bernanke* hizo declaraciones referentes a la posible reanudación del proceso de compra de bonos del Tesoro, ante las señales de estancamiento de la recuperación de la economía y los bajos niveles de inflación. Posteriormente, la Reserva Federal ratificó lo señalado por el funcionario en su comunicado del mes de septiembre. En línea con esta posible postura más expansionista de la política monetaria de EE.UU. el mercado consideraba que la Reserva Federal mantendría la tasa de interés de referencia alrededor de 0% por un período de tiempo más prolongado.

Durante el trimestre analizado, los mercados de deuda pública interna de la región presentaron comportamientos mixtos. En México y Brasil todos los bonos registraron valorizaciones, en mayor magnitud los de mediano y largo plazo. En Perú, la curva se aplanó ante la desvalorización de los títulos de corto plazo y la valorización de los títulos de mediano y largo plazo. En Chile los bonos de corto y mediano plazo registraron desvalorizaciones al tiempo que los de largo plazo se valorizaron, y por lo tanto la curva se aplanó (*Gráfico 27*).

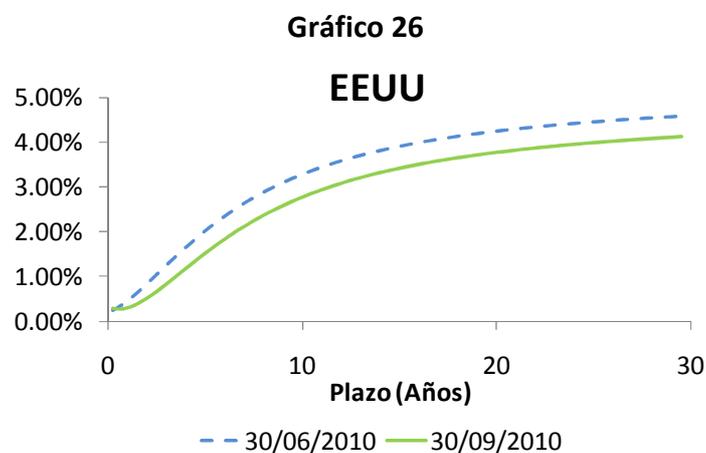
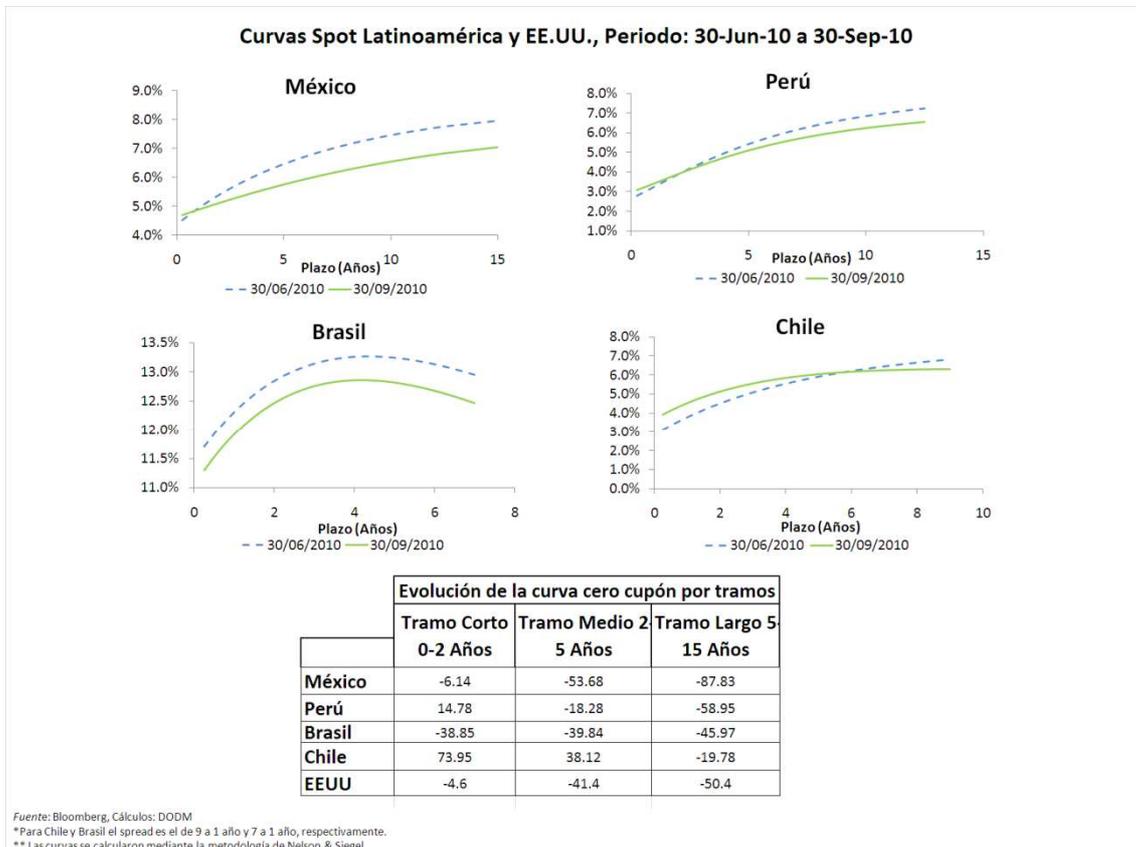


Gráfico 27



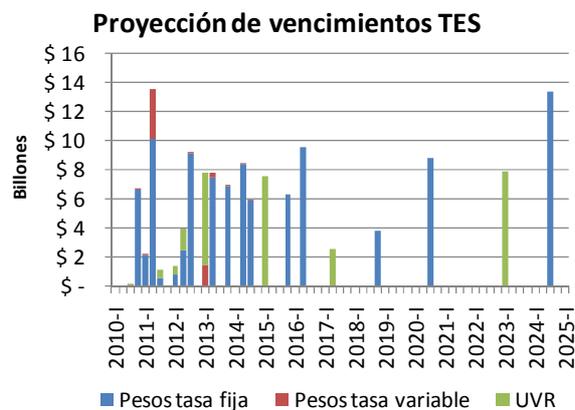
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

A septiembre 30 de 2010, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$129,7 billones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de este año, pasó de \$25,5 billones a \$27,5 billones, como resultado de una revisión del plan financiero realizada por el Gobierno en septiembre. Del monto autorizado, a finales del período analizado se habían colocado \$20,8 billones³¹. A esa fecha se encontraban abiertas dos emisiones³² de largo plazo denominadas en pesos (con vencimiento en junio 2016 y julio 2024) y una emisión denominada en UVR (vencimiento en febrero 2023). En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2010 es de \$7,0 billones, de los cuales se habían colocado en el mercado \$4,9 billones a finales de septiembre.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B³³. Con corte al 30 de septiembre de 2010, se observa que en lo que queda de este año y el año 2011 se concentraba el 17% de los vencimientos y que en el año 2012 los vencimientos representaban un 11%.

Gráfico 28



Fuente: Depósito Central de Valores - BR.

³¹ A septiembre 30 se habían colocado \$11.794 miles de millones en subastas, \$3.025 miles de millones en convenidas y \$6.040 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de septiembre.

³² Las emisiones abiertas son aquellas utilizadas para la emisión primaria de los títulos. Estas emisiones son entregadas por el Gobierno a través de las subastas primarias de TES.

³³ Incluye saldos de capital de los TES de largo plazo en tasa fija, en UVR y TES IPC. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con el valor de referencia del 30 de septiembre de 2010.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Durante el tercer trimestre de 2010 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos disminuyeron en promedio 2 p.b., 69 p.b. y 45 p.b. entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente³⁴ (Gráficos 29 y 30). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años aumentó 31 p.b. durante el período analizado, al pasar de 406 p.b. el 30 de junio a 437 p.b. el 30 de septiembre (Gráfico 31).

El comportamiento de las tasas de los TES puede dividirse en dos periodos. Durante julio y agosto los títulos se valorizaron, comportamiento explicado por varios factores. En primer lugar, mejoraron las expectativas de crecimiento económico de Colombia ante los favorables datos de crecimiento del primer trimestre del año. En segundo lugar, mejoraron las perspectivas de recaudos de impuestos y de la situación fiscal del Gobierno, gracias al mayor crecimiento económico y al anuncio de la propuesta de la regla fiscal enfocada a la reducción del déficit como porcentaje del PIB, que permitiría un espacio para la política fiscal contracíclica y posibilitaría un manejo macroeconómico adecuado de los posibles excedentes generados por el sector minero-energético. En tercer lugar, surgieron expectativas de un aumento en la calificación de deuda externa de Colombia que le permitiría alcanzar el grado de inversión, luego que S&P mejorara la perspectiva de “estable” a “positiva”. En cuarto lugar,

Gráfico 29

Tasa Cero Cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR

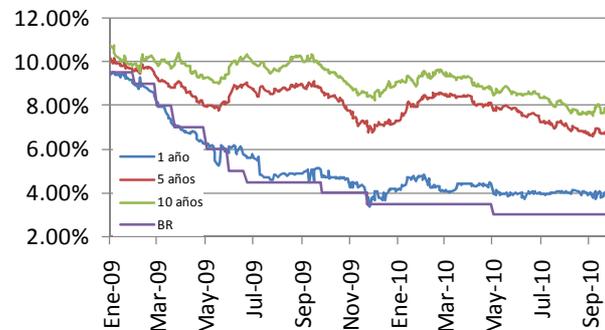
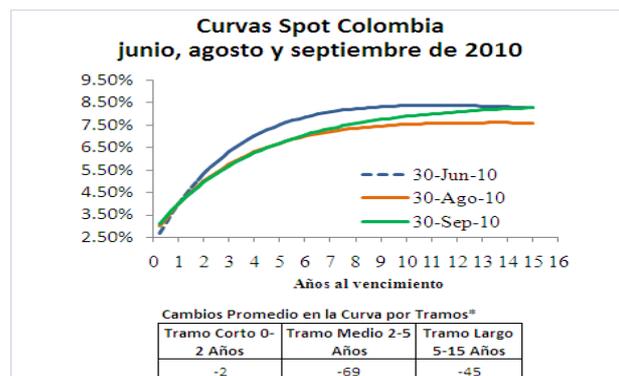


Gráfico 30

Curvas Spot Colombia junio, agosto y septiembre de 2010



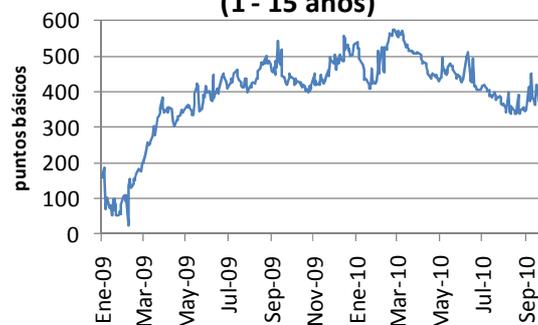
* Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC, Cálculos: Desarrollo de Mercados

Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.

Gráfico 31

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



³⁴ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

los datos de inflación que se dieron a conocer durante julio y agosto (el de junio y julio)³⁵ fueron inferiores a los pronosticados por el mercado, generando menores expectativas de inflación, reflejadas en los resultados de la encuesta realizada por el BR. Adicionalmente, algunos agentes comenzaron a descartar un incremento en la tasa de referencia en lo que quedaba del año 2010.

En julio y agosto hubo vencimientos de TES y pagos de cupones, al tiempo que no se realizaron emisiones importantes de deuda corporativa, lo que concentró el interés de los agentes en deuda pública.

Desde principios de septiembre los títulos presentaron desvalorizaciones, aunque no alcanzaron a compensar las valorizaciones registradas los dos meses anteriores. El incremento en las tasas de los bonos estuvo asociado a la publicación del dato de inflación de agosto, que resultó superior al pronosticado por los agentes, y al anuncio de una revisión del Plan Financiero para el año 2011 que se hizo a principios del mes, la cual involucraba un incremento en las colocaciones de TES del Gobierno por \$2 billones, pasando la emisión de TES para el año 2011 de \$26 billones a \$28 billones³⁶.

Al parecer los participantes del mercado esperaban que los \$2 billones adicionales fueran adquiridos mediante las emisiones abiertas, es decir, mediante referencias de mediano y largo plazo, lo que provocó desvalorizaciones de la parte media y larga de la curva, generando empinamiento. Adicional a lo anterior, el optimismo con respecto al crecimiento económico de Colombia fue disipado cuando el DANE dio a conocer los datos de producción industrial de julio y de crecimiento del 2T10, que se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado³⁷.

Aunque el 9 de septiembre *Moody's* mejoró la perspectiva de la calificación de la deuda externa colombiana, el mercado no reaccionó a la noticia, dado que ya había incorporado en los precios de los bonos la posibilidad de un incremento en el aumento en la calificación de la deuda externa de Colombia cuando *S&P* mejoró la perspectiva.

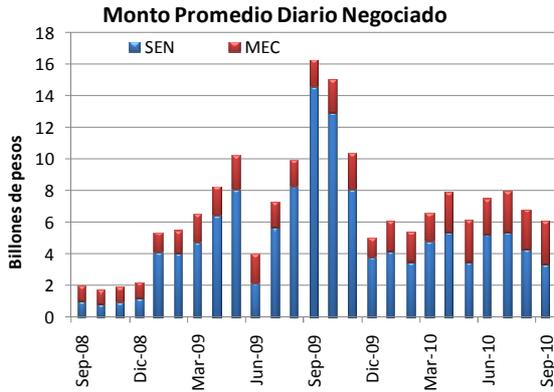
Por otro lado, el promedio diario de negociación en el trimestre analizado se mantuvo relativamente estable al pasar de \$6,91 billones a \$6,94 billones. Los títulos más transados fueron los que vencen en julio de 2020 y en mayo de 2011, cuya participación entre el 2T10 y el 3T10 aumentó de 20% a 24% y de 15% a 21%, respectivamente (*Gráficos 32, 33 y 34*).

³⁵ La variación del IPC en junio fue 0,11% y la de julio fue -0,04%, ubicándose por debajo de los pronósticos (0,12% y 0,09%, respectivamente)

³⁶ El 6 de septiembre el Ministerio de Hacienda anunció que la revisión implicaba un incremento en las colocaciones de TES por \$2 billones frente a lo anunciado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo presentado en junio. La entidad señaló que los recursos serían destinados a generar desarrollo social y aumentar la creación de empleo, impulsando los programas del nuevo Gobierno en agricultura, vivienda, infraestructura, y ciencia y tecnología.

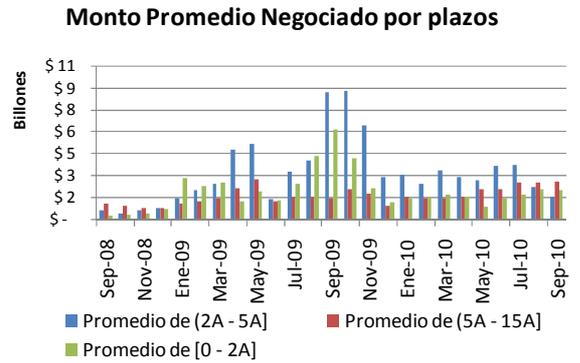
³⁷ El DANE informó que en el 2T10 el PIB presentó una variación de 4,5% con respecto al mismo trimestre del año anterior (esp:5,5%, ant:4,2%), acumulando en lo corrido del año un incremento de 4,3%. Adicionalmente, el dato de producción industrial de julio se ubicó en 0,25% (esp: 8,1%, ant: 8,5%).

Gráfico 32



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

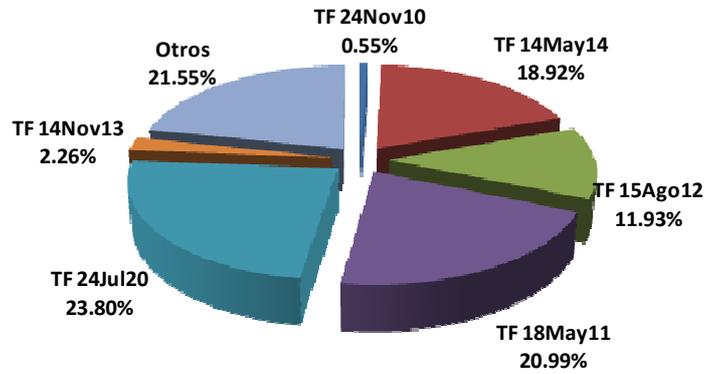
Gráfico 33



Fuente: SEN y Mec, cálculos BR.

Gráfico 34

TOTAL TRANSADO SEN Y MEC



Fuente: MEC y SEN. Cálculos: BR.

4.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado de TES, los precios de los futuros sobre TES³⁸ negociados en la BVC se valorizaron durante el trimestre (Gráfico 35).

El número de contratos negociados a futuro de TES³⁹ se incrementó de forma importante al pasar de 7.729 a 22.646 contratos (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$5,6 billones. En cuanto a las posiciones abiertas⁴⁰, los contratos a futuro con vencimiento en agosto, septiembre y octubre alcanzaron una posición máxima de 244, 679 y 384 contratos, respectivamente (Gráfico 36).

4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el tercer trimestre las curvas de rendimiento de la deuda pública externa en dólares de los países de la región se valorizaron de forma importante. Las curvas de rendimientos de los bonos de México, Perú y Colombia se aplanaron debido a la valorización más pronunciada de los títulos de largo plazo. Por su parte, la pendiente de la curva de Brasil no tuvo cambios importantes (Gráfico 37).

Gráfico 35

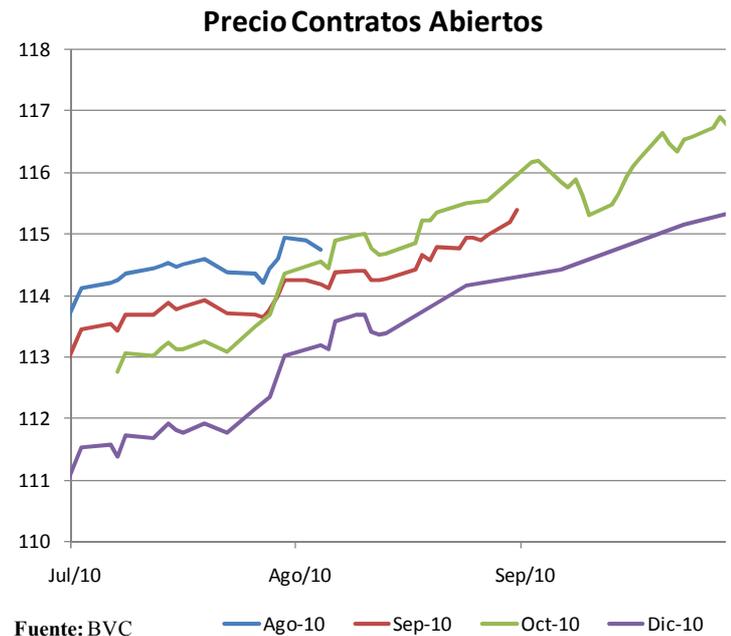
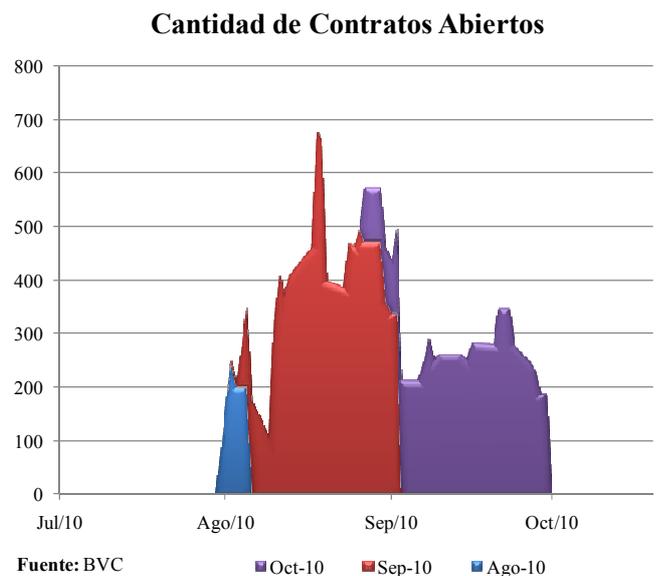


Gráfico 36

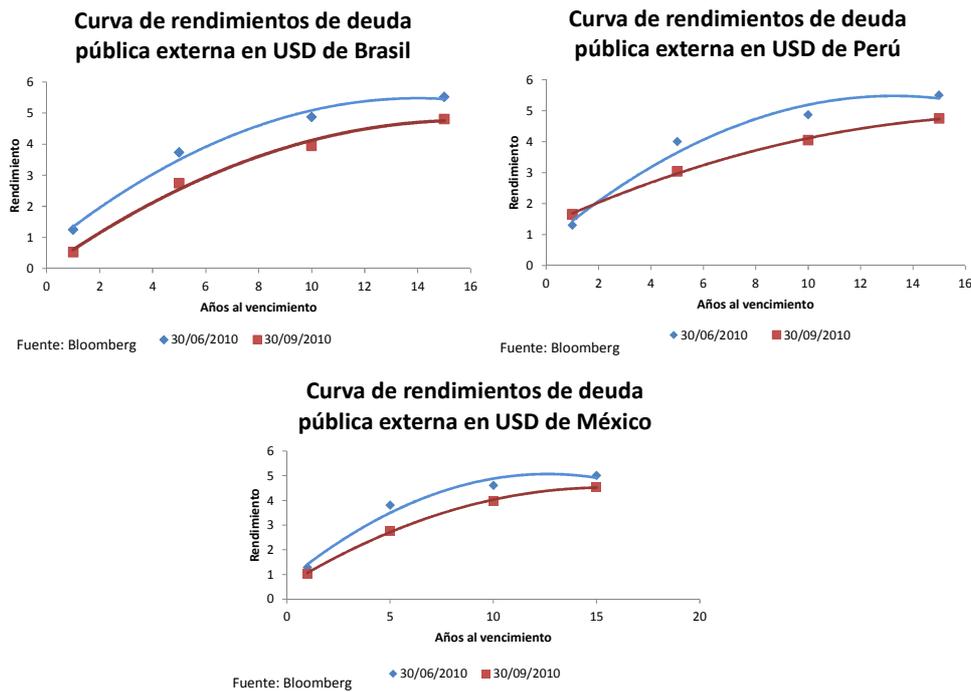


³⁸ Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

³⁹ Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo. Fuente: BVC.

⁴⁰ De los contratos a futuro de TES de medianos plazo.

Gráfico 37

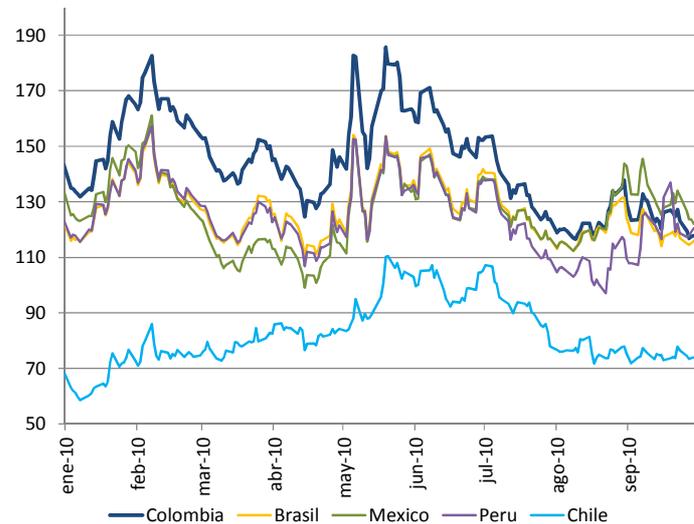


La valorización en los bonos de la deuda externa de la región y la reducción en los *spreads* de la deuda emergente estuvieron asociados a una menor aversión al riesgo internacional. Adicionalmente, las expectativas de un nuevo estímulo monetario (*quantitative easing*) por parte de la Reserva Federal incentivaron la búsqueda de mayores retornos en activos de economías emergentes.

De esta forma, indicadores de riesgo de la región como los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años y el EMBI disminuyeron de forma importante durante el período analizado. Las mayores caídas en los *spreads* se presentaron en los meses de julio y septiembre en los que la aversión al riesgo disminuyó también de forma importante debido a algunos datos económicos favorables en Estados Unidos y a la disminución en los temores por la situación fiscal de algunos países europeos.

Gráfico 38

CDS Spread 5 Años Latinoamérica



Fuente: Bloomberg

Es así como los CDS a 5 años de la región disminuyeron en promedio 50 p.b. (-29%)⁴¹ (Gráfico 38). Por su parte, el EMBI+⁴² disminuyó 60 p.b. (-18%) (Gráfico 39).

En cuanto a los cambios de perspectiva y calificación de los países de la región: *Fitch Ratings* aumentó la perspectiva de la calificación de Brasil de estable a positiva debido a su dinámica de crecimiento y a su resistencia y desempeño frente a la crisis internacional. Además, pasó la calificación de los bonos de deuda extranjera de largo plazo de Argentina de grado de default a grado de especulación (de RD a B) con *outlook* estable, resaltando la alta participación (más del 90%) de los acreedores en el swap que se realizó este año de la deuda que no fue pagada en diciembre de 2001.

4.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares mostró importantes valorizaciones en todos los tramos (Gráfico 40). En cuanto a las medidas de riesgo país, el EMBI+ Colombia cayó 55 p.b. (-24%) y los CDS a 5 años disminuyeron 52 p.b. (-25%), en línea con el comportamiento del mismo instrumento en otros países de la región.

De forma similar a las otras economías emergentes, la menor aversión al riesgo y las expectativas de un mayor estímulo monetario por parte de la FED impulsaron la valorización de la deuda

Gráfico 39

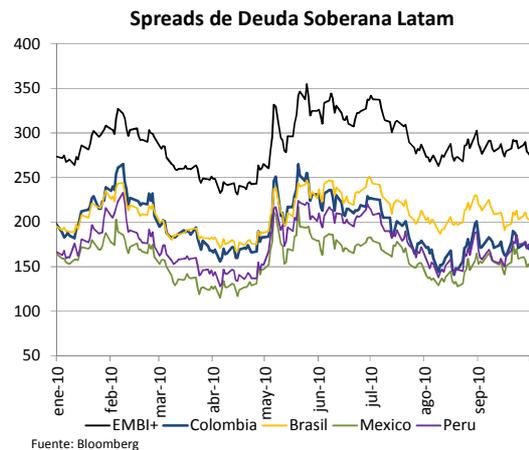


Gráfico 40

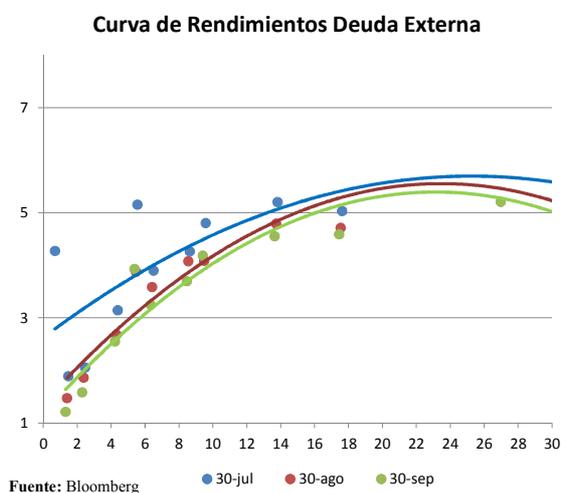
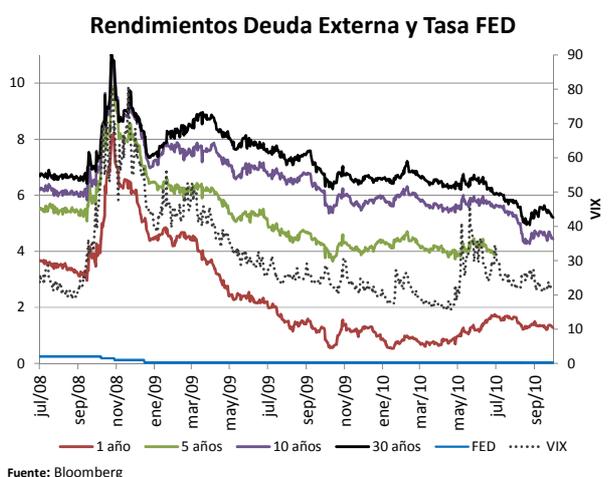


Gráfico 41



⁴¹ Variaciones: Colombia: -52p.b. (-25.3%), Brasil: -50p.b.(-28%), México: -50 p.b. (-24%), Perú: -44 p.b. (-24,5%) y Chile: -52 p.b. (-42%)

⁴² Variaciones EMBI+ países: Colombia: 58 p.b. (34%), Brasil: 68 p.b. (37%), México: 55 p.b.(43%) y Perú: 70 p.b. (48%).

colombiana en dólares (*Gráfico 41*). Adicionalmente, los proyectos del Gobierno colombiano para mejorar la sostenibilidad fiscal y las buenas perspectivas económicas incentivaron la inversión en activos colombianos.

En julio, la calificadora *Standard & Poor's* modificó de estable a positivo el panorama de la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia, argumentando que consideraba probable que la nueva administración implementaría políticas que reforzarían la resistencia de la economía, reduciendo la vulnerabilidad ante choques externos. La calificadora mencionó que para mejorar el perfil económico del país, es necesaria una administración fiscal prudente y la inversión productiva de los fondos externos hacia diversos sectores económicos.

Posteriormente, en septiembre *Moody's* mejoró la perspectiva de la calificación de la deuda externa colombiana, justificando esta decisión por: i) las mejores perspectivas para la consolidación fiscal estructural y el fortalecimiento de la responsabilidad fiscal, ii) perspectivas favorables de la producción de petróleo en el mediano plazo y iii) habilidad para afrontar la reciente crisis global y para gestionar el impacto negativo de las difíciles relaciones comerciales con Venezuela sin perjuicios permanentes.

Por último, es importante destacar la reapertura del bono TES Global con vencimiento en 2021, cupón de 7,75% y monto nominal de US\$500 millones. La tasa de corte fue de 6,75% -inferior en 100 p.b. a la de la colocación inicial (abril de 2010)- y la demanda fue de 4,7 veces el monto ofertado. Asimismo, el Gobierno señaló que con esta operación había completado el financiamiento externo por el componente de bonos externos para 2010.

5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

El tercer trimestre de 2010 se caracterizó por un menor monto de emisión que los trimestres anteriores del año. A pesar de eso, en el 2010 se presentó un buen entorno para la colocación de deuda corporativa, debido a factores como la estabilidad y bajo nivel de las tasas de interés, la inflación observada por debajo de la esperada y las perspectivas positivas de crecimiento. Adicionalmente, durante el trimestre continuó la tendencia presentada a lo largo del año en donde el sistema financiero tuvo una alta participación en las emisiones primarias de deuda corporativa.

El monto emitido en el trimestre ascendió a \$1,3 billones, inferior en 75,8% al monto colocado en el mismo trimestre de 2009⁴³.

En lo corrido del año, las colocaciones ascienden a \$10,8 billones. Las emisiones más grandes en el trimestre fueron: bonos ordinarios del Banco BBVA Colombia por \$468 mm y de Leasing Bancolombia por \$220 mm.

Durante el trimestre la diferencia entre el monto demandado y el monto ofrecido en las subastas fue mayor que en los trimestres anteriores. Los montos demandados en ese período ascendieron a \$2,7 billones, 2,13 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$7,5 billones, 1,9 veces) (Gráfico 42). Las emisiones con mayor demanda fueron la del Banco BBVA Colombia indexada al IPC con una demanda de 6,8 veces el monto colocado (a 5 años con tasa de corte IPC+3,05%), y la

Gráfico 42

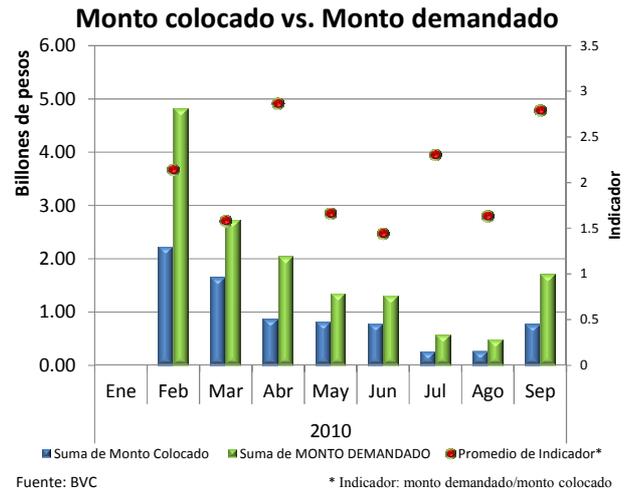


Gráfico 43

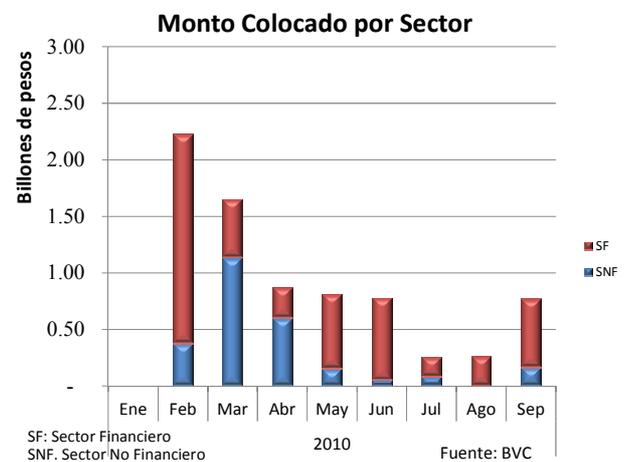
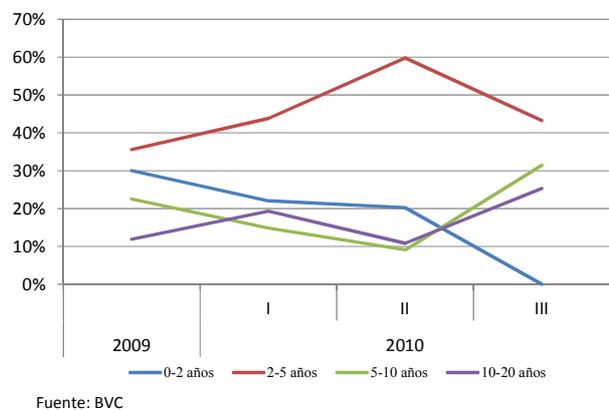


Gráfico 44

Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



⁴³ El tercer trimestre de 2009 ha sido el trimestre con mayor monto de emisión de bonos corporativos. El monto emitido ascendió a \$5,3 billones, lo que equivale al 39% del total emitido durante 2009.

emisión del Banco Santander Colombia indexada al IPC con una demanda de 2,88 veces (a 7 años con tasa de corte IPC+4,45%).

En el *Gráfico 43* se observa la distribución de las colocaciones de compañías del sector financiero y del sector real. Comparado con trimestres anteriores, en el tercer trimestre del año fue especialmente predominante la emisión de deuda del sector financiero frente a la emitida por el sector real. El 81% de las colocaciones (equivalente a \$1 billón) las hicieron empresas del sector financiero. En lo corrido del año⁴⁴, este porcentaje asciende a 67% del monto colocado y el 33% de empresas del sector real. La menor colocación de bonos del sector real coincide con la recuperación que ha mostrado la cartera comercial con respecto al segundo trimestre de 2010 y con el incremento en el endeudamiento externo de este sector.

Según los prospectos de emisión, las empresas del sector financiero utilizarían los recursos obtenidos como capital de trabajo. Por otro lado, en las empresas del sector real, los recursos serían utilizados para prepagar deuda y financiar los planes de inversión.

La deuda emitida durante el trimestre se realizó a plazos entre 2 y 10 años. El 40% de las emisiones se realizó entre 2 y 5 años, el 36% entre 5 y 9 años y el 24% restante se realizó a 10 años (*Gráfico 44*). En el tercer trimestre, las empresas del sector real realizaron emisiones a plazos

Gráfico 45
Colocaciones por Tasa de Interés

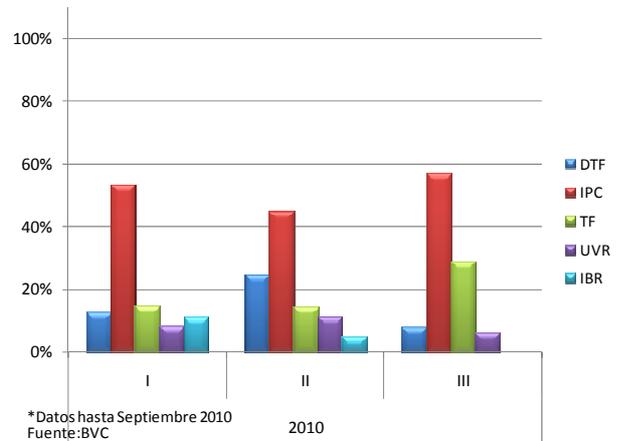


Gráfico 46
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la Inflación

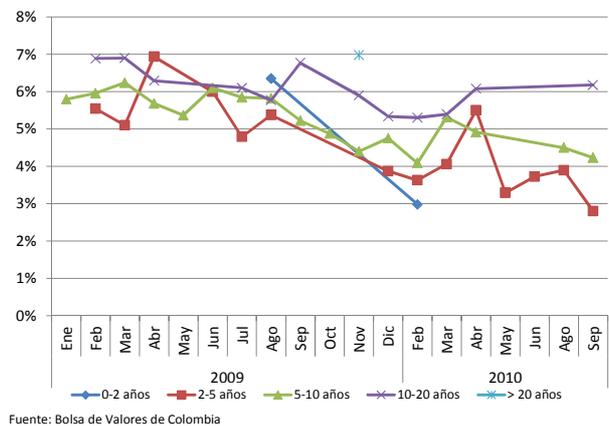
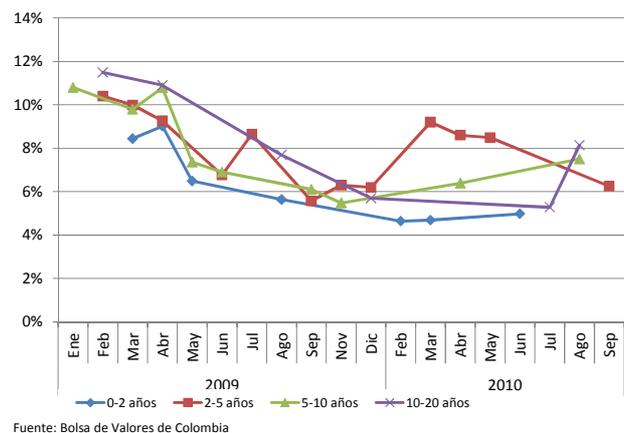


Gráfico 47
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija



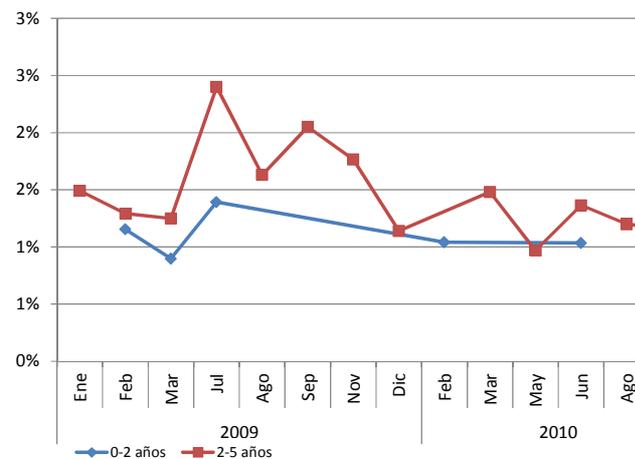
⁴⁴ Hasta el 30 de septiembre.

similares a las del sector financiero. El plazo promedio de colocación⁴⁵ del sector real disminuyó de 11,8 en el segundo trimestre de 2010 a 6,4 años en el tercer trimestre, mientras que los plazos de emisión del sector financiero permanecieron relativamente estables (5,8 años frente a 5,3 del trimestre anterior).

Siguiendo la tendencia que se presentó en 2009 y en lo corrido de 2010, la mayoría de las colocaciones estuvieron indexadas al IPC. En el tercer trimestre, el 57% de las colocaciones estuvieron atadas al IPC, el 35% a tasa fija y el restante a DTF y UVR (*Gráfico 45*). En los *Gráficos 46 al 48* se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda corporativa. El margen sobre la inflación para el plazo entre 2 y 5 años disminuyó de un promedio mensual de 3,7% en junio a 2,9% en septiembre, de igual forma, entre 5 y 9 años el margen se redujo de 4,2 % a 3,4%. Para las colocaciones entre 10 y 20 años el margen disminuyó de 6,1% a 4,8%. Es importante destacar que en el tercer trimestre de 2010 el mayor plazo de colocación fue a 10 años, mientras que en el trimestre anterior se realizaron colocaciones a plazos de 19 y 20 años.

Gráfico 48

Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la DTF



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

⁴⁵ Ponderada por monto.

6. MERCADO ACCIONARIO

Durante el tercer trimestre de 2010, la mayoría de los índices accionarios de los países desarrollados y de los países latinoamericanos presentaron avances importantes. Este comportamiento estuvo motivado por la menor aversión al riesgo y la mejora en la perspectiva de crecimiento de la economía mundial.

En Estados Unidos, los índices recuperaron las pérdidas del trimestre anterior. De esta forma, el *Dow Jones* y el *S&P500* avanzaron 10,4% y 10,7%, respectivamente. Estos avances estuvieron motivados por indicadores positivos de la economía norteamericana y resultados corporativos del 2T10 mejores a los esperados por los analistas, en donde se destacaron las utilidades por acción de Alcoa, Intel, JP Morgan, Bank of America y Citigroup. Adicionalmente, el mercado se encontraba a la espera del anuncio por parte de la Reserva Federal de una nueva versión del *Quantitative Easing*. Esto, después de que Ben Bernanke anunciara en julio que la FED podría reanudar el proceso de compra de títulos, lo cual fue ratificado en el comunicado de septiembre. Esta expectativa pudo haber incentivado una recomposición de las inversiones de los agentes hacia activos de mayor riesgo, como las acciones.

En Europa, los principales índices se valorizaron debido a las menores preocupaciones por la situación fiscal de algunos países europeos. El Eurostoxx 50, el FTSE 100 y el DAX aumentaron 6,8%, 12,4% y 4,4%, respectivamente.

Gráfico 49

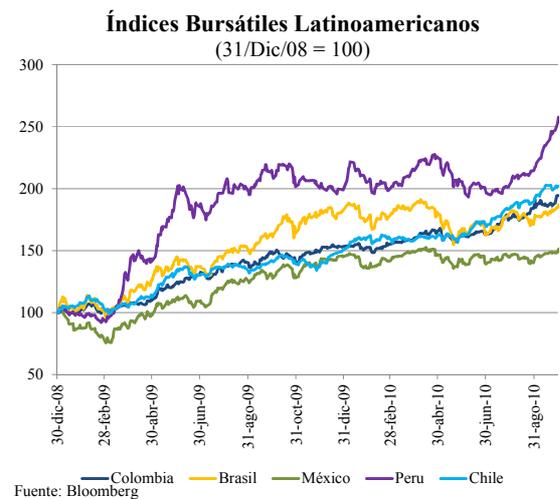


Gráfico 50

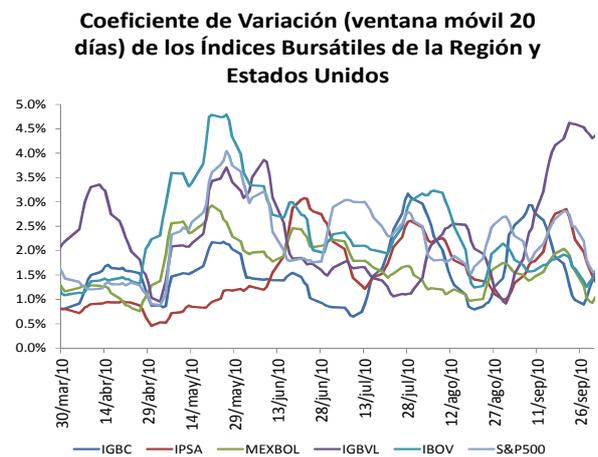
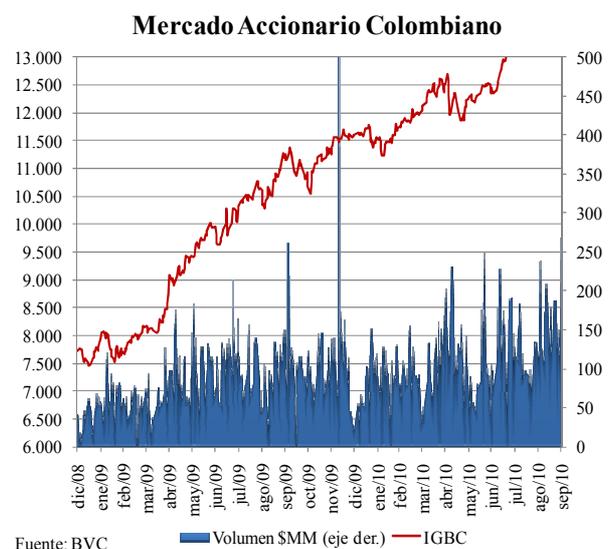


Gráfico 51



En línea con el contexto internacional, la mayoría de las bolsas asiáticas presentaron incrementos. En China, a pesar de los resultados económicos peores a los esperados por los analistas, el *Hang Seng* de Hong Kong y el *Shanghai Composite* aumentaron 11,7% y 10,7%, respectivamente. Por su parte, el índice *Nikkei* de Japón disminuyó 0,1%,

En América Latina, el IGBVL de Perú fue el índice de mayor avance (27,7%), seguido por el Merval de Argentina (21%), el IGBC de Colombia (18,2%), el IPSA de Chile (18%), el IBOV de Brasil (13,9%) y el MEXBOL de México (7%) (*Gráfico 49*).

En materia de volatilidad, el índice bursátil colombiano fue uno de los índices con menor coeficiente de variación⁴⁶ de la región. Durante el trimestre los coeficientes mostraron una tendencia descendente con excepción del IGBVL de Perú. Dentro de los índices de mayor coeficiente de variación durante el trimestre estuvieron el IGBVL de Perú, seguido por el S&P500, el Merval de Argentina y el IBOV de Brasil (*Gráfico 50*).

El promedio diario negociado en el mercado accionario colombiano en el tercer trimestre aumentó al pasar de \$126mm a \$156mm (*Gráfico 51*). Por su parte, los índices de capitalización y liquidez, COLCAP y COL20 avanzaron 20,6% y 17,5%, respectivamente. Los incrementos en la bolsa colombiana estuvieron motivados por el mayor optimismo de los agentes ante el cambio en el panorama de la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia de estable a positivo por parte de S&P y Moody's. Adicionalmente, Davivienda realizó una exitosa emisión de 26 millones de acciones⁴⁷ con dividendo preferencial por \$419 mm, el monto demandado ascendió a \$5,5 billones que equivale a 13 veces el monto ofertado. Según anunció el presidente de Davivienda, esta emisión tenía como objetivo apalancar varios proyectos que quiere adelantar la entidad, como ingresar a la Bolsa de Valores de Nueva York y participar en negocios en Centroamérica.

⁴⁶ El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 20.

⁴⁷ Se presentaron ofertas desde el 17 al 31 de agosto