

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



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS*

Bogotá D.C., Enero de 2010

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

* Documento elaborado por Karen Leiton, María Alejandra Buitrago y Lina Patiño y revisado por Sandra Benítez, Sebastián Rojas, Pamela Cardozo y José Eduardo Gómez.

INTRODUCCIÓN

Este reporte hace una descripción de la dinámica de los mercados financieros a nivel local, realizando comparaciones internacionales; el análisis se centra en el período comprendido entre julio y septiembre de 2009, meses en los que continuó el comportamiento favorable de los mercados financieros, tanto a nivel local como externo, ante la menor percepción de riesgo. En el caso específico de la región¹, se observó en la mayoría de los casos, una reducción en las primas de riesgo, valorización de activos locales y apreciación de las monedas. Por su parte, los mercados financieros colombianos presentaron un comportamiento acorde con la evolución de los países de la región, en línea con las mejores condiciones a nivel internacional.

En el tercer trimestre de 2009 los bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron las tasas de interés en niveles bajos a la vez que en la mayoría de economías emergentes no se realizaron más recortes en las tasas de interés de referencia, que ya se encontraban ubicadas en niveles mínimos históricos.

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

RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

En lo corrido de 2009 hasta el 30 de septiembre, todas las monedas de la región presentaron un comportamiento revaluacionista asociado a la disminución de la aversión al riesgo y al incremento de los precios de los productos básicos (*commodities*). Sin embargo, analizando en detalle el período comprendido entre julio y septiembre de 2009, las monedas de Chile y México se debilitaron parcialmente, mientras que las de Perú, Brasil y Colombia se fortalecieron. Durante este período, la apreciación del peso colombiano fue más pronunciada que la de las otras monedas de la región. Este comportamiento pudo haber estado asociado a monetizaciones por parte del sector público no financiero, la expectativa de mayores entradas de dólares ante el endeudamiento externo de algunas entidades y el anuncio de reservas de petróleo superiores a las estimadas.

¹ Los países de la región analizados son Brasil, México, Chile y Perú.

MERCADO MONETARIO

Durante el período analizado, el mejoramiento del ambiente económico internacional, el repunte de algunos indicadores económicos de países desarrollados y el mejoramiento en las condiciones de demanda interna, llevaron a varios bancos centrales de la región a no realizar más recortes de las tasas de interés de referencia. Sin embargo, estas tasas se mantuvieron en niveles bajos ante el comportamiento favorable de la inflación y ante la incertidumbre acerca del comportamiento futuro de la economía.

En el caso colombiano, durante las reuniones de julio y agosto la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalterada la tasa de interés de política monetaria, en línea con lo esperado por el mercado. En la reunión de septiembre anunció un sorpresivo recorte de la tasa de referencia, dejándola en 4%. A su vez, tanto las tasas activas como las pasivas registraron disminuciones, pero las primeras cayeron en mayor cuantía generando una reducción del margen de intermediación.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Los mercados de deuda pública interna de los países de la región presentaron un comportamiento mixto. Mientras en Perú los títulos de todos los plazos registraron valorizaciones, en México y Brasil los títulos de corto plazo se desvalorizaron y los de largo plazo registraron valorizaciones. En Chile, se observó el comportamiento contrario, con valorizaciones en los títulos de corto plazo y leves desvalorizaciones en los de largo plazo.

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

La valorización general de los TES estuvo asociada al recorte de la tasa de referencia, las expectativas de menor inflación, un mejoramiento en las percepciones de riesgo ante un ambiente internacional positivo y la recomposición de portafolio en el mercado, que contaba con abundante liquidez proveniente de vencimientos y pagos de cupones.

MERCADO ACCIONARIO

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* se valorizaron 15% durante el tercer trimestre del año 2009. Así mismo, en América latina las bolsas mantuvieron un comportamiento al alza registrado en períodos anteriores ante la caída en la aversión al riesgo y el aumento en los precios de los productos básicos. En el tercer trimestre de 2009 se destacaron las valorizaciones del MEXBOL de México (20%), el IBOV de Brasil (19.5%) y IGBVL de Perú (16%). Por su parte, el índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) presentó un comportamiento favorable. Durante el período analizado el índice aumentó más de 1.300 puntos equivalente a una valorización de 13%.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

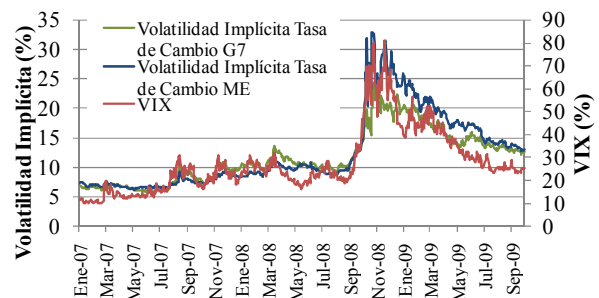
El periodo analizado se caracterizó por diversas señales de estabilización en la economía mundial, continuando con la recuperación de los indicadores líderes en las principales economías. En Estados Unidos mejoraron los indicadores de ventas y precios de vivienda, de actividad industrial y de confianza, y se detuvo el ritmo de contracción del PIB. Sin embargo la principal preocupación continuaba siendo el mercado laboral.

Adicionalmente se conocieron los datos de crecimiento económico de otros países del segundo trimestre de 2009; China creció 7,9% respecto al mismo trimestre de 2008, mientras que en la Zona Euro y en Inglaterra se observó una contracción trimestral menor a la esperada (0,2% y 0,6% respectivamente).

Frente a lo anterior, la aversión al riesgo medida por el VIX disminuyó levemente al pasar de 26,3% a 25,6% (*Gráfico 1*) y los mercados bursátiles reaccionaron positivamente (*Gráfico 2*). Adicionalmente, en los mercados de crédito se continuaron mejorando las condiciones de financiamiento, lo que se manifestó en una disminución del TED Spread², que en el periodo analizado disminuyó 24 p.b. (*Gráfico 3*).

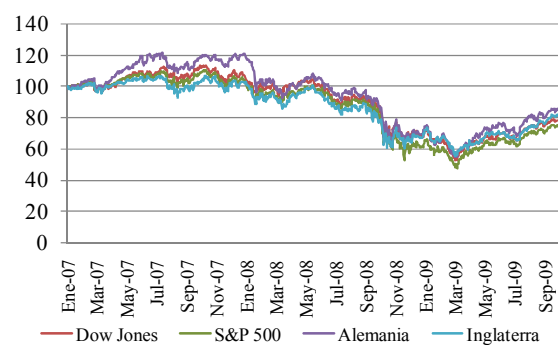
Aunque los mercados financieros tuvieron un comportamiento favorable, los Bonos del Tesoro americano también se valorizaron (*Cuadro 1*); lo anterior se explica por el aumento de liquidez en los mercados internacionales y la compra de bonos por parte de la Reserva Federal.

Gráfico 1
Aversión al riesgo y Volatilidad
Implícita de las Opciones sobre Tasa
de Cambio



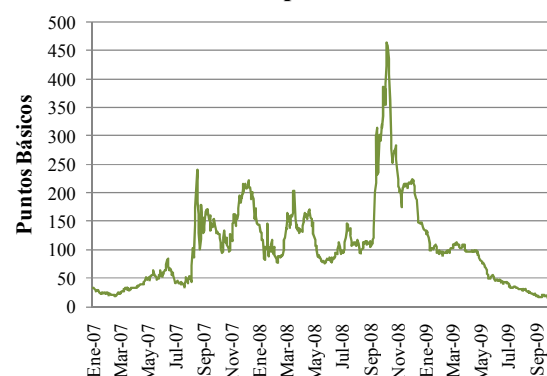
Fuente: Bloomberg. Cociente entre el valor observado y el promedio desde el año 2007

Gráfico 2
Índices Accionarios
Base 100: 02 Enero 2007



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3
TED Spread



Fuente: Bloomberg

² 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.

Por su parte, los Bancos Centrales mantuvieron sus tasas de interés en mínimos históricos: la Reserva Federal entre 0% y 0,25%, el Banco de Inglaterra en 0,5% y el Banco Central Europeo en 1% (*Gráfico 4*). Así mismo, mantuvieron los estímulos económicos frente a la crisis con algunos cambios: la Reserva Federal aumentó la duración de su programa de compra de bonos del Tesoro con el fin de realizar una desaceleración gradual de las mismas y el Banco de Inglaterra reforzó su programa de estímulo económico al aumentar la compra de bonos de GBP125 billones a GBP175 billones.

Vale la pena notar que los Bancos Centrales manifestaron que lo peor de la crisis había pasado y que en el corto plazo iban a mantener las tasas de interés en los niveles actuales. Igualmente aumentaron sus proyecciones de crecimiento para 2009 y 2010³.

En línea con las tasas de política monetaria, las tasas interbancarias a un día continuaron en niveles bajos, que en el caso de Europa e Inglaterra se encontraban por debajo de las tasas establecidas por los Bancos Centrales (*Gráfico 5*).

Teniendo en cuenta las bajas tasas de interés en Estados Unidos y la menor aversión al riesgo, los inversionistas estaban endeudándose en dólares e invirtiendo en activos más riesgosos, lo que llevó al dólar a debilitarse frente a monedas fuertes y débiles (*Cuadro 2*).

³ Proyecciones de crecimiento

	2009		2010	
	anterior	actual	anterior	actual
FED1	-2.0 a -1.3	-1.5 a -1.0	2.0 a 3.0	2.1 a 3.3
BCE2	-5.1 a -4.1	-4.4 a -3.8	-1.0 a 0.4	-0.5 a 0.9

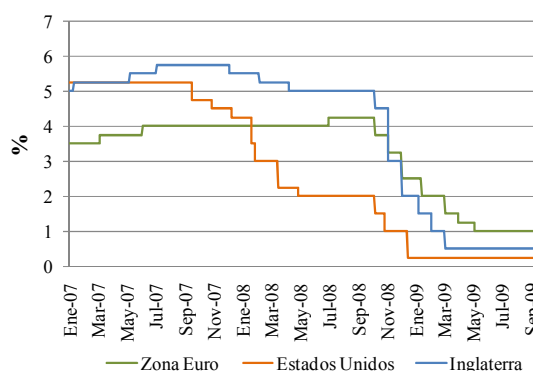
1 Abril de 2009 (anterior) Julio de 2009 (Actual)

2 Junio de 2009 (anterior) Septiembre de 2009 (Actual)

Cuadro 1
Bonos del Tesoro

Plazo (años)	Tasa		Variación (p.b)
	30-Jun	30-Sep	
0,5	0,345	0,174	-17,1
2	1,113	0,949	-16,4
5	2,556	2,313	-24,3
10	3,535	3,307	-22,8
30	4,329	3,957	-37,2

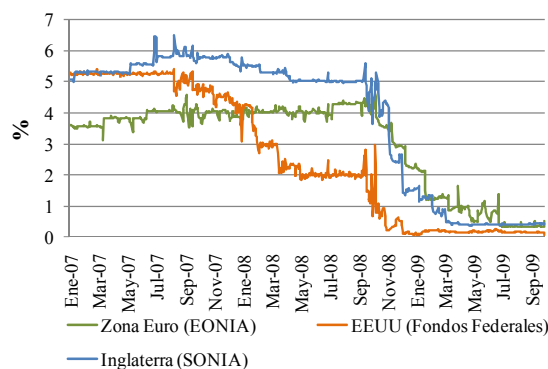
Gráfico 4
Tasas de Política Monetaria



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

Tasas Interbancarias



Fuente: Bloomberg

Cuadro 2
Devaluación de monedas frente al Dólar Americano

Tasa de Cambio	30-Jun	30-Sep	Variación
EURO/USD	0,71	0,68	-4,15%
LIBRA/USD	0,61	0,63	2,98%
AUD/USD	1,24	1,13	-8,65%
NZD/USD	1,55	1,38	-10,72%
CAD/USD	1,16	1,07	-7,98%
YEN/USD	96,36	90,09	-6,51%
LIRA/USD 1/	1,54	1,48	-3,60%
RINGIT/USD 2/	3,52	3,46	-1,64%
RAND/USD 3/	7,71	7,51	-2,65%

1/ lira turca 2/ ringgit malayo 3/ rand surafricano

Se destacó el debilitamiento de la libra esterlina, que se debió no solamente al aumento del programa de estímulo económico, sino a los comentarios del gobernador del Banco de Inglaterra quien afirmó que una libra débil ayudaría a rebalancear la economía británica.

Igualmente vale la pena señalar el fortalecimiento del yen, que obedeció al triunfo electoral del partido democrático de Japón que había señalado que no intervendría en el mercado cambiario y que el énfasis económico sería reforzar el consumo interno en vez de las exportaciones.

2. MERCADO CAMBIARIO

En el periodo analizado el índice de las tasas de cambio de Latinoamérica (LACI) se revaluó (*Gráfico 6*). Este comportamiento se puede explicar por el debilitamiento del dólar a nivel internacional, el aumento en los precios de los productos básicos (*Gráfico 7*) y la disminución de las primas de riesgo⁴ (*Gráfico 8*).

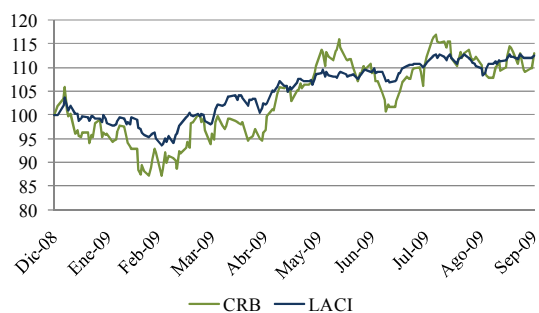
Respecto a los precios de los productos básicos, se destacó el aumento en los precios de los metales. En particular, el precio del oro superó la barrera de los US\$1.000/onza, pasando de 926,6 US\$/onza a 1.007,7 US\$/onza en el periodo analizado. A su vez, la plata, el cobre y el aluminio aumentaron su precio en 22%, 20% y 15%, respectivamente. Por otro lado, el precio del petróleo aumentó levemente (1,03%).

Gráfico 6
VIX vs. Índice Monedas LACI
(US\$/divisas)



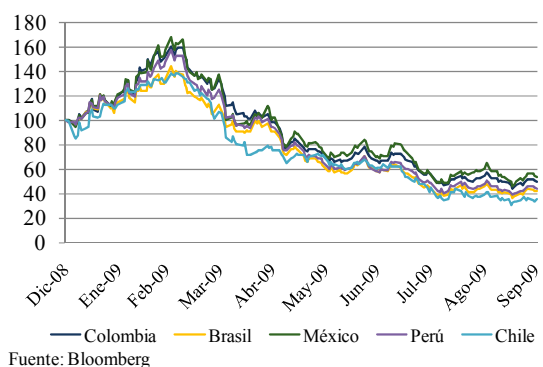
Fuente: Bloomberg

Gráfico 7
Índice de materias primas CRB vs.
LACI (US\$/divisas)
Base 100: 31 Dic 2008



Fuente: Bloomberg

Gráfico 8
Credit Default Swaps 5 años
Base 100: 31 Dic 2008



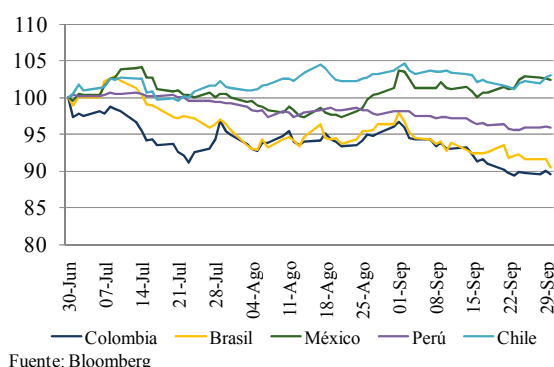
Fuente: Bloomberg

⁴ En este caso son medidas a través de los *Credit Default Swaps*.

En cuanto a las monedas de los países analizados, se observó una apreciación del real brasileiro, del peso colombiano y del sol peruano, y una depreciación del peso mexicano y del peso chileno (*Gráfico 9*). La depreciación del peso mexicano estuvo asociada a un debilitamiento económico mayor al esperado, teniendo la mayor contracción del PIB en los últimos 25 años⁵, causada por su fuerte dependencia de la economía estadounidense y por menores ingresos fiscales. Por su parte, en Chile se presentó la estrategia de *carry trade*⁶, en donde el peso chileno era la moneda de fondeo y se realizaban inversiones en monedas como el real brasileiro; lo anterior debido al alto diferencial de tasas entre esas dos monedas (*Gráfico 10*).

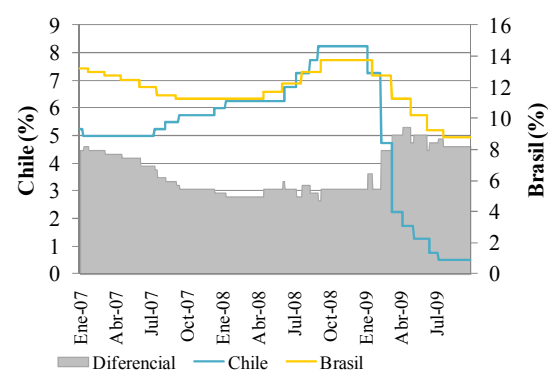
Además, el periodo analizado se caracterizó por una disminución en las volatilidades de las tasas de cambio de la región (*Gráficos 11 y 12*). El Real y el Peso colombiano continuaron siendo las monedas más volátiles (mientras que Brasil tuvo la mayor volatilidad condicional⁷ en el 64% de los días del periodo, Colombia la tuvo en el

Gráfico 9
Tasas de Cambio LATAM
Base 100: 30 Jun 2009



Fuente: Bloomberg

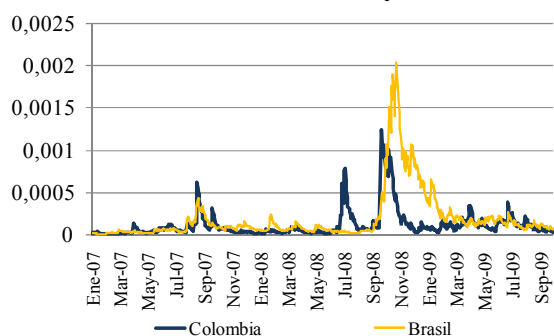
Gráfico 10
Tasas de Política Monetaria



Fuente: Bloomberg

Gráfico 11

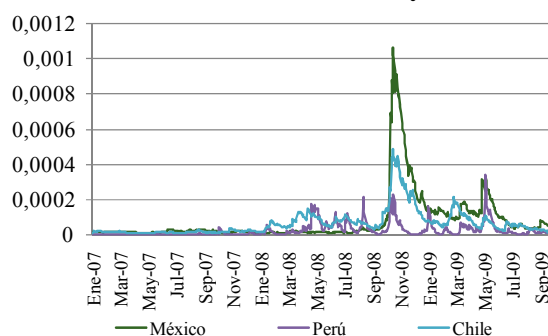
Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio de Colombia y Brasil



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

Gráfico 12

Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio de México, Perú y Chile



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

⁵ 10,3% en el segundo trimestre de 2009 con respecto al mismo trimestre del año anterior.

⁶ Estrategia que consiste en endeudarse en economías con tasas de interés bajas y realizar inversiones en economías con tasas altas.

⁷ Medida a través de un Garch (1,1)

36% de los días (*Gráfico 11*). Por su parte, las monedas de México, Perú y Chile presentaron menores volatilidades (*Gráfico 12*).

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, se observó que mientras Colombia, Brasil y Perú realizaron compras netas de dólares en el periodo analizado, Chile y México realizaron ventas netas (*Cuadro 3*). Las compras de dólares contribuyeron a que los países de la región incrementaran sus reservas internacionales (*Cuadro 4*).

Cuadro 3
Intervención Cambiaria (+compras - ventas)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Ene-Sept
Colombia	-175	-194	180	0	0	180	180	0	0	171
Perú	-676	-473	0	0	77	0	0	0	269	-803
Chile BBCh*	-15	0	0	0	-75	-875	0	0	-355	-1.320
Tesorería	0	0	-150	-1.050	-950	-850	-880	-840	-840	-5.560
Brasil	-2.548	-401	459	1.301	3.207	6.601	4.613	3.823	4.206	21.262
México**	-988	-2.577	-2.000	-2.300	-2.120	-1.400	-1.400	-1.300	-1.300	-15.385

Cifras en US\$ millones

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

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

** No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$8,840 millones en lo corrido del año

Cuadro 4
Reservas Internacionales

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre
Colombia	23.621	23.342	23.841	23.414	23.585	23.723	24.122	25.239	25.123
Perú	30.098	29.412	30.930	31.079	31.189	30.790	32.089	31.955	32.130
Chile	23.454	22.896	23.382	23.560	24.001	23.448	23.498	25.053	26.040
Brasil	188.102	186.880	190.388	190.546	195.264	201.467	207.363	215.744	221.629
México	83.631	80.061	79.005	76.850	75.653	74.380	73.269	76.375	76.138

Cifras en US\$ millones

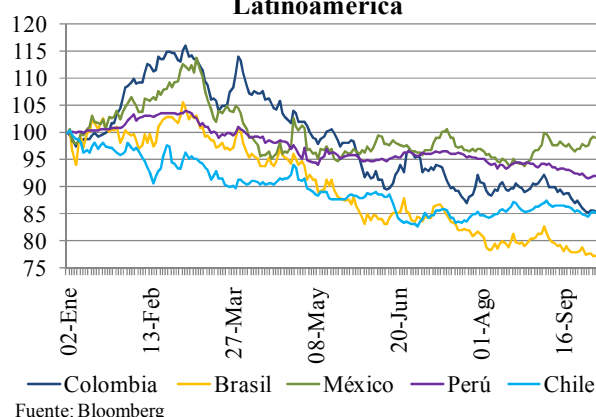
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

2.1. Mercado Cambiario Colombiano

En lo corrido del año 2009 (hasta el 30 de septiembre), la revaluación del peso colombiano ascendió a 15%, similar a la registrada por la moneda de Chile (14%), superior a las de México y Perú (1% y 8%) e inferior a la de Brasil (24%) (*Cuadro 5* y *Gráfico 13*).

Entre el 1 de julio y el 30 de septiembre de 2009 el tipo de cambio colombiano pasó de \$2.145 a \$1.925 por dólar, equivalente a una

Gráfico 13
Devaluación Acumulada 2009
Latinoamérica



Cuadro 5

País	Devaluación jul 09 - sep 09	Devaluación Año corrido
Brasil	-9%	-24%
Colombia	-10%	-15%
Chile	3%	-14%
Perú	-4%	-8%
México	2%	-1%

Fuente: Bloomberg, cálculos BR.

apreciación de 10%⁸. Aunque este comportamiento estuvo en línea con el de otras monedas de la región, el fortalecimiento del peso colombiano fue más pronunciado. En el *Gráfico 14* se observa que el índice LACI⁹ y el promedio de SET FX registraron una dinámica muy similar, pero desde mediados de 2009 este último presentó una mayor caída.

Además de las razones mencionadas anteriormente, otros factores que pudieron acentuar la apreciación del peso colombiano, fueron las monetizaciones por parte del sector público no financiero, la expectativa de mayores entradas de dólares ante el endeudamiento externo de algunas entidades y el anuncio de reservas de petróleo superiores a las estimadas¹⁰.

En cuanto al comportamiento de los flujos de divisas hasta el tercer trimestre de 2009, la balanza cambiaria registró entrada de dólares que pudo haber influenciado el comportamiento revaluacionista del peso colombiano. El *Gráfico 15* ilustra algunos rubros de la balanza cambiaria de Colombia en lo corrido de 2009 hasta el 30 de septiembre. Puede observarse que en comparación con lo observado en 2008, disminuyeron los reintegros netos de capital privado al tiempo que aumentaron los reintegros netos de capital oficial a través de cuentas corrientes y operaciones especiales¹¹ y los flujos de dólares por inversión extranjera en el sector petróleo y minería.

Gráfico 14
Promedio SET FX y LACI

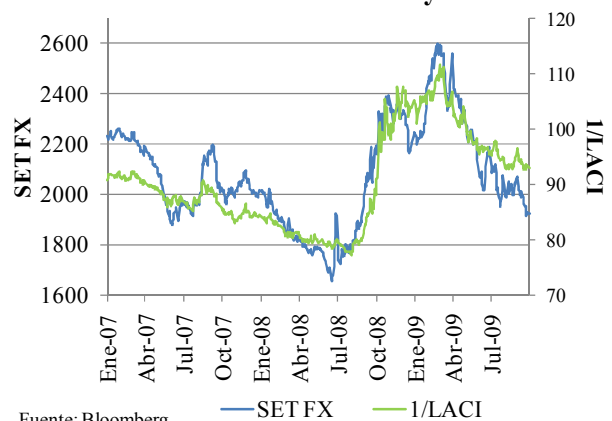
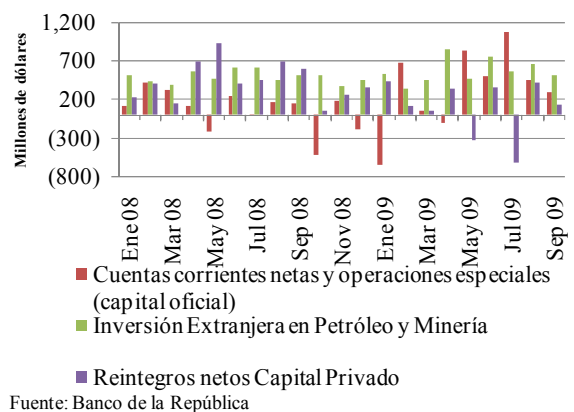


Gráfico 15
Balanza Cambiaria



⁸ Cifras de tipo de cambio correspondientes a promedios de SET FX.

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 El 23 de Julio, el Ministerio de Minas anunció que el campo Rubiales podría tener 500 millones de barriles de reservas de petróleo, cinco veces superiores a las inicialmente estimadas.

¹¹ Una parte de las operaciones de la DTN registradas en este rubro, se canaliza a través del Banco de la República y no tiene impacto en el mercado cambiario.

Durante el período analizado, la caja en dólares de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) presentó una disminución de US\$204 millones, compensando la caída de sus obligaciones netas a futuro por US\$141 millones¹² (Gráfico 16).

En julio, la acelerada revaluación del peso colombiano activó en una ocasión las condiciones para la realización de una subasta de opciones *put* para control de volatilidad del Banco de la República. De esta manera, el Banco Central compró US\$180 millones en el mercado cambiario local.

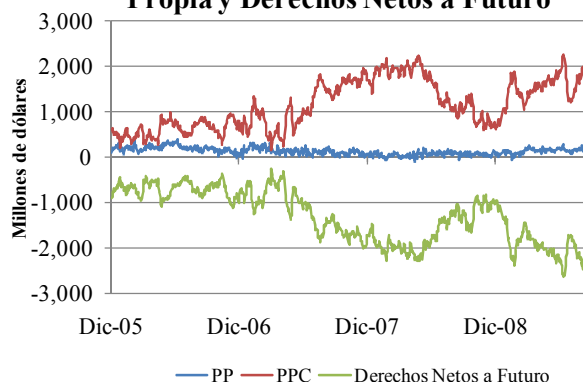
El Cuadro 6 presenta la intervención del BR en el mercado de contado, la variación de la posición propia de contado (PPC) de los IMC y los reintegros netos de capital oficial de la balanza cambiaria de Colombia.

Cuadro 6

Concepto	Julio – Septiembre 2009
Compra USD Banco de la República	US\$180 millones
Disminución PPC de los IMC	US\$204 millones
Reintegros netos de Capital Oficial ¹³	US\$1832 millones

La tendencia revaluacionista del peso colombiano estuvo interrumpida desde la última semana de julio hasta principios de agosto, como consecuencia del renovado nerviosismo sobre la situación futura de la economía estadounidense ante la publicación de algunos indicadores que registraron niveles peores a los esperados¹⁴ y el choque diplomático con Venezuela, luego que el presidente Chávez congelara las relaciones diplomáticas y comerciales con Colombia (Gráfico 17).

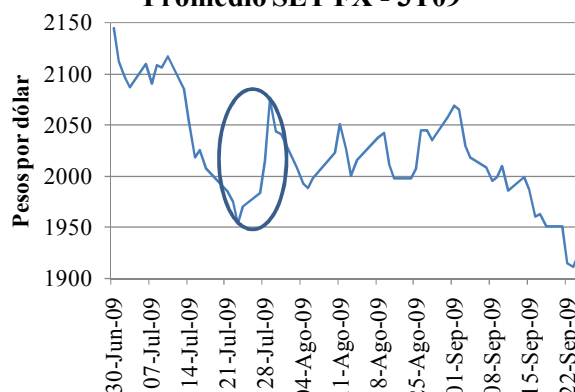
Gráfico 16
Posición Propia de Contado, Posición Propia y Derechos Netos a Futuro



Fuente: Superfinanciera, cálculos del Banco de la República

Gráfico 17

Promedio SET FX - 3T09



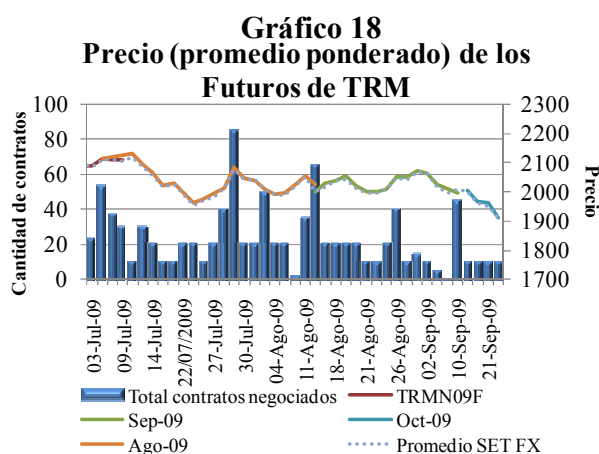
Fuente: SET FX

¹² Dato correspondiente a la variación en la diferencia entre las obligaciones y los derechos a futuro (+obligaciones - derechos) de los IMC.

¹³ A través de cuentas corrientes y operaciones especiales.

¹⁴ El índice de confianza del consumidor del mes de julio se ubicó en 46,6 (esperado: 49 - anterior: 49,3).

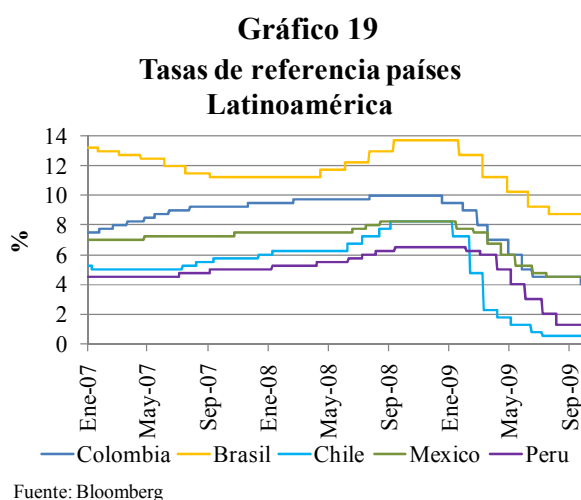
En cuanto a los contratos de futuros de TRM, durante el periodo analizado se negociaron 948 contratos por un monto de US\$47,4 millones. Al 30 de septiembre, la posición abierta ascendía a 11 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en octubre de 2009. El *Gráfico 18* muestra la tendencia descendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en línea con el comportamiento de la tasa de cambio en el mercado *spot*.



3. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

3.1. Mercado Monetario y tasas de interés

Durante el trimestre analizado los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú no continuaron los recortes sucesivos de las tasas de política monetaria que habían iniciado a principios de 2009¹⁵. Lo anterior, debido a la recuperación de la actividad económica global y el mejoramiento en el ambiente de los mercados financieros. De esta manera, mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en niveles históricamente bajos, argumentando que los consideraban apropiados dado el comportamiento favorable de la inflación (*Gráficos 19 y 20*).



¹⁵ Las últimas modificaciones a la tasa de interés de referencia en Brasil (-0,5% a 8,75%), Chile (-0,25% a 0,5%) y México (-0,25% a 4,5%) se llevaron a cabo el 22 de julio, el 9 de julio y el 17 de julio respectivamente. El Banco Central de Perú recortó la tasa el 6 de agosto (-1,75% a 1,25%).

En el caso colombiano, durante las reuniones de julio y agosto la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalterada la tasa de interés de política monetaria, en línea con lo esperado por el mercado. Los analistas no descontaban recortes adicionales desde la reunión de junio en la que el BR había señalado que de acuerdo con la información disponible hasta ese momento, no se esperaban “*modificaciones en la tasa de interés de intervención en el futuro cercano*”. Sin embargo, en la reunión de septiembre el BR realizó un sorpresivo recorte de 50 p.b. dejando la tasa de política monetaria en 4,0%.

En cuanto a la tasa interbancaria TIB, desde el 22 de julio esta se había ubicado en niveles inferiores a los de la tasa de referencia ante las amplias condiciones de liquidez proveniente de un vencimiento de TES tasa fija el 10 de julio de 2009. Sin embargo, a partir de agosto se redujo la liquidez que se presentaba en el mercado, debido a que la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) aumentó su saldo en el Banco de la República y éste realizó captaciones mediante el esquema de Depósitos Remunerados no Constitutivos de Encaje (DRNCE) a 7 días. La TIB reaccionó al alza acercándose nuevamente a la tasa de referencia del BR y la demanda de liquidez por parte de los agentes del mercado aumentó, incrementando los saldos netos de expansión del BR y llevándolo nuevamente a una posición acreedora (Gráficos 21 y 22).

Gráfico 20
Indice de Precios al Consumidor
(Variación porcentual 12 meses)

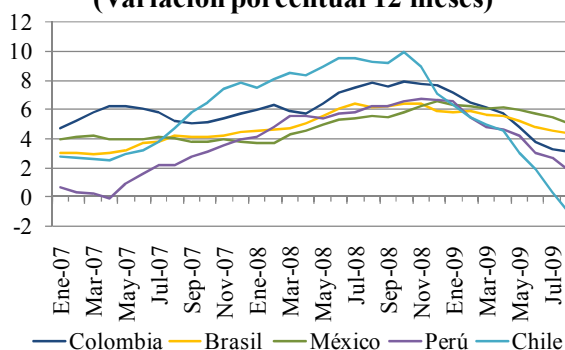
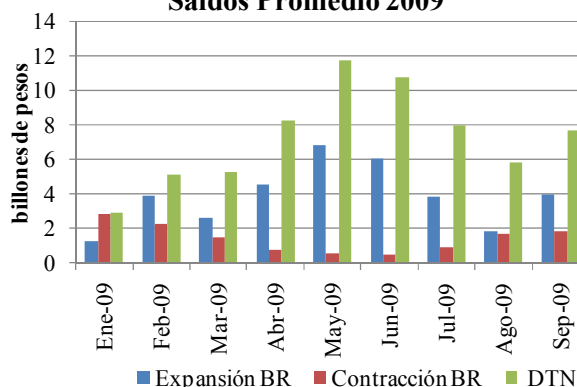
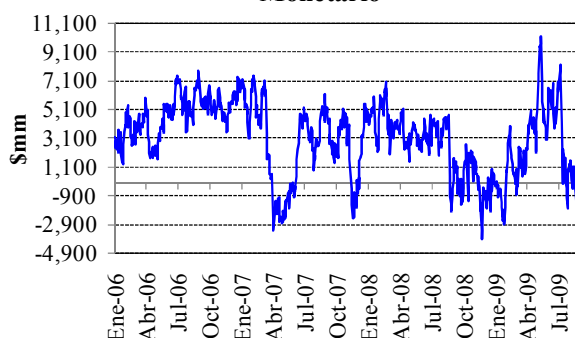


Gráfico 21
Saldos Promedio 2009



Fuente: Banco de la República

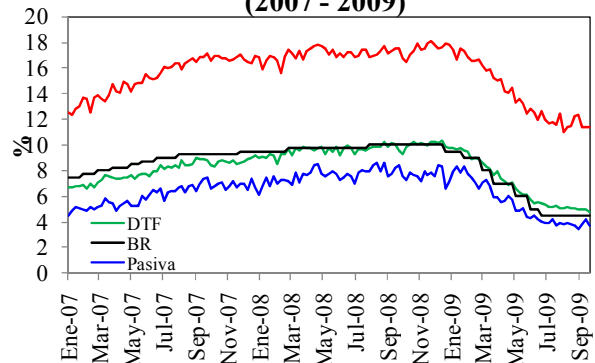
Gráfico 22
Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República

Por su parte, las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero disminuyeron en línea con el comportamiento de la tasa de referencia del BR (*Gráfico 23*). Entre julio y septiembre la tasa activa registró una disminución de 122 p.b. mientras que las tasas pasivas registraron una caída de 30 p.b.. De esta forma, el margen de intermediación¹⁶ presentó una disminución en el período analizado al pasar de 8,25% a 7,38% (*Gráfico 24*).

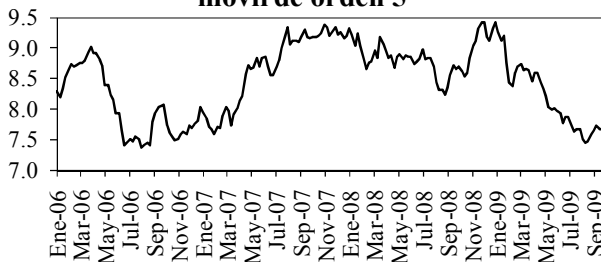
Gráfico 23
Tasas de Interés Activa y Pasiva
(2007 - 2009)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

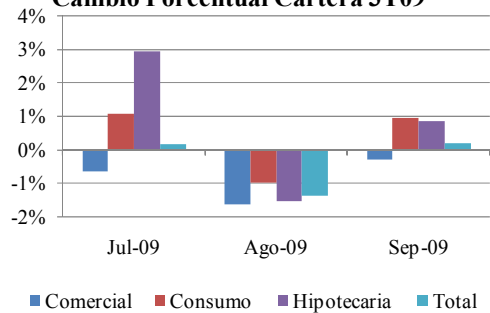
La disminución de la liquidez en el mes de septiembre también estuvo relacionada con la evolución de la cartera, que después de haber registrado una caída en el mes de agosto, se recuperó en septiembre contribuyendo a la disminución de la liquidez y al incremento de la TIB (*Gráfico 25*).

Gráfico 24
Información semanal, Promedio
móvil de orden 5 *



* El margen de intermediación se calcula así: $MI = \frac{(1+i_{activa})}{(1+i_{pasiva})} - 1$
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
Cambio Porcentual Cartera 3T09

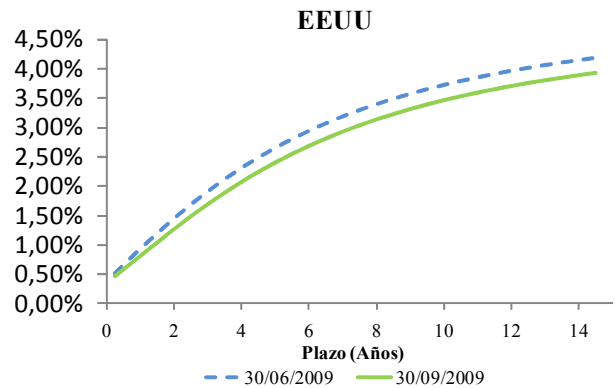


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR.

3.2. Mercado Deuda Pública

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

Gráfico 26



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM

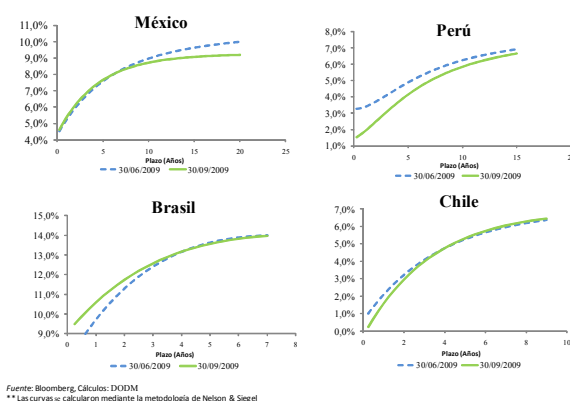
** Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel

¹⁶ Con información de cartera comercial y de consumo.

Durante el período analizado los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron una disminución en todos los plazos y la curva cero cupón registró un aplanamiento (*Gráfico 26- Ver Recuadro 1*). La valorización de los títulos se dio posiblemente debido a la menor inflación esperada y las expectativas de que la Reserva Federal mantuviera las tasas en niveles bajos por un periodo de tiempo prolongado. Adicionalmente, al parecer algunos bancos centrales de países emergentes intervinieron sus mercados cambiarios y utilizaron los dólares comprados para adquirir bonos del Tesoro de EE.UU.

En Latinoamérica, los mercados de deuda pública interna presentaron un comportamiento mixto. Mientras en Perú los títulos de todos los plazos registraron valorizaciones, en México y Brasil los títulos de corto plazo se desvalorizaron y los de largo plazo registraron valorizaciones, aunque muy leves en el caso de Brasil. En Chile, los títulos de corto plazo se valorizaron y los de largo plazo registraron ligeras desvalorizaciones. (*Gráfico 27- Ver Recuadro 1*).

Gráfico 27

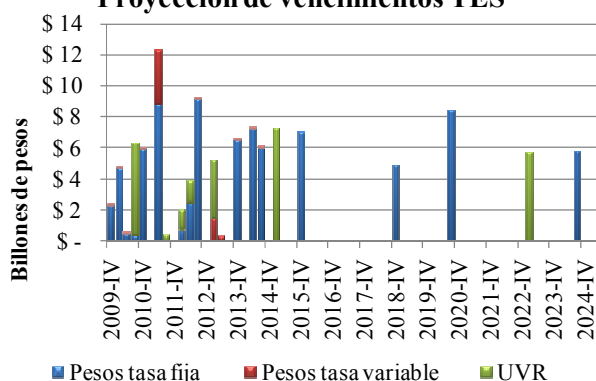


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM
 ** Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel

3.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A septiembre 30 de 2009, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$111,9 billones. Para el 2009 el cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo era de \$24,5 billones, de los cuales al 30 de septiembre se habían colocado \$21,3 billones¹⁷. A esa fecha se encontraban abiertas tres emisiones de largo plazo denominadas en pesos (con vencimiento en agosto 2012, mayo 2014 y julio 2024) y dos

Gráfico 28
Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

¹⁷ A junio 30 se habían colocado \$9.964 miles de millones en subastas, \$2.507 miles de millones en convenidas y \$12.471 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de septiembre.

emisiones denominadas en UVR (vencimientos en marzo 2013 y febrero 2023). En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2009 era de \$5,6 billones, de los cuales se habían colocado en el mercado \$6,0 billones a finales de septiembre¹⁸.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES de largo plazo¹⁹. Se observa que había una acumulación importante de vencimientos para el último trimestre de 2009 y para el año 2010, período en el cual se concentraría el 18% de estos. Posteriormente, en el año 2011 los vencimientos representaban un 11% del total.

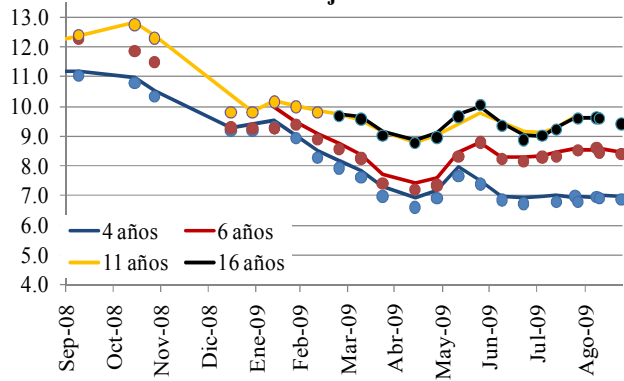
El costo de financiación del Gobierno Nacional a través de nuevas emisiones, registró una disminución ante la caída en las tasas de interés (*Gráficos 29 y 30*).

3.2.3 Mercado Secundario Deuda Pública Interna

Entre julio y septiembre, en promedio las tasas de los TES entre 1 y 2 años cayeron 87 p.b., entre 2 y 5 años disminuyeron 32 p.b., y entre 5 y 15 años cayeron 45 p.b.. La diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años, alcanzó un nivel máximo a principios de septiembre (613 p.b.) y corrigió parcialmente a la baja para presentar una variación neta de 58 p.b. (*Gráfico 31*).

Gráfico 29

Tasas de Colocación y Mercado Secundario TES Tasa Fija Pesos



Fuente: Banco de la República y MEC

Gráfico 30

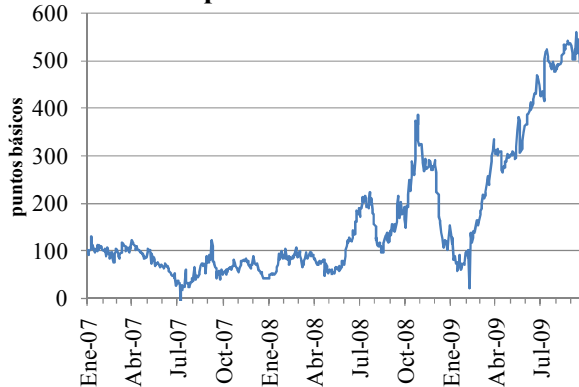
Tasas Cero Cupón de TES en Pesos y tasa de referencia del BR Enero 2007- Septiembre 2009



Fuente: SEN y MEC, cálculos DODM

Gráfico 31

Spread 1 - 10 años



¹⁸ 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.

¹⁹ Incluye únicamente saldos de capital de los TES de largo plazo, incluyendo tasa fija en pesos, en UVR y en dólares y TES IPC. Los TES denominados en UVR y en dólares se convirtieron a pesos con los valores de referencia del 30 de septiembre de 2009.

Durante el trimestre analizado todas las referencias del mercado de deuda pública local estuvieron beneficiadas por una disminución en los rendimientos (*Gráfico 32*). Este comportamiento estuvo asociado a expectativas de menor inflación, un mejoramiento en las percepciones de riesgo ante un ambiente internacional positivo y la recomposición de portafolio en el mercado, que contaba con abundante liquidez proveniente de vencimientos y pagos de cupones de algunos títulos de deuda interna.

En primer lugar, las expectativas de inflación disminuyeron a medida que los agentes incorporaban los nuevos datos publicados por el DANE, los cuales fueron inferiores a los esperados para los meses de junio y julio, mientras que el dato correspondiente al mes de agosto coincidió con el consenso de los analistas²⁰.

En segundo lugar, el comportamiento de los TES estuvo influenciado por el incremento de la liquidez en el mercado secundario durante el período analizado, que estuvo asociado a vencimientos y pagos de cupones de TES. El 10 de julio se venció un TES tasa fija por \$6,8 billones y a finales de ese mismo mes hubo pagos de cupones por \$1,3 billones. Posteriormente, en septiembre hubo vencimientos de TES y pagos de cupones que le inyectaron al mercado cerca de \$1,6 billones. Durante el trimestre se realizaron emisiones de TES mediante subastas por cerca de \$3,7 billones de pesos²¹.

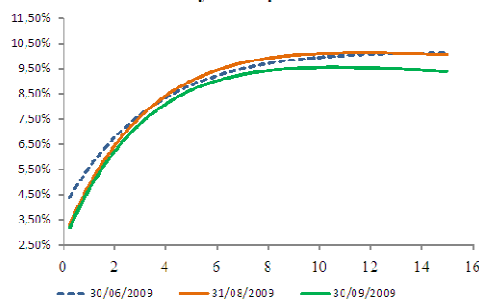
Mientras en el año 2008 el promedio diario de negociación ascendía a \$2,4 billones, en lo corrido de 2009 (hasta el 30 de septiembre) el monto diario promedio

²⁰ La inflación año completo de junio se ubicó en 3,81% (esp: 3,93%), la de julio fue 3,28% (esp: 3,40%) y la de agosto ascendió a 3,13% (esp: 3,13%).

²¹ Las emisiones denominadas en UVR fueron convertidas a pesos con los valores de referencia del 30 de septiembre de 2009.

Gráfico 32 Curvas Spot Colombia

30 Junio 2009 y 30 Septiembre 2009



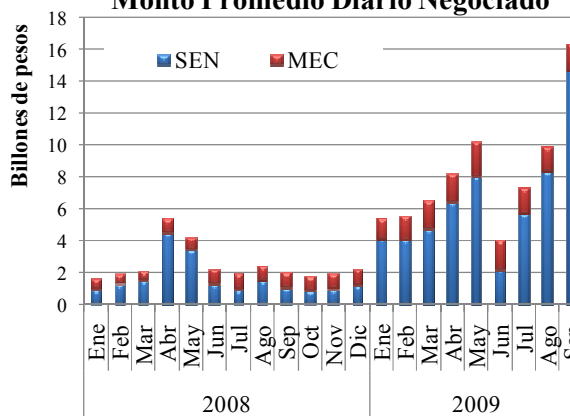
Cambios Promedio en la Curva por Tramos***

Tramo Corto 0-2 Años	Tramo Medio 2-5 Años	Tramo Largo 5-15 Años
-87	-32	-45

* Cifras en punto básico

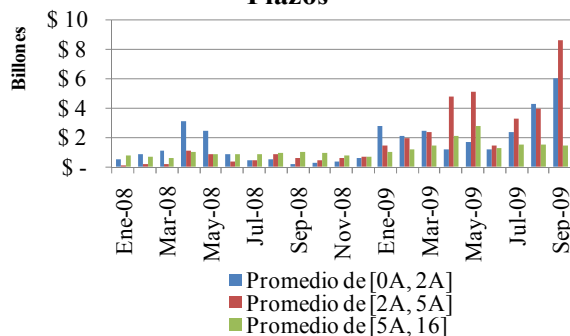
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Desarrollo de Mercados
Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel

Gráfico 33 Monto Promedio Diario Negociado



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

Gráfico 34 Monto Promedio Negociado por Plazos

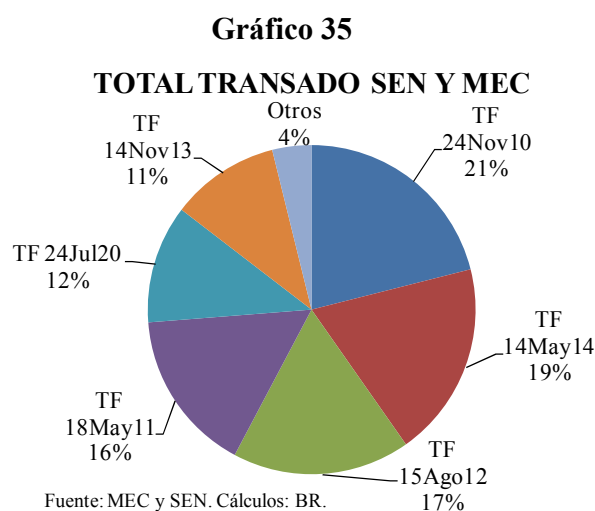


Fuente: MEC y SEN. Cálculos BR

negociado se ubicó en \$8,0 billones²² (Gráfico 33). Particularmente en septiembre, se alcanzaron nuevos récord de volumen transado en el sistema electrónico de negociación (SEN) del Banco de la República²³. Los títulos más negociados en el mercado de deuda pública tenían vencimiento entre 2010 y 2014. Los tramos corto y medio de la curva (plazos entre 0 y 5 años) concentraban un 84,5% del total de negociaciones (Gráficos 34 y 35).

Los efectos positivos de los datos favorables de inflación y la estabilidad de la aversión al riesgo en niveles bajos, fueron contrarrestados en agosto por el nerviosismo con respecto a la situación fiscal de Colombia, que interrumpió las valorizaciones de los TES y generó un incremento temporal en sus rendimientos. Este aumento fue más pronunciado en los títulos de largo plazo lo cual generó un empinamiento de la curva cero cupón.

En agosto los agentes del mercado incorporaron expectativas de mayores emisiones de TES luego de conocer que ante la desaceleración económica, el recaudo de impuestos había sido inferior al presupuestado por el Gobierno. Adicionalmente, el mercado anticipó que los recursos provenientes de la venta de ISAGEN (\$3 billones) no alcanzarían a ingresar a la caja del Gobierno en los primeros meses de 2010. Las expectativas del mercado fueron confirmadas a principios de septiembre cuando el Ministerio de Hacienda anunció una revisión al plan de financiamiento de 2009 que mencionaba una reducción de \$1,4 billones en los ingresos y en consecuencia, la necesidad de captaciones adicionales de \$2 billones. Con esta revisión, el déficit proyectado del Gobierno²⁴ para 2009 pasó de 3,7% a 4,0% del PIB. Para ese entonces, la reacción del mercado a dichos anuncios fue nula, ya que habían sido anticipados desde el mes de agosto.



²² Teniendo en cuenta operaciones de SEN y MEC.

²³ El 15 de septiembre se negociaron \$23,7 billones y el 25 de septiembre de 2009 el monto negociado ascendió a \$30,2 billones.

²⁴ Gobierno Nacional Central (GNC).

Adicionalmente, como se verá más adelante en este informe, agosto estuvo caracterizado por un aumento en las emisiones de deuda corporativa, que pudo haber llevado a algunos agentes a sustituir inversiones en TES por inversiones en títulos de deuda corporativa.

Recuadro 1 Estimación de la curva Cupón

Las curvas cero cupón son estimadas utilizando la metodología de Nelson y Siegel (N&S). En la estimación, el modelo de N&S toma como datos de entrada los precios promedio diarios ponderados por volumen de los títulos TES en pesos transados en el sistema SEN y MEC.

Según la metodología mencionada, la curva cero cupón puede ser caracterizada de acuerdo con la siguiente expresión:

$$Y(m) = B_0 + B_1 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right)}{\frac{m}{\tau}} \right) + B_2 \left(\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right)}{\frac{m}{\tau}} - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right) \right) \quad (1)$$

Donde:

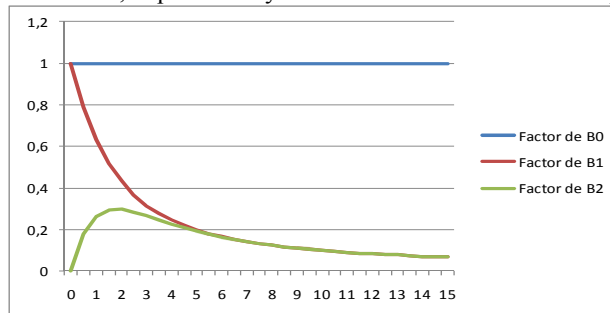
m es la madurez o plazo de las tasas (años)

Y(m) es la tasa cero cupón para el plazo m

B_0, B_1, B_2 y τ son parámetros a estimar.

Los parámetros B_0, B_1, B_2 y τ , se determinan minimizando la diferencia entre los precios observados y los precios teóricos estimados a partir de la curva cero cupón generada por la ecuación (1) ¹.

Como puede observarse en la forma funcional del modelo, cada uno de los parámetros se encuentra asociado con una función, la cual describe un componente particular de la curva. El parámetro B_0 está asociado con una función constante igual a 1 para todos los plazos, el factor de B_1 con la función $\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right)}{\frac{m}{\tau}}$ y el factor de B_2 con $\frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right)}{\frac{m}{\tau}} - \exp\left(-\frac{m}{\tau}\right)$. La representación gráfica de estas funciones permite interpretar los parámetros B_0, B_1, B_2 como el nivel, la pendiente y la curvatura de la curva cero cupón:



La sensibilidad de la curva ante cambios en el parámetro τ no es muy significativa comparada con los demás parámetros, sin embargo con el fin de comparar el valor de B_0, B_1 y B_2 a través del tiempo, es necesario fijar dicho parámetro. El procedimiento para hallar el valor de τ óptimo es el siguiente:

1. Se genera un rango de valores para el parámetro τ .
2. Se fija uno de estos valores de τ y utilizando la serie histórica de observaciones diarias de los precios de los TES, se estiman B_0, B_1 y B_2 para cada día mediante mínimos cuadrados ordinarios

Recuadro 1 (continuación)

3. Se calcula la suma de los errores al cuadrado (SEC) para cada día, y posteriormente se obtiene la sumatoria total de dichas diferencias para la historia evaluada.
4. Los pasos 2 y 3 se repiten para los diferentes valores de τ establecidos en el paso 1.
5. Se escoge el τ que minimiza la suma de los errores al cuadrado total estimada en el paso 4.

El procedimiento anterior permite interpretar consistentemente los cambios diarios en la curva de rendimientos utilizando los cambios en los parámetros estimados².

La utilización de la metodología de N&S para el cálculo de la curva cero cupón tiene varias características favorables; entre ellas se destacan su fácil estimación, el buen ajuste del modelo frente a los datos observados, la opción de extrapolar la curva incluso para plazos que no tienen observaciones y la interpretación de los movimientos de la curva con los parámetros estimados.

¹ La función a minimizar específicamente es la suma de la diferencia de precios al cuadrado ponderada por el inverso de la duración:

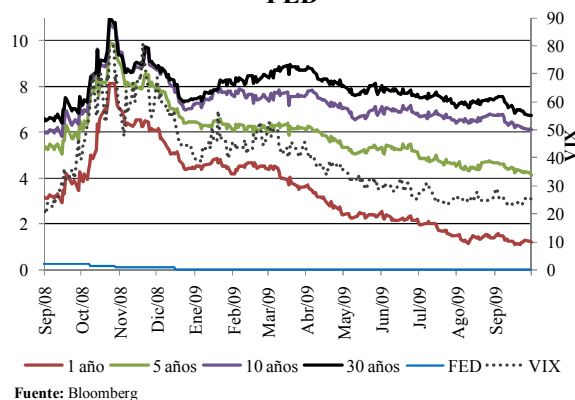
$$\min_{\beta_0, \beta_1, \beta_2, \tau} \sum_{j=1}^N ((P_j - \beta_j) W_j)^2 \quad W_j = \frac{1/D_j}{\sum_{i=1}^N 1/D_i}$$

² El τ utilizado en la estimación de las curvas de TES en pesos es 3,7.

3.5 Deuda Pública Externa de EEUU y los países de la región

El tercer trimestre se caracterizó por indicadores económicos de Estados Unidos y del mundo por encima de las expectativas que incentivaron un mayor apetito por activos riesgosos (locales) y de países emergentes. Como ya se mencionó en secciones anteriores se percibe en el mercado una menor aversión al riesgo, en el tercer trimestre del año el índice de aversión al riesgo medido por el VIX disminuyó levemente y los principales índices bursátiles (Dow Jones y S&P500) se valorizaron aproximadamente 15% (Gráfico 36). De otra parte, los precios de las materias primas aumentaron, hecho que mejoró las perspectivas para países productores como Colombia y otros países emergentes (Gráfico 37). En los países de la región se observó una caída en las primas de riesgo que generó valorizaciones de los títulos de deuda en moneda extranjera como se evidencia en los Gráficos 38 y 39.

Gráfico 36
Rendimientos Deuda Externa y Tasa FED



Adicionalmente, se publicaron los informes anuales de las calificadoras de riesgo para la región. Por un lado, la calificadora de riesgo Moody's subió la calificación crediticia de Brasil a grado de inversión, siendo la última de las tres calificadoras más importantes (previamente lo habían hecho Fitch y Standard & Poors en el segundo trimestre de 2009) en otorgar este status a la mayor economía de América Latina. La calificación pasó de Ba1 a Baa3 con perspectiva positiva. Según la calificadora, Brasil había mostrado ser una economía fuerte evitando una recesión prolongada durante la crisis financiera internacional. En esta coyuntura, el Tesoro Nacional de Brasil vendió bonos globales denominados en dólares con vencimiento en el 2041, aprovechando la demanda de títulos de mercados emergentes para extender el perfil de su deuda a costos menores. El Gobierno vendió USD1,25 billones del título del cual se demandaron USD5,75 billones con un cupón de 5,625%.

Por otro lado, la agencia calificadora de riesgo Moody's puso en revisión al alza la calificación de la deuda de Perú en moneda

extranjera, que se encuentra en "Ba1". La intención de revisar la calificación de Perú obedecía a la estabilidad de sus políticas económicas y a los menores riesgos cambiarios después de una reducción en su exposición en moneda extranjera. Cabe resaltar que el año pasado, Perú obtuvo de las otras dos calificadoras más grandes (Fitch y S&P) el primer escalón dentro del grado de inversión.

3.6 Deuda Pública Externa de Colombia

La valorización de los títulos de deuda extranjera colombiana estuvo en línea con la reducción de la aversión al riesgo y la reducción de las primas de riesgo de la región

(Gráfico 36). En el Gráfico 40 se observa un desplazamiento a la baja y un empinamiento de la curva de rendimientos. Durante el período analizado, el rendimiento a un año cayó

Gráfico 37

VALORIZACION MATERIAS PRIMAS
Índice base 100= 30 junio de 2009

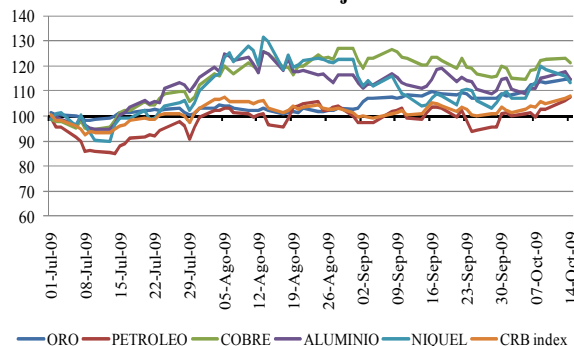


Gráfico 38

Spreads de Deuda Soberana Latam

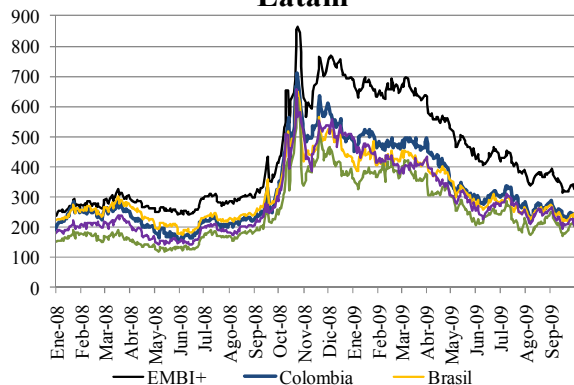


Gráfico 39

CDS Spread 5 Años Latinoamérica



Fuente: Bloomberg

aproximadamente 100 p.b, mientras que a 10 y 30 años las tasas cayeron 72 p.b y 90 p.b., respectivamente.

Para Colombia, la agencia Moody's mantuvo inalterada en "Ba1" su calificación de la deuda en moneda extranjera, esta calificación estuvo sustentada "en la resistencia de la economía colombiana a la crisis, la estabilidad de las políticas macroeconómicas, el cumplimiento del servicio de la deuda y el respaldo financiero de los Estados Unidos". Además contribuyeron factores como: la flexibilidad de la tasa de cambio, la credibilidad de la autoridad monetaria y el mejoramiento general del perfil de deuda con bonos de más largo plazo. Sin embargo, el informe señaló que un mejoramiento de la calificación crediticia implicaría una evaluación de cómo el país emerge de la crisis y cómo los fundamentales fiscales cambian, especialmente la inflexibilidad del gasto público. Por su parte, Fitch afirmó la calificación crediticia de la deuda de largo plazo en moneda extranjera en BB+ (un escalón antes de grado de inversión), y mantuvo la perspectiva estable.

4. CONTRATOS DE FUTUROS DE TES

En el Gráfico 41 se observa el comportamiento de los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC. En el período analizado los precios de los futuros negociados en la BVC incorporaron la tendencia del mercado spot de TES con una valorización en todas las referencias, septiembre, noviembre y diciembre de 2009.

Gráfico 40

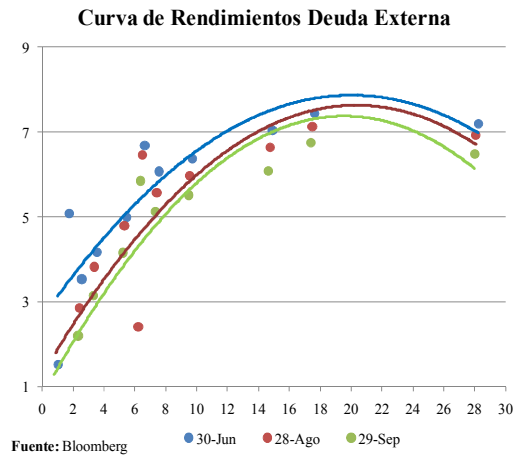


Gráfico 41

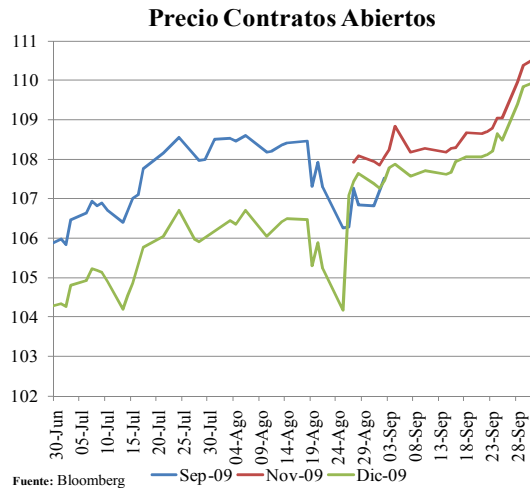
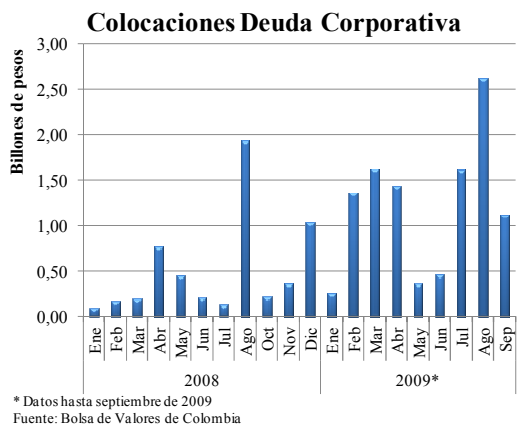


Gráfico 42

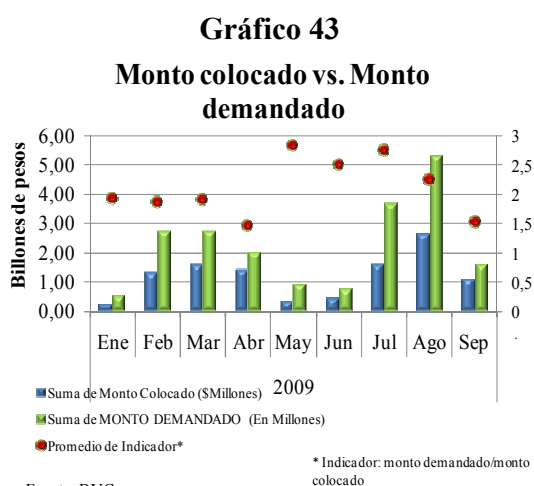


La cantidad de contratos abiertos (cada uno por \$250 millones) según el vencimiento permaneció estable a lo largo del trimestre, para el contrato con vencimiento en septiembre la posición abierta antes de su vencimiento fue cercana a 80 contratos. Por su parte, el contrato con vencimiento en diciembre tenía una posición estable en 40 y el que caducaba en noviembre de 2009 tenía una posición de 20 contratos abiertos.

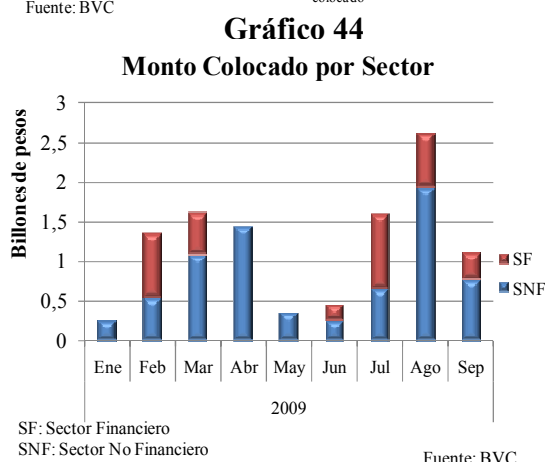
5. DEUDA CORPORATIVA

Durante el tercer trimestre de 2009 aumentó considerablemente la dinámica en el mercado de deuda corporativa con un monto colocado de \$5.3 billones que supera en 196% al monto de colocación en el mismo trimestre de 2008. En lo corrido del año 2009 hasta septiembre 30, las colocaciones ascendían a \$10.8 billones, monto superior a los registrados en 2007 (\$5,1 billones) y 2008 (\$5,6 billones). Cabe destacar que agosto fue un mes de emisiones record en el mercado, con colocaciones por valor de \$2,6 billones equivalentes al 25% del total emitido en lo corrido de 2009 (*Gráfico 42*). Se destacaron las emisiones de Bancolombia (\$500 mil millones), Avianca (\$500 mil millones) y Bancoldex (\$499,9 mil millones).

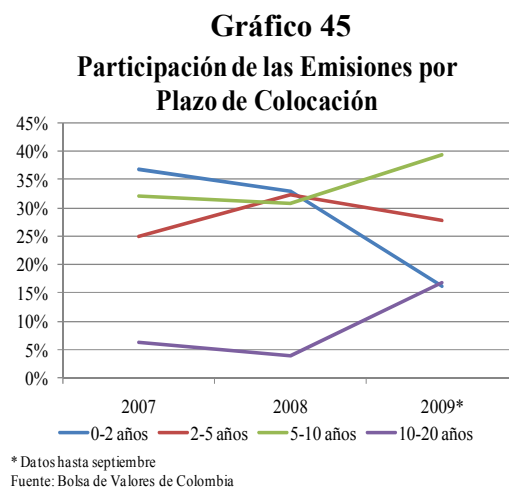
Respecto a la demanda, durante el trimestre todas las subastas tuvieron una demanda superior al monto ofertado. Los montos demandados ascendieron a \$20,5 billones de pesos, 2,11 veces el monto colocado (*Gráfico 43*). Se destacaron las emisiones de Bancolombia S.A. con una demanda de 6,7 veces el monto colocado (a 5 años con tasa de corte IPC+4,8%), Gases de Occidente con demanda de 6,4 veces (a 7 años con tasa de corte IPC+5,39%) y BBVA Colombia con demanda por 4,8 veces el monto colocado (a 6 años con tasa de corte IPC+4,58%).



Fuente: BVC



Fuente: BVC



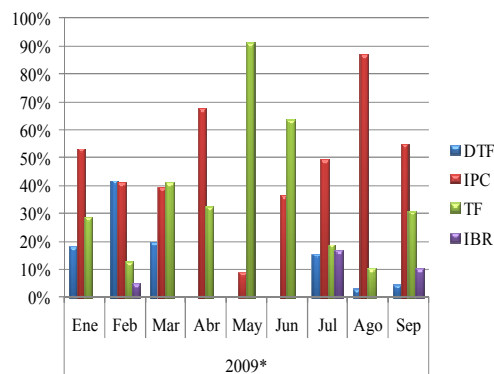
En el *Gráfico 44* se observa la distribución de las colocaciones de compañías del sector financiero y del sector real. Para el tercer trimestre de 2009 el 62,7%, equivalente a \$3,3 billones de las colocaciones, las hicieron empresas del sector real. En lo corrido de 2009 hasta septiembre 30, esta proporción se mantenía en 67,3% para el sector real y 32,7% para el sector financiero.

En el *Gráfico 45* se observa que continuaba la tendencia de emitir deuda a plazos de 5 a 10 años y de 10 a 20 años mientras que se reducían las colocaciones en los plazos inferiores a 5 años. En promedio, la participación de las emisiones²⁵ en el tramo de 10 a 20 años aumentó de 8,8% en el segundo trimestre a 20% en el tercer trimestre del año. Por su parte, el porcentaje de emisiones concentradas entre 2 y 5 años se redujo de 33% a 23% entre el segundo y tercer trimestre de 2009. Se destacaron las emisiones a 15 años atadas a la inflación de Isagen (\$201 mil millones) y Promigas (\$170 mil millones), y a 12 años atadas a la inflación del Grupo Nacional de Chocolates (\$209 mil millones) y Emgesa (\$89 mil millones).

Hasta ese momento del año 2009 las compañías habían implementado cambios en su estructura de capital mejorando así su perfil de deuda a través de emisiones de bonos a mayores plazos, aprovechando el apetito del mercado por ese tipo de papeles. Adicionalmente, las empresas habían colocado su deuda a un menor costo de financiamiento propiciado por una coyuntura de bajas tasas de interés, desaceleración de la inflación y credibilidad en el cumplimiento de las metas de inflación a largo plazo del Banco de la República.

Gráfico 46

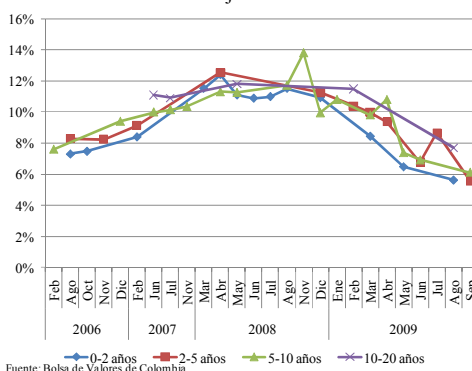
Colocaciones por Tasa de Interés



* Datos hasta septiembre de 2009
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 47

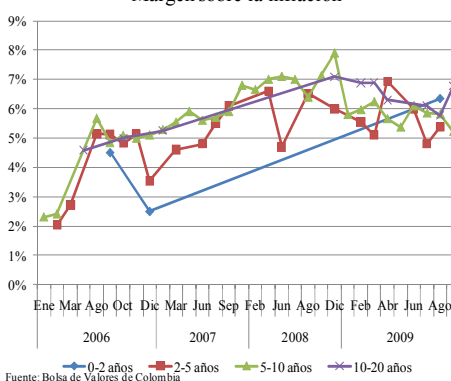
**Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija en Pesos**



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 48

Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

²⁵ Las Participaciones de las emisiones por plazo de colocación fueron calculadas según el monto (monto plazo_i/monto total)

Como consecuencia de lo anterior, las empresas sustituyeron parte de su financiación pasando de préstamos con bancos comerciales a la emisión de bonos, lo que pudo haber influido en la caída de la cartera comercial en el tercer trimestre del año 2009 (*Gráfico 25*).

Durante el trimestre analizado el 68% de las colocaciones estuvieron atadas al IPC, el 17 % a tasa fija y el restante en IBR y DTF (*Gráfico 46*). En los *Gráficos 47 y 48* se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando hubo una colocación de deuda corporativa. La tasa de colocación de deuda a tasa fija en pesos

continuaba disminuyendo para todos los plazos (entre 2 y 5 años disminuyó de 6.7% en junio a 5.5% en septiembre y entre 5 y 10 años disminuyó de 6.9% en junio a 6.1% en septiembre.). El margen sobre la inflación para el plazo entre 5 y 10 años se redujo de un promedio mensual de 6,1% a 5,2%, y en el plazo de 10 a 20 años fluctuó entre 5,7% y 6,7%. Se destacaron las emisiones de bancos comerciales atadas al IBR de Colpatría (\$111,9 mil millones), Davivienda (\$90 mil millones) y Bancolombia (\$177 mil millones) a 18 meses.

6. MERCADO ACCIONARIO

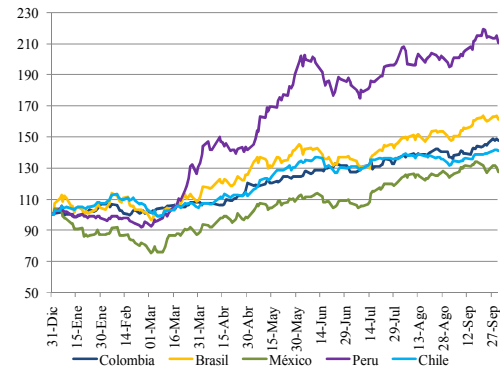
En Estados Unidos, el Dow Jones y el S&P500 se valorizaron 15% durante el tercer trimestre de 2009. Durante julio y agosto se conocieron los reportes de utilidades de las empresas americanas, donde algunos resultados favorables para las compañías incentivaron la valorización de los índices. Adicionalmente a esta valorización, contribuyeron datos positivos en la economía estadounidense que aumentaron el apetito por riesgo. Sin embargo, algunos analistas consideraban que las acciones estaban sobrevaloradas debido al alto rendimiento presentado en los primeros tres trimestres de 2009.

En América latina las bolsas continuaron con la tendencia al alza mostrada en períodos anteriores ante la caída en la aversión al riesgo y el aumento en los precios de los productos básicos. En el tercer trimestre se destacaron las valorizaciones del MEXBOL de México (20%), el IBOV de Brasil (19.5%) y IGBVL de Perú (16%) (*Gráfico 49*).

En el *Gráfico 50* se observa que el índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) presentó un comportamiento favorable. Durante el período analizado el índice aumentó más de 1300 puntos equivalente a una valorización de 13%. Así mismo se

Gráfico 49

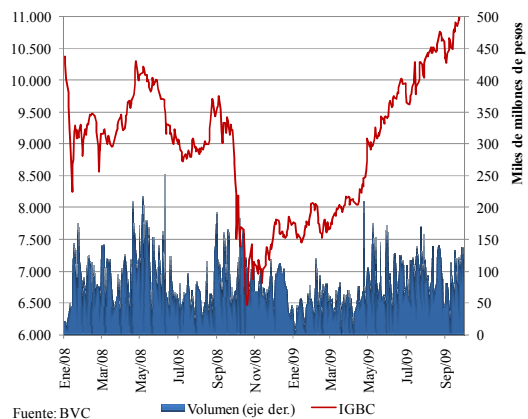
Índices Bursátiles Latinoamericanos
(31/Dic/08 = 100)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 50

Mercado Accionario Colombiano



Fuente: BVC

■ Volumen (eje der.) — IGBC

presentó un incremento en el promedio diario de negociación que pasó de aproximadamente \$98 mil millones a \$113 mil millones.