



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre
2010

Banco de la República

Marzo 2011

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

Juan Camilo Serrano

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.....	26
6. MERCADO ACCIONARIO.....	28

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 octubre y diciembre de 2010, meses en los que, pese a las persistentes preocupaciones con respecto a la capacidad de pago de Irlanda y el posible contagio a otras economías europeas como España y Portugal, varias medidas de percepción de riesgo internacional disminuyeron, gracias a la recuperación de algunos indicadores económicos de varios países, y el anuncio de mayores estímulos monetarios por parte de las autoridades monetarias de EE.UU., Europa y Japón. La menor percepción de riesgo ayuda a explicar el debilitamiento generalizado del dólar estadounidense y los avances de los índices accionarios de los países desarrollados y de los países latinoamericanos, aunque a un ritmo inferior al registrado en lo corrido de 2010.

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 cuarto trimestre de 2010 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces y frente a las monedas de Chile, Brasil, y México. Por su parte, el peso colombiano se devaluó ante factores locales y externos, en donde se destacan las medidas cambiarias del Banco de la República y del Gobierno Nacional.

Vale la pena destacar que en el año 2010 el dólar presentó un debilitamiento generalizado y que las monedas que presentaron mayor revaluación frente a éste fueron el dólar australiano y el yen, mientras que la que más se devaluó fue el euro. En Latinoamérica todas las monedas se revaluaron: Chile 7,8%, Colombia 6,4%, México 5,7%, Brasil 4,6% y Perú 2,8%.

MERCADO MONETARIO

Durante el período analizado, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de referencia en mínimos históricos, mientras que el Banco Central de Japón la disminuyó de 0,1% a un rango entre 0% y 0,1%. Además, algunos bancos centrales continuaron otorgando estímulos monetarios. En primer lugar, la Reserva Federal anunció que realizaría compras adicionales de bonos del Tesoro por US\$600 billones hasta el segundo trimestre de 2011. En segundo lugar, el Banco Central Europeo extendió hasta abril de 2011 las medidas extraordinarias de liquidez que inicialmente finalizaban en enero, y en tercer lugar, el Banco Central de Japón anunció un programa de compras de activos financieros por cerca de un monto equivalente a US\$60 billones.

Por el contrario, varios bancos centrales de otros países, incluyendo los de Australia y China, anunciaron incrementos de sus tasas de referencia. En Latinoamérica, la única autoridad monetaria que aumentó la tasa de referencia en el período analizado fue el Banco Central de

Chile. Por su parte, el Banco Central de Brasil mantuvo la tasa inalterada, pero anunció una serie de medidas para frenar el crecimiento del crédito y disminuir las presiones inflacionarias.

En Colombia, el Banco de la República mantuvo la tasa de referencia inalterada, y su posición acreedora con el sistema financiero disminuyó. Esto, debido al aumento en la liquidez del mercado monetario, explicado por la disminución de los saldos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República (BR), y las compras de dólares que éste realizó durante el período analizado.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, con excepción de algunos bonos de Perú, registraron desvalorizaciones, pese a la disminución en indicadores de aversión al riesgo como los *Credit Default Swaps* (CDS). En el caso de Colombia, la desvalorización de los TES denominados en pesos obedeció principalmente al aumento en las expectativas de inflación ante el efecto que la ola invernal tendría en los precios de los alimentos, y especulaciones de mayores emisiones de TES que podría realizar el Gobierno para financiar la reconstrucción de las zonas afectadas. Adicionalmente, el dato de inflación del mes de noviembre resultó superior al pronosticado por el mercado. Durante el período analizado el mercado estuvo afectado por el desfavorable entorno internacional ocasionado por los temores con respecto a la situación fiscal de algunos países europeos, y las expectativas de medidas contraccionistas que podría anunciar el Banco Central de China ante el incremento de su inflación.

Los bonos del Tesoro de los EE.UU. se desvalorizaron ante mayores expectativas de inflación en ese país debido a la inyección de liquidez del *Quantitative Easing 2* (QE2), y la menor aversión al riesgo, mencionada anteriormente.

En cuanto a la deuda externa en dólares de los países de la región, después de haber presentado valorizaciones importantes en los tres primeros trimestres del año, durante el cuarto trimestre estos títulos se desvalorizaron. Este comportamiento estuvo asociado al aumento transitorio en la aversión al riesgo durante el mes de noviembre.

MERCADO ACCIONARIO

Durante el cuarto trimestre de 2010, los índices accionarios de los países desarrollados y de los países latinoamericanos presentaron avances pero a un ritmo de crecimiento menor que el de trimestres anteriores. En EE.UU los avances estuvieron motivados por algunos datos positivos de la economía norteamericana y los reportes de utilidades corporativas del 3T10 que mostraron resultados por encima de los esperados por los analistas. Adicionalmente, el anuncio de la reanudación del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal que inyectará mayor liquidez a la economía incentivó las compras en activos de mayor riesgo. En Europa, los principales índices se valorizaron debido a la recuperación en las cifras de las economías núcleo de la zona euro, en especial de Alemania. Por su parte, los índices bursátiles de los países latinoamericanos registraron incrementos pero en menor medida a los registrados en los primeros trimestres del año. Este comportamiento estuvo asociado a la buena perspectiva económica de la región y al flujo de capital extranjero en busca de mayores retornos en países emergentes. Sin embargo, las medidas contraccionistas de algunos bancos centrales de la región y el aumento temporal en la aversión al riesgo pudieron haber reducido el ritmo de crecimiento de los índices.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el cuarto trimestre de 2010 la aversión al riesgo internacional disminuyó¹ (Gráfico 1) y los índices accionarios se valorizaron (Gráfico 2) ante la recuperación de algunos indicadores económicos y los anuncios de mayores estímulos monetarios por parte de las principales economías. Sin embargo, vale la pena resaltar que se presentaron aumentos transitorios en la aversión al riesgo ante las preocupaciones de la capacidad de pago de algunos países europeos, los temores sobre las posibles medidas contraccionistas de China y el conflicto entre las dos Coreas.

En Estados Unidos se publicaron datos positivos como los resultados corporativos del 3T10, los indicadores de confianza y del sector manufacturero, y la disminución en las peticiones iniciales de desempleo; y negativos como los indicadores del sector inmobiliario.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en la crisis de deuda de algunos países europeos y en sus consecuentes disminuciones en la calificación soberana². En particular, se conoció que Irlanda solicitó el rescate financiero a la Unión Europea y al Fondo Monetario Internacional por EUR67,5 billones, y anunció un plan de ajuste, según el cual aumentaría impuestos y disminuiría la nómina de trabajadores públicos y el gasto pensional. Adicionalmente, es importante destacar que los índices de confianza se recuperaron y los ministros de economía de la Zona Euro acordaron crear un fondo de rescate permanente para después de 2013, a la vez que el Gobierno Chino manifestó su intención de comprar bonos de la eurozona.

En cuanto a las economías emergentes, en China se conocieron datos positivos como el

Gráfico 1

Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa

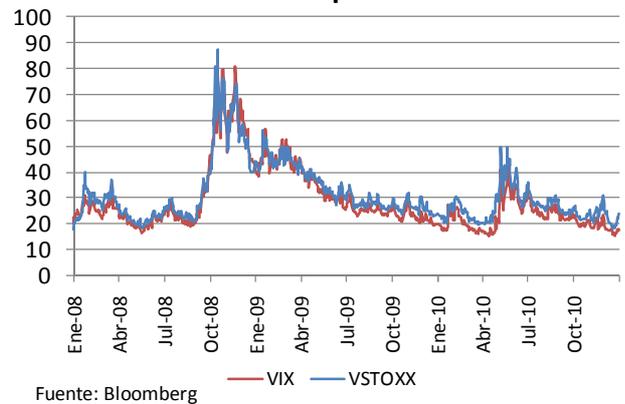


Gráfico 2

Índices Accionarios Base 100: 31 Diciembre 2007

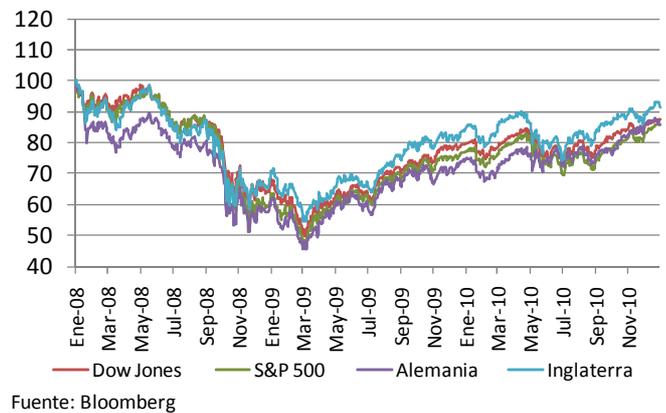
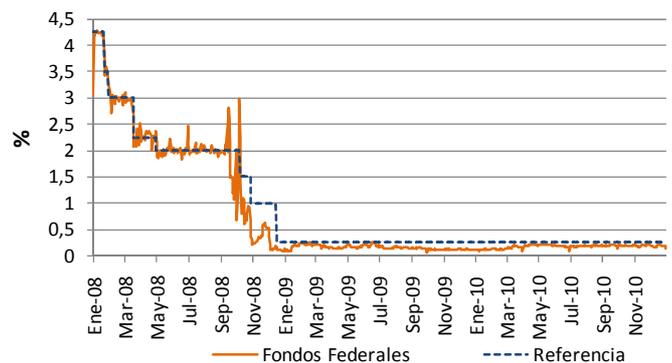


Gráfico 3

Tasa Interbancaria y de Referencia EEUU



¹ En el periodo analizado el VIX pasó de 23,7% a 17,75% y el VSTOXX pasó de a 26,11% a 23,92%.

² Fitch Ratings disminuyó la calificación de Irlanda de AA- a BBB+, S&P de AA- a A y Moody's de Aa2 a Baa1, Moody's y Fitch Ratings disminuyeron la de Hungría de Baa1 a Baa3 y de BBB a BBB-, respectivamente, y Fitch Ratings disminuyó la de Portugal de A+ a AA-.

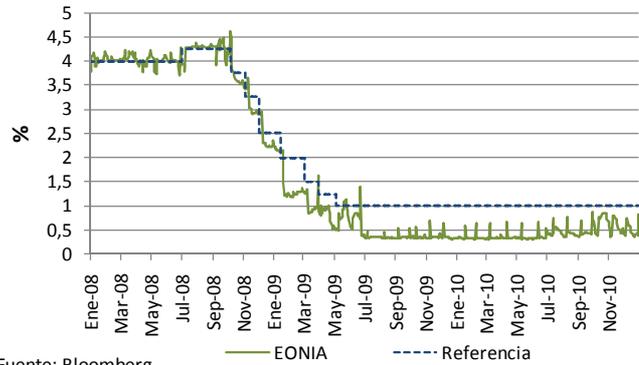
crecimiento económico del 3T10³ y el aumento de su calificación por parte de Standard & Poor's⁴, a la vez que continuó implementando medidas contractivas para contener la inflación. En India se conocieron datos positivos de exportaciones, variación del PIB⁵ y producción industrial, y en las economías latinoamericanas los datos de ventas al por menor fueron en general positivos y los de producción industrial negativos.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3) y los Bancos Centrales de la Zona Euro (1%-Gráfico 4) e Inglaterra (0,5%- Gráfico 5) mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos, mientras que el Banco Central de Japón la disminuyó de 0,1% a un rango entre 0% y 0,1% (Gráfico 6).

Adicionalmente, la Reserva Federal (FED) anunció que continuaría con su política de reinversión del pago de principales, y realizaría compras adicionales de activos por US\$600 billones hasta el segundo trimestre de 2011, a un ritmo de alrededor US\$75 billones mensuales; el Banco Central Europeo comunicó que extendería las medidas extraordinarias de liquidez (a 1 semana, 1 mes y 3 meses) hasta abril de 2011 (anteriormente se iban a realizar hasta enero de 2011); y el Banco Central de Japón anunció un programa de compras de bonos y otros activos financieros por cerca de JPY5 trillones (US\$60 billones). 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 (Gráfico 4).

Gráfico 4

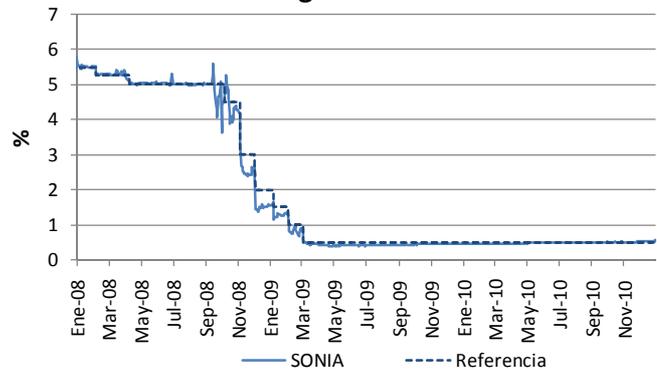
Tasa Interbancaria y de Referencia
Zona Euro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

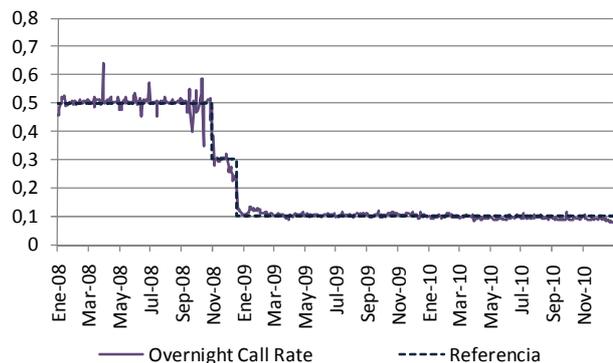
Tasa interbancaria y de Referencia
Inglaterra



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

Tasa Interbancaria y de Referencia
Japón



³ En el 3T10 la economía creció 9,6% frente al mismo periodo del año anterior, frente a un esperado de 9,5%.

⁴ Aumentó la calificación de A+ a AA- ante los menores riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera, su modesto endeudamiento, su fuerte posición de activos externos, y sus altas perspectivas de crecimiento económico

⁵ En el 3T10 la economía creció 8,9% frente al mismo periodo del año anterior, frente a un esperado de 8,2%.

Por su parte, aumentaron las tasas de interés⁶ los Bancos Centrales de China⁷ (de 5,31% a 5,81%), Hungría (de 5,25% a 5,75%), Serbia (de 9% a 11,5%), Suecia (de 0,75% a 1,25%), Australia (de 4,5% a 4,75%), India (de 5% a 5,25%), Corea del Sur (de 2,25% a 2,5%), Tailandia (de 1,75% a 2%) y Chile (de 2,5% a 3,25%), mientras que las disminuyeron los de Islandia (de 6,25% a 4,5%), Suráfrica (de 6% a 5,5%) y Turquía (de 7% a 6,5%).

2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL

En el periodo analizado los indicadores de aversión al riesgo a nivel local presentaron comportamientos mixtos; mientras que los índices de confianza de consumidores, comerciantes, industriales⁸ y administradores financieros presentaron un deterioro, los márgenes entre las tasas activas y los TES disminuyeron.

En primer lugar, los índices de confianza de consumidores, comerciantes e industriales disminuyeron a 25,8 (en noviembre), 23,9 (en octubre) y -1,8 puntos (en octubre); sin embargo se ubicaron por encima de los registrados en los mismos meses del año anterior. Los índices de consumidores y comerciantes se ubicaron en terreno positivo, mientras que los industriales se mostraron pesimistas.

Gráfico 7
Índices de Confianza

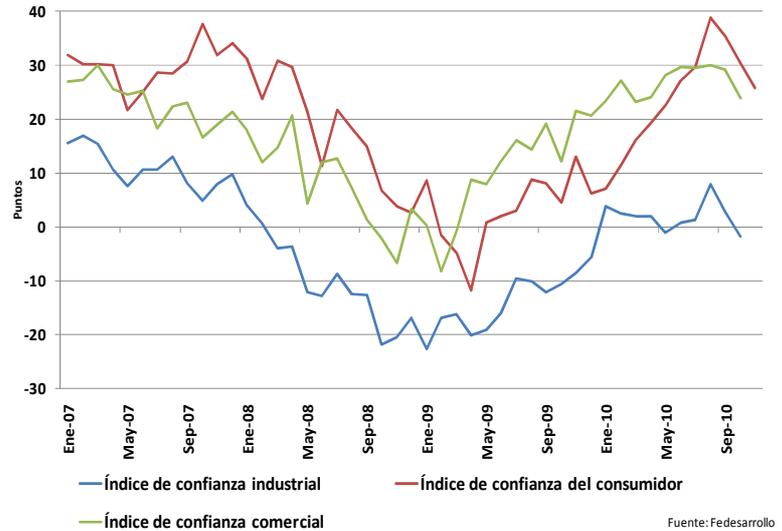
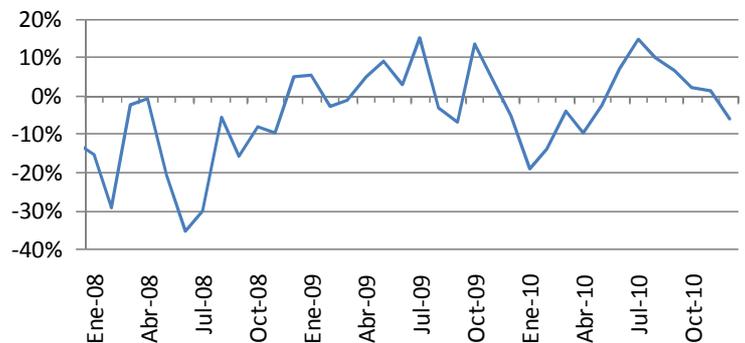


Gráfico 8
Índice de confianza de la economía ICEA



⁶ China (9,6% vs. 9,5%), India (8,9% vs. 8,2%), Hungría (1,7% vs. 1,2%), Suecia (6,9% vs. 5,4%) y Tailandia (9,8% vs. 8,34%) presentaron tasas de crecimiento económico mayores a las esperadas por los analistas.

⁷ Adicionalmente, en el trimestre el Banco Central de China realizó tres incrementos de 50p.b. cada uno en el requerimiento de reservas de los Bancos (aumentó a 18,5% para los canos grandes y a 16,5 para los pequeños).

⁸ 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.

En segundo lugar, el índice de confianza en la economía ICEA⁹ disminuyó y finalizó el año ubicándose por debajo de su media histórica (*Gráfico 8*)¹⁰. Los componentes de crecimiento económico y spread soberano retrocedieron, mientras que el de inflación avanzó¹¹.

Por otro lado, el margen entre las tasas de cartera preferencial y tasa de los TES registró una caída para todos los plazos, mostrando la confianza del sector financiero en el crédito. El margen presentó las siguientes variaciones: menos de un año: -13p.b. (en este plazo se concentró el 76% de los desembolsos de esta cartera), entre 1 y 3 años: -41 p.b., entre 3 y 5 años: -58 p.b. y a más de 5 años: -131 p.b. (*Gráfico 9*). Asimismo, el *spread* crediticio entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días cayó 11 p.b., lo que se explica por una disminución de la tasa de tesorería en 73 p.b. y una disminución en la tasa de los títulos TES a 30 días de 62 p.b. (*Gráfico 10*).

Gráfico 9
Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES

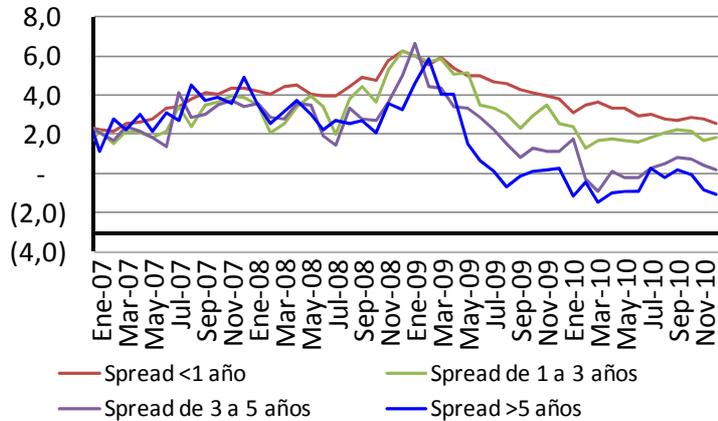
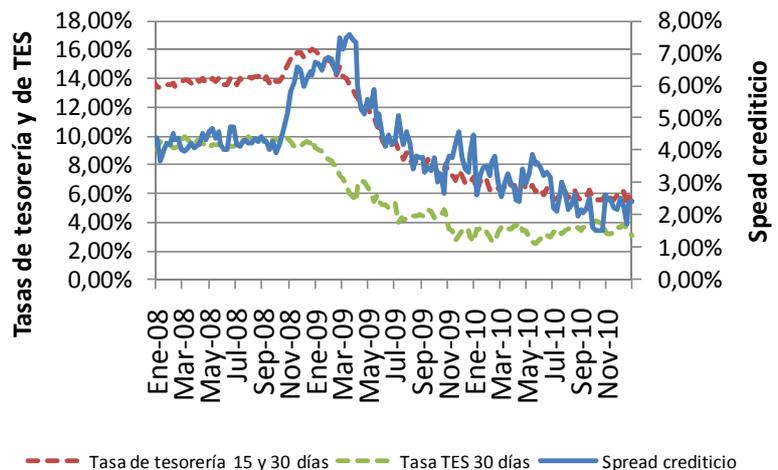


Gráfico 10
Spread crediticio- Tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



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 En diciembre se ubicó 0,06 desviaciones estándar por debajo de la media histórica.

¹¹ El porcentaje de administradores que espera que la inflación, el *spread* de deuda soberana y el crecimiento económico aumenten frente a los que esperan lo contrario pasó de 89% a 78%, -23% a -4% y 86% a 56%, respectivamente.

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 0,4%. Las monedas que presentaron mayor revaluación frente al dólar estadounidense fueron el dólar neozelandés, el dólar australiano, el franco suizo y el rand surafricano con 5,9%, 5,5%, 4,8% y 4,8%, respectivamente (Cuadro 1). Por su parte, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY¹³) y Latinoamérica (LACI¹⁴) reflejaron revaluación de las monedas de 1,1% y 1,7%, respectivamente (Cuadro 1 y Gráfico 11).

Vale la pena destacar que durante el año las monedas que más se revaluaron frente al dólar estadounidense fueron el dólar australiano (12,6%), el yen (12,2%) y el ringgit malayo (10,6%), mientras que las que presentaron mayor devaluación fueron la corona danesa (7,3%) y el euro (7,1%). El ADXY y el LACI mostraron revaluación de las monedas de 5,1% y 4,4%, respectivamente.

El comportamiento del LACI en el trimestre 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 las bajas tasas de interés en los países desarrollados, y por otra parte, por el aumento en los precios

Cuadro 1

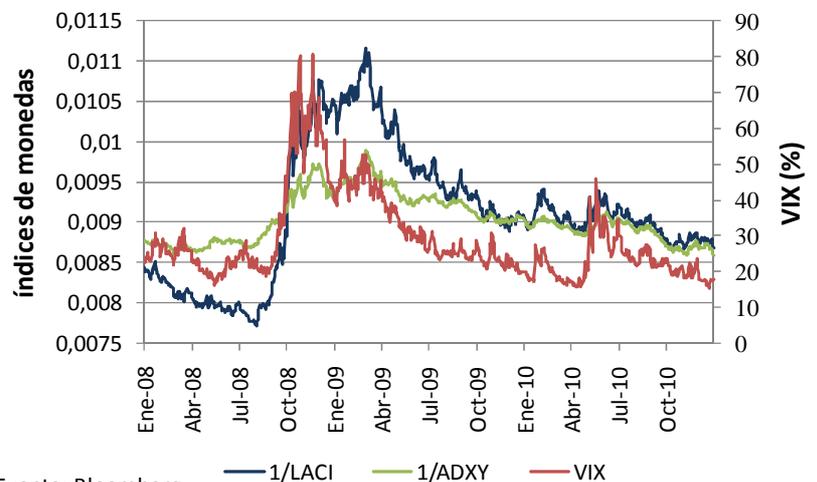
Devaluación de monedas frente al Dólar Americano

	Tasa de Cambio	4T10	Total 2010		Tasa de Cambio	4T10	Total 2010
MONEDAS PRINCIPALES	Zona Euro	1.9%	7.1%	ASIA	Korea	-1.2%	-3.3%
	Gran Bretaña	0.7%	3.0%		India	-0.5%	-4.4%
	Australia	-5.5%	-12.6%		Hong Kong	0.2%	0.2%
	Nueva Zelanda	-5.9%	-7.5%		China	-1.3%	-3.2%
	Canadá	-3.0%	-5.4%		Malasia	-0.8%	-10.6%
	Dinamarca	1.9%	7.3%		Tailandia	-1.0%	-9.9%
	Suiza	-4.8%	-9.8%		Indonesia	1.0%	-4.7%
	Japón	-2.9%	-12.2%		índice ADXY	-1.7%	-5.1%
	LATINOAMÉRICA	Colombia	6.2%		-6.4%	OTROS	Islandia
Brazil		-1.5%	-4.6%	Rusia	0.0%		0.7%
México		-2.0%	-5.7%	Polonia	1.9%		2.8%
Argentina		0.5%	4.7%	Rep. Checa	3.6%		1.4%
Perú		0.7%	-2.8%	Israel	-3.2%		-7.3%
Chile		-3.2%	-7.8%	Sur África	-4.8%		-10.3%
índice LACI		-1.1%	-4.4%				

Fuente: Bloomberg

Gráfico 11

VIX vs. índices de monedas



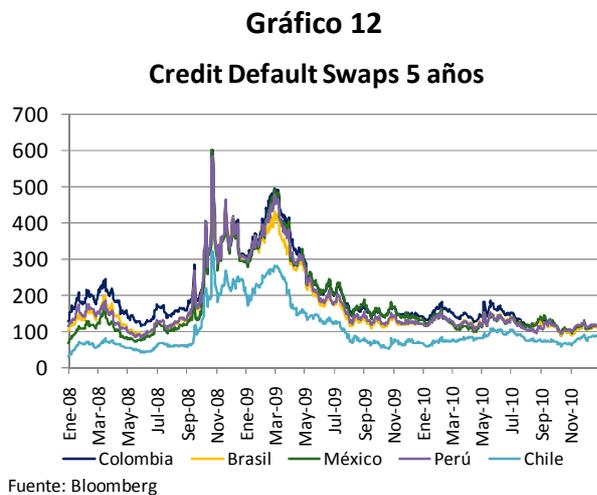
Fuente: Bloomberg

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.

de productos básicos, que son fuente de divisas para los países de la región (*Cuadro 2*). En cuanto a esos últimos, se destacaron los aumentos en los precios de la plata (42%), el algodón (40%), el aceite de palma (40%) y el maíz (32%), entre otros.

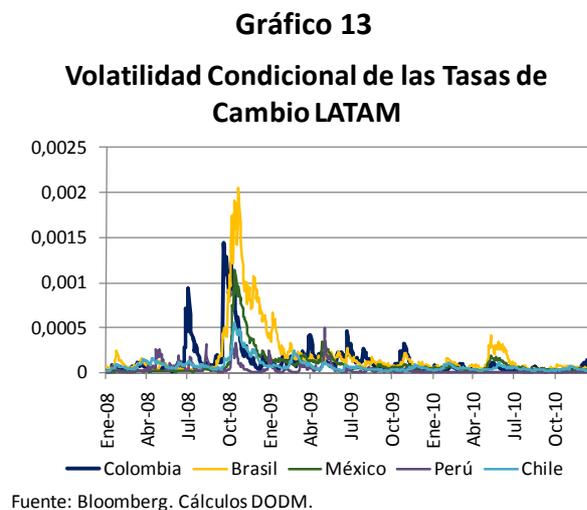


Cuadro 2
Precios de Productos básicos (en dólares)

	30-Sep	31-Dic	Variación
Plata	21.8	30.9	42%
Algodón	99.9	139.8	40%
Aceite de palma	1346.0	1881.0	40%
Maíz	4	6	32%
Café Arabigo	226	288	27%
Soya	11	13	26%
Trigo	6.0	7.3	22%
Cobre	8054	9740	21%
CRB INDEX	287	333	16%
Pétroleo	80	91	14%
Arroz	12.6	14.4	14%
Café	89.5	101.0	13%

Fuente: Bloomberg

Con respecto a la volatilidad de las monedas de la región, el real brasileiro continuó siendo la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional¹⁵ el 58% de los días del periodo, seguida por la de Colombia (35%) (*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*). Adicionalmente, el Gobierno de Brasil decidió realizar dos incrementos consecutivos (de 2p.p c/u) del impuesto a la inversión extranjera para la compra de activos de renta fija, el cual pasó de 2% a 6%, y un incremento del impuesto a las garantías de los extranjeros en el mercado de futuros de 0,38% a 6%, con el propósito de frenar la tendencia de apreciación sobre el real.

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

Cuadro 3

Intervención Cambiaria (+compras - ventas)

	Total 2009	Total 1T10	Total 2T10	Total 3T10	Octubre	Noviembre	Diciembre	Total 2010
Colombia	171	400	1,200	240	400	400	420	3,060
Perú	108	2,341	841	5,558	227	0	0	8,967
Chile	-575	0	0	0	0	0	0	0
Brasil	36,526	5,293	9,309	15,293	7,593	2,352	2,113	41,952
México*	-16,246	600	1,121	1,644	600	0	501	4,466

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\$16.037 mill

3.1. Mercado Cambiario Colombiano

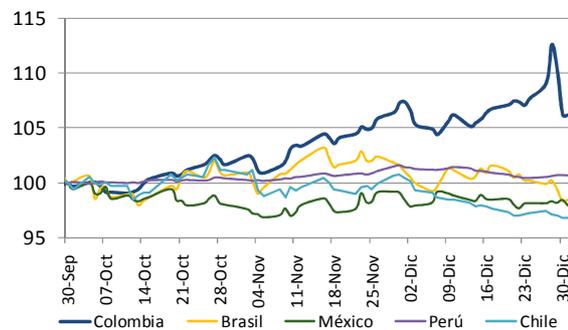
Durante el cuarto trimestre de 2010 el tipo de cambio pasó de \$1.801 a \$1.913 por dólar¹⁶. La devaluación del peso colombiano ascendió a 6,2%, resultando superior a la registrada por la moneda de Perú (0,7%), y presentando un comportamiento contrario al de las monedas de Chile, México y Brasil, que se revaluaron 3,2%, 2% y 1,5%, respectivamente (*Gráfico 14 y Cuadro 4*). Vale la pena resaltar que en el 2010 todas las monedas de los países analizados se revaluaron, siendo la mayor la de Chile (7,8%), seguida por Colombia (6,4%), México (5,7%), Brasil (4,6%) y Perú (2,8%).

En el *Gráfico 15*, que ilustra el índice LACI y la tasa de cambio según el promedio de SET FX, se observa que en el trimestre analizado el peso colombiano tuvo una tendencia devaluacionista a partir de octubre, presentando un comportamiento contrario al índice de tasas de cambio de Latinoamérica.

La devaluación del peso colombiano se puede explicar por factores internos y externos. Dentro de los factores internos se destaca la intervención del BR en el mercado cambiario, quién continuó realizando compras diarias de al menos US\$20 millones¹⁷, y quién anunció el 29 de octubre la decisión de extender el plazo del programa de acumulación de reservas hasta al menos el 15 de marzo de 2011 (anteriormente

Gráfico 14

Tasas de Cambio LATAM
Base 100: 30 Sep 2010



Fuente: Bloomberg

Cuadro 4

País	Devaluación 4T10	Devaluación 2010
México	-2.0%	-5.7%
Chile	-3.2%	-7.8%
Brasil	-1.5%	-4.6%
Colombia	6.2%	-6.4%
Perú	0.7%	-2.8%

Fuente: Set FX y Bloomberg

Gráfico 15

COP/USD vs. LACI



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

¹⁷ El 15 de septiembre la Junta Directiva del Banco de la República decidió reanudar la acumulación de reservas internacionales a través de “compras diarias de al menos US\$20 millones por al menos cuatro meses”

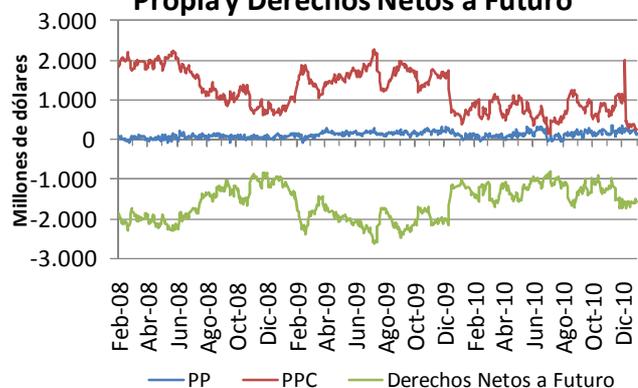
se había anunciado su realización hasta enero 15 de 2011). De otra parte, el Gobierno Nacional anunció una serie de medidas fiscales y cambiarias que incluyen: la reducción de aranceles; la no monetización de US\$1500 millones en 2010; la modificación del plan financiero para 2011 (para equilibrar las fuentes externas de financiación); la adquisición de cobertura cambiaria para el pago de deuda pública; la apertura de una línea para la realización de coberturas por parte del sector agroexportador; la eliminación de la exención del impuesto a la renta del pago de intereses de créditos obtenidos en el exterior; y el apoyo del proyecto de ley que traslada la fiscalización del pago de regalías a la DIAN.

Adicionalmente, en algunos periodos la devaluación estuvo soportada por factores externos, que incluyeron los aumentos temporales en la aversión al riesgo internacional ante las preocupaciones fiscales de los países europeos; temores al endurecimiento de la política monetaria de China; y el conflicto entre Corea del Norte y Corea del Sur, entre otros.

En cuanto a la balanza cambiaria¹⁸, las cifras muestran que en 2010 el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital y financiera superó en US\$3.099 millones al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Frente a 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 en 2009, destacándose como principal fuente de divisas los reintegros por inversión extranjera directa que ascendieron a US\$9.482 millones²⁰. Adicionalmente, los datos reflejan un incremento significativo en el endeudamiento externo de residentes debido a que el rubro desembolsos pasó de US\$900 millones a US\$8.626 millones entre 2009 y 2010. Sin embargo, es importante destacar que en el año, el rubro “préstamo neto²¹” registró salidas por US\$1.180 millones²². Finalmente, la inversión extranjera de portafolio neta presentó reintegros por US\$1.455 millones en 2010, que contrasta con las salidas por US\$1.453 millones del año anterior.

Por otro lado, en el trimestre analizado la PPC disminuyó US\$355 millones (*Gráfico 16*). El promedio de la PPC durante este trimestre se ubicó en US\$711 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

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

¹⁹ Aumentaron US\$3.747 millones.

²⁰ De este rubro, un 84% corresponde a petróleo y minería.

²¹ Desembolsos - Amortizaciones

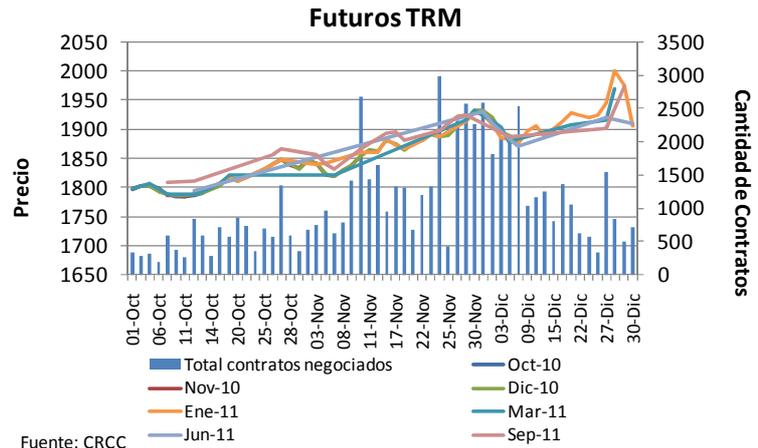
²² Este dato es inferior al presentado en 2009, cuando ascendió a US\$1.571 millones. El plazo promedio de los desembolsos fue de 4,5 meses.

En cuanto a los futuros de TRM²³, durante el cuarto trimestre de 2010 se negociaron un total de 61.956 contratos, superando el número negociado durante el trimestre anterior (20.532 contratos) y totalizando un monto de US\$3097,8 millones (Cuadro 5). Al 30 de diciembre de 2010 la posición abierta ascendía a 962 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en junio de 2011. El Gráfico 17 muestra la tendencia ascendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en línea con el comportamiento de la tasa de cambio nominal.

Cuadro 5

Vencimiento Contrato	Nemotécnico	Contratos negociados
Oct-10	TRMV10F	1098
Nov-10	TRMX10F	10484
Dic-10	TRMZ10F	31464
Ene-11	TRMF11F	14530
Feb-11	TRMG11F	504
Mar-11	TRMH11F	695
Jun-11	TRMM11F	1068
Sep-11	TRMU11F	2053
Dic-11	TRMZ11F	60
Total		61956

Gráfico 17



Adicionalmente, el 29 de octubre inició la negociación del mini contrato de futuro de tasa de cambio que tiene las mismas características del contrato de futuro de TRM, exceptuando el monto que es de US\$5.000. A partir de su fecha de inicio de negociación y hasta el 30 de diciembre, se pactaron un total de 25.785 contratos, y al finalizar el año la posición abierta ascendió a 1.624 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en enero. Con el inicio de negociaciones de este contrato, se dejaron de negociar las Operaciones a Plazo con Cumplimiento Financiero (OPCF).

²³ Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

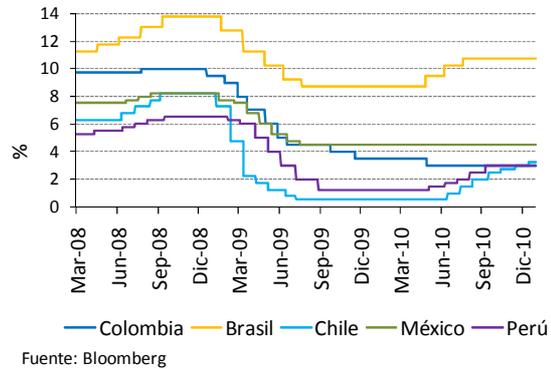
4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Después de haber realizado incrementos a las tasas de referencia durante el segundo y tercer trimestre de 2010, en el último trimestre del año los bancos centrales de Perú y Brasil mantuvieron sus posturas de política inalteradas. Sin embargo, este último anunció una serie de medidas para frenar el crecimiento del crédito y disminuir presiones inflacionarias, que incluían el aumento en el requerimiento de reservas²⁴ y de capital²⁵, señalando que de esta manera se retirarían cerca de 61.000 millones de reales (US\$35 billones) del sistema financiero.

Por su parte, el Banco Central de Chile continuó reduciendo gradualmente el estímulo monetario ante una evolución favorable de su actividad económica. Esta entidad aumentó su tasa de referencia tres veces consecutivas durante el cuarto trimestre, pasándola de 2,5% a 3,25%²⁶.

En cuanto al Banco de la República, éste mantuvo la tasa de referencia inalterada en 3,0% durante el trimestre, mencionando en sus comunicados que consideraba que la postura de la política monetaria había contribuido al crecimiento de la economía sin comprometer el logro de la meta de inflación. Es importante mencionar que fue el único banco central de los países de la muestra que redujo su tasa de referencia en todo el año 2010 (*Gráficos*

Gráfico 18
Tasas de referencia países latinoamericanos



Cuadro 6

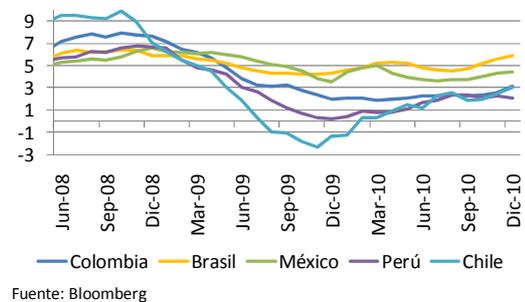
País	Cambio en Tasa Referencia 4T 2010	Cambio en Tasa Referencia 2010	Tasa Referencia Dic 2010
Colombia	0	-50	3,00%
Chile	+75	+200	3,25%
México	0	0	4,50%
Perú	0	+175	3,00%
Brasil	0	+200	10,75%

Cuadro 7

País	Inflación Año completo Dic 2010 (%)	Meta Inflación 2010 (%)
Brasil	5,91	2,5 – 6,5
México	4,40	2,0 – 4,0
Colombia	3,17	2,0 – 4,0
Chile	3,0	2,0 – 4,0
Perú	2,08	1,0 – 3,0

Gráfico 19

Indice de Precios al Consumidor (Variación Porcentual 12 meses)



²⁴ De 15% a 20% para depósitos a plazo y de 8% a 12% para depósitos a la vista.

²⁵ De 11% a 16,5% del valor de la operación para créditos de consumo con plazo superior a 24 meses

²⁶ El Banco Central de Chile anunció un incremento de 25 p.b. (de 2,5% a 2,75%) el 14 de octubre, 25 p.b. a 3,0% el 16 de noviembre y 25 p.b. a 3,25% el 16 de diciembre.

18 y 19 y Cuadros 6 y 7).

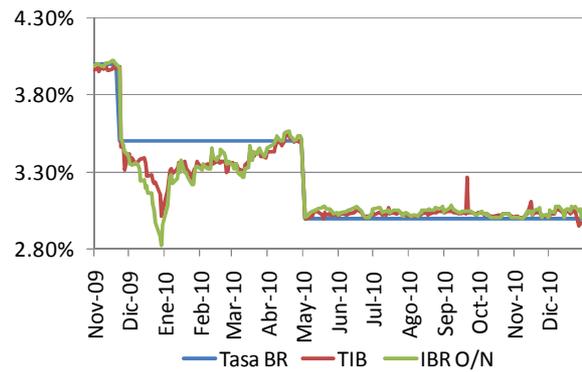
En Colombia, la tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) se mantuvieron en promedio 3 p.b. por encima de la tasa de intervención (tasa mínima de expansión) del BR durante casi todo el período analizado²⁷ (Gráfico 20).

Adicionalmente, el saldo de contracción del BR aumentó al tiempo que disminuyó la liquidez otorgada por éste mediante operaciones de expansión. De esta manera, los saldos netos de expansión presentaron reducciones, y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero disminuyó, llegando incluso, durante algunos días, a convertirse en una posición deudora (Gráfico 21).

Durante el último trimestre de 2010 el mercado monetario colombiano se caracterizó por amplias condiciones de liquidez en moneda local ante las compras de dólares del Banco de la República y la reducción del saldo de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República²⁸ debido en parte a los vencimientos y pagos de cupones de TES del trimestre²⁹. Después de alcanzar en septiembre el promedio mensual más alto observado en el año

Gráfico 20

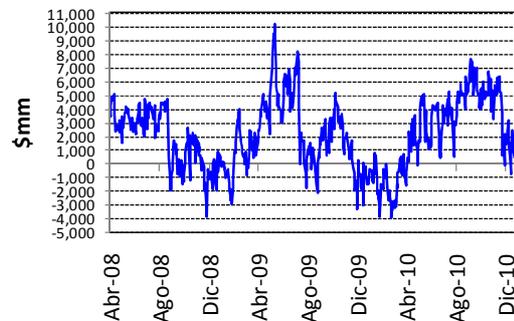
Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República

Gráfico 21

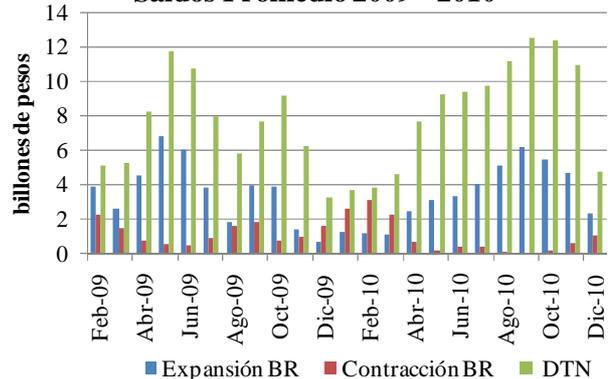
Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República

Gráfico 22

Saldos Promedio 2009 - 2010



Fuente: Banco de la República

²⁷ La TIB se ubicó por debajo de la tasa de referencia únicamente tres días hábiles del año: 27, 28 y 29 de diciembre cuando se ubicó en 2,95%, 2,98% y 2,97%, respectivamente.

²⁸ El saldo de la DGCPTN en el Banco de la República pasó de \$11,9 billones el 30 de septiembre de 2010 a \$3,0 billones el 30 de diciembre de 2010.

²⁹ Los vencimientos y pagos de cupones ascendieron a \$8,3 billones, las colocaciones por subastas fueron de \$1,6 billones, por operaciones convenidas \$1,0 billones y \$1,6 billones por operaciones forzosas.

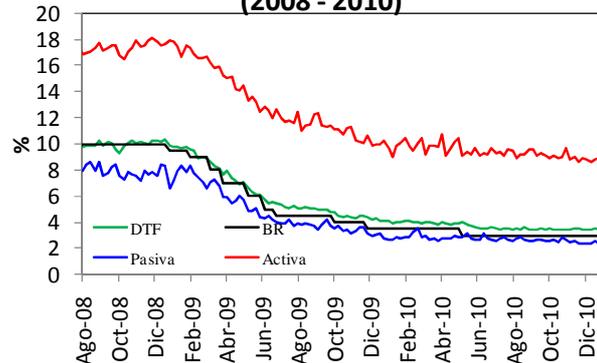
(\$12,5 billones), el saldo de la DGCPTN presentó un promedio diario de \$4,8 billones durante el mes de diciembre (Gráfico 22).

Entre el tercer y el cuarto trimestre del año, el promedio de la tasa activa³⁰ disminuyó 42 p.b., al tiempo que el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero se ubicó 18 p.b. por debajo del promedio del trimestre anterior (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 6,43% a 6,22%³¹ (Gráfico 24).

Con respecto al crédito, con datos disponibles a diciembre de 2010, la cartera hipotecaria ajustada, y las de consumo y comercial registraron incrementos anuales de 22,3%, 17,1% y 12,8%, respectivamente, presentando las tasas más altas de crecimiento a lo largo del año 2010. Por su parte, la cartera de microcrédito aumentó a una tasa de 11,7%, que si bien no supera el ritmo de crecimiento que había presentado este tipo de cartera en el primer semestre del año, sí refleja recuperación a lo largo del segundo semestre (Gráfico 25). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)³², en el periodo analizado los intermediarios financieros mostraron mayor interés por otorgar cartera que por realizar inversiones, por ejemplo en títulos de deuda pública, y además percibieron un incremento en la demanda de crédito para todas las modalidades de cartera.

Gráfico 23

Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2010)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

Gráfico 24

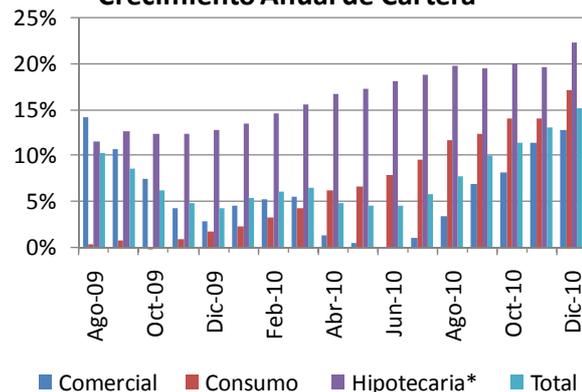
Márgen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



* 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.
 *Ajustada

³⁰ 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.

³¹ Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. El promedio del 4T10 se calculó con datos entre el 1 de octubre y el 31 de diciembre de 2010.

³² Realizada durante el mes de diciembre y publicada el 06 de enero.

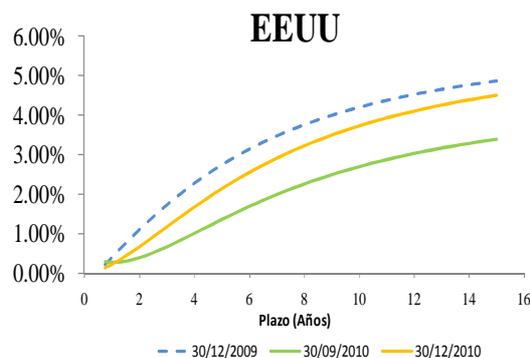
4.2. Mercado de Deuda Pública

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

En el último trimestre de 2010, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron un incremento en todos los plazos, reduciendo la valorización que habían presentado hasta septiembre (Gráfico 26). Los bonos se desvalorizaron ante mayores expectativas de inflación debido a la inyección de liquidez del *Quantitative Easing 2* (QE2), y la menor aversión al riesgo después de la publicación de algunos datos económicos de EE.UU. que resultaron por encima de los pronósticos de los analistas, como la revisión del PIB en el 3T10, el consumo personal y la confianza del consumidor en EE.UU.³³, datos que contrastaron con lo publicado por la Reserva Federal en las minutas de su reunión del 3 de noviembre, en las que señaló que la recuperación económica continuaba lenta, y revisó a la baja el crecimiento económico para 2011 de un rango entre 3,5% y 4,2% a un rango entre 3% y 3,6%. La desvalorización de los bonos también obedeció en parte a las ventas que realizó el Banco Central de China, el más grande tenedor de estos activos, que en el mes de noviembre disminuyó significativamente su portafolio.

Adicionalmente, la propuesta tributaria de *Barack Obama* para estimular la economía, que contemplaba una reducción de impuestos sobre los salarios por un año, y la extensión del seguro de desempleo y del recorte de impuestos para los declarantes de renta, generó expectativas de mayor crecimiento pero mayor déficit. El mayor crecimiento podría generar presiones inflacionarias llevando a la Reserva Federal a incrementar las tasas de interés más pronto de lo esperado. Por último, el anuncio de que el BCE continuaría con sus compras de bonos soberanos y extendería por más tiempo sus facilidades de liquidez³⁴, también contribuyó en la reducción de los niveles de aversión al riesgo, disminuyendo el apetito por bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Gráfico 26



Por su parte, durante el cuarto trimestre, con excepción de Perú, la mayoría de los bonos de deuda interna de los países de la región registraron desvalorizaciones. Como puede observarse en

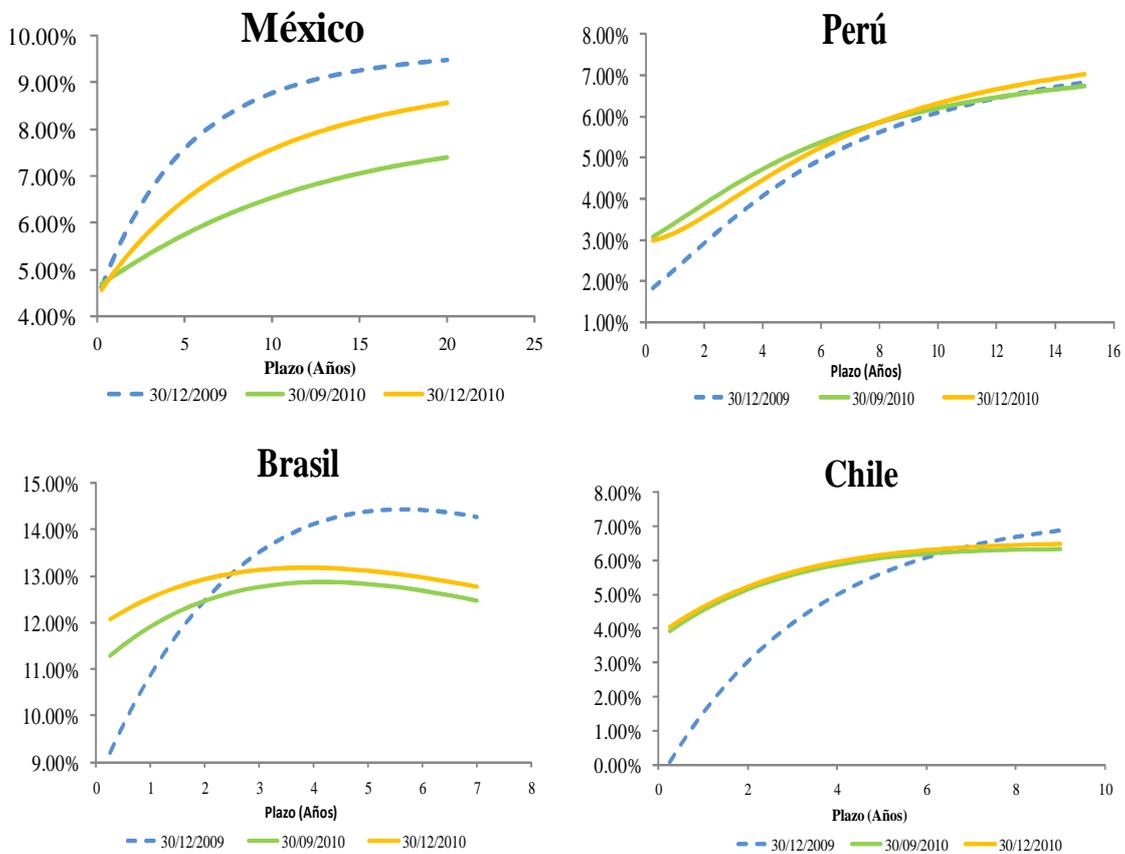
³³ El Departamento de Comercio de EE.UU. revisó al alza el crecimiento económico de ese país para 3T10, de 2,0% a 2,5% ubicándolo en un nivel superior al registrado durante 2T10 (1,7%). El consumo personal subió 2,8% (esp: 2,6%). El índice de confianza del consumidor calculado por la Universidad de Michigan pasó de 67,7 en octubre a 71,6 en noviembre, gracias a mejoras tanto en el componente de situación actual como en el de expectativas futuras.

³⁴ La entidad va a mantener su programa de compra de deuda pública, que inició el pasado 10 de mayo, y ha señalado que posteriormente retirará la liquidez que genera las compras. A diferencia de la FED, el BCE no anunció un volumen anticipado de compra de deuda.

el *Gráfico 27*, en el transcurso del año todas las curvas de los países se aplanaron, aunque por razones diferentes. En México todos los bonos se valorizaron, en mayor magnitud los de largo plazo; en Perú todos los títulos se desvalorizaron, sobre todo los de corto plazo; en Chile se desvalorizaron los bonos de los plazos corto y mediano; y en Brasil se desvalorizaron los bonos de corto plazo, al tiempo que se valorizaron los de mediano y largo plazo. Es importante destacar que la curva de éste último se invirtió en 2010, debido a la demanda de inversionistas extranjeros por títulos de largo plazo.

Gráfico 27

**Comportamiento de las Curvas Cero Cupón en Algunos Países de América Latina
(Diciembre 2009 - Septiembre 2010 - Diciembre 2010)**



Fuente: Bloomberg, cálculos DODM.

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

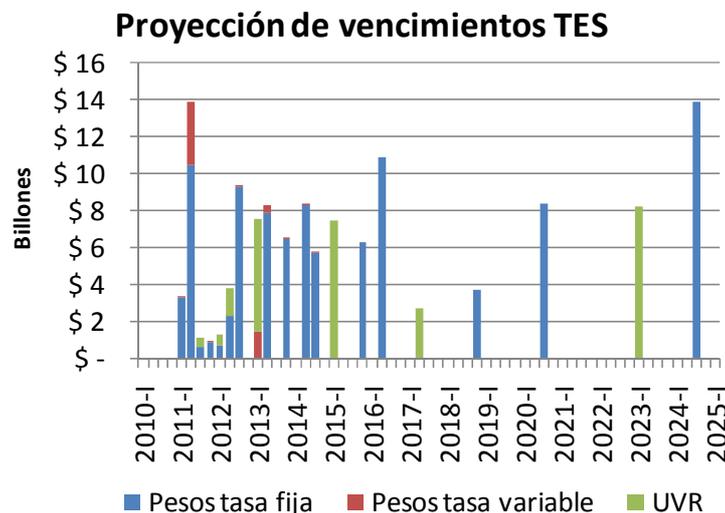
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A.Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre de 2010, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$129,7 billones a \$131,4 billones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2010 era de \$27,5 billones, del cual se colocaron \$25,8 billones³⁵. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2010 era de \$7,0 billones, sin embargo, el saldo vigente era \$6,4 billones a finales del año.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 30 de diciembre de 2010, se observa que en el año 2011 se concentra el 15% de los vencimientos y que en el año 2012 los vencimientos representan un 11%.

Gráfico 28



Fuente: Depósito Central de Valores - BR.

³⁵ A diciembre 30 se habían colocado \$13.904 miles de millones en subastas, \$4.198 miles de millones en convenidas y \$7.691 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de diciembre.

B. Mercado Secundario Deuda

Pública Interna de Colombia

Durante el cuarto trimestre de 2010 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 39 p.b., 59 p.b. y 36 p.b., entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente³⁶ (Gráficos 29 y 30). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 30 p.b durante el período analizado, al pasar de 437 p.b. el 30 de septiembre a 407 p.b. el 30 de diciembre (Gráfico 31). De esta manera, en el transcurso del año 2010 las tasas cero cupón aumentaron en promedio 30 p.b. y 15 p.b. entre 0 y 2 años y entre 2 y 5 años, respectivamente, y cayeron 67 p.b. entre 5 y 15 años.

El comportamiento de las tasas de los TES durante el cuarto trimestre de 2010 puede dividirse en dos periodos. Durante octubre los títulos se valorizaron, comportamiento explicado por varios factores. En primer lugar, el dato de inflación de septiembre³⁷ fue inferior al pronosticado por el mercado, generando una disminución en las expectativas de inflación, que estuvo reflejada en los resultados de la encuesta de expectativas realizada por el BR³⁸. En segundo lugar, surgieron en el mercado expectativas de menores emisiones de TES en el año 2011, luego que el Gobierno radicara el 15 de octubre un proyecto de Ley que eliminaba la deducción del 30% del impuesto de renta por inversión en activos fijos reales productivos³⁹, reducía gradualmente la sobretasa al consumo de energía⁴⁰ y hacía ajustes al cobro del

Gráfico 29

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

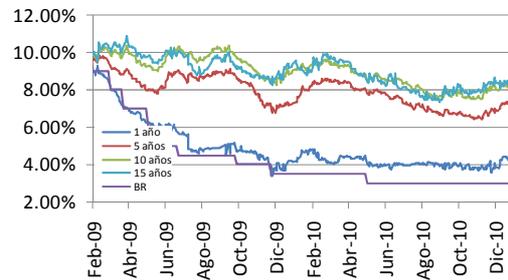
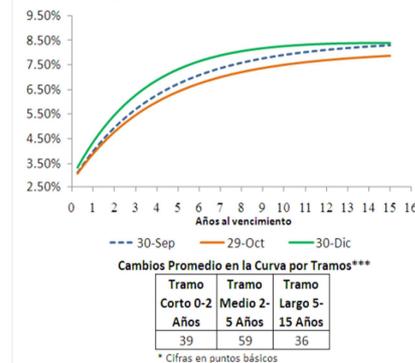


Gráfico 30

**Curvas Spot Colombia
septiembre, octubre y diciembre de 2010**



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

Gráfico 31

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



³⁶ 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).

³⁷ El DANE anunció que la variación del índice de precios al consumidor (IPC) se ubicó en -0,14%, frente a un esperado de 0,08% de acuerdo con bloomberg y con la encuesta del BR.

³⁸ En la encuesta de expectativas de inflación de octubre realizada por el BR, la inflación esperada para diciembre de 2010 en promedio se ubicó en 2,76% frente a 2,96% de la encuesta anterior.

³⁹ De acuerdo con el comunicado, con la eliminación de la deducción por compra de bienes de capital el Gobierno Nacional lograría incrementar sus ingresos en alrededor de 4 billones de pesos, costo estimado de este beneficio tributario.

⁴⁰ El proyecto contemplaba la eliminación gradual de la sobretasa del 20 por ciento al consumo de energía de los usuarios industriales. En el año 2011 la sobretasa bajaría a 10 por ciento y en 2012 desaparecería definitivamente. Esta decisión, aunque

4x1.000⁴¹. Se estimaba que estos cambios a las normas tributarias representarían un incremento neto de \$3,9 billones en los recaudos. En tercer lugar, algunos analistas consideraron probable un aplazamiento en la modificación de postura monetaria por parte del BR ante la ausencia de presiones inflacionarias y la posible moderación del crecimiento económico, mencionadas por la JDBR en las minutas publicadas a principios de octubre. Aunque en ese mismo mes *Fitch* mejoró la perspectiva de la calificación de la deuda colombiana en moneda extranjera de estable a positiva, el mercado no reaccionó de manera significativa a esta noticia. Esto, debido a que ya había incorporado en las tasas de los TES las expectativas de un incremento de la calificación de la deuda externa de Colombia cuando *S&P* y *Moody's* mejoraron la perspectiva de estable a positiva durante el trimestre anterior.

En noviembre y diciembre los títulos presentaron desvalorizaciones ante expectativas de un posible incremento en las necesidades de financiación interna de la nación, luego que el Gobierno anunciara algunas medidas fiscales para contrarrestar la apreciación del peso colombiano⁴². La desvalorización de los TES continuó ante la ola invernal, que por un lado generó un incremento en las expectativas de inflación de los agentes por el efecto que podría tener en los precios de los alimentos, y por otro lado, generó especulaciones en torno a mayores emisiones de TES por parte del Gobierno, con el fin de conseguir los recursos necesarios para la reconstrucción de las zonas afectadas por las inundaciones. Adicionalmente, después de dos meses consecutivos de datos favorables de inflación, el dato del mes de noviembre resultó superior al pronosticado por el mercado⁴³. A estos factores locales, se sumó la preocupación generada en los mercados mundiales ante noticias desfavorables mencionadas en la primera sección de este documento, como la disminución en la calificación de Irlanda y el considerable aumento en la inflación en China que obligó al Banco Central de ese país a tomar medidas de política monetaria contraccionista.

El promedio diario de negociación en el año 2010 fue \$6,0 billones⁴⁴, inferior al observado en el año 2009 (\$8,6 billones). Específicamente, durante el último trimestre de 2010 el promedio del volumen negociado bajó considerablemente pasando de \$6,9 billones a \$4,1 billones. Puede observarse, que en comparación con trimestres anteriores, las negociaciones del tramo corto de la curva (plazos entre 0 y 2 años) disminuyeron su participación en el total. Los títulos más transados fueron los que vencen en julio de 2020 y en mayo de 2011, cuya participación entre el 3T10 y el 4T10 aumentó de 24% a 26% y de 21% a 26%, respectivamente (*Gráficos 32, 33 y 34*).

representaba un costo fiscal calculado en más de 500 mil millones de pesos, beneficiaría enormemente la competitividad de las empresas colombianas y las dejaría en condiciones de igualdad, en este rubro, frente a sus similares de países en iguales condiciones de desarrollo.

⁴¹ Entre tanto los ajustes al 4x1.000 buscaban eliminar la elusión que se presentaba en operaciones que se realizaban a través de entidades financieras, las comisionistas de bolsa y las fiduciarias para incrementar la productividad de dicho gravamen.

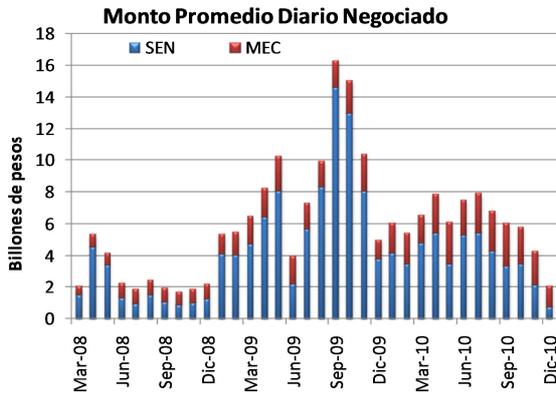
Con la ley se precisaba el hecho generador del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF), para que las operaciones de pago o desembolsos a terceros, diferentes al inversionista inicial, quedaran gravadas con el 4 por 1.000, porque no correspondían a operaciones propias del mercado financiero. Con esta decisión el recaudo tributario podría aumentar en cerca de 400 mil millones de pesos.

⁴² El Gobierno anunció una serie de medidas fiscales y cambiarias con el objetivo de contrarrestar la tendencia revaloracionista del peso. Las medidas incluían: reducción aranceles, no monetización de US\$1500 millones en 2011, modificación del plan financiero 2011 para equilibrar fuentes externas de financiación, adquisición de cobertura cambiaria para pago de deuda pública, apertura de una línea para la realización de coberturas por parte del sector agroexportador, eliminación de la exención del impuesto a la renta del pago de intereses de crédito obtenidos en el exterior, apoyo al proyecto de ley que trasladaba la fiscalización del pago de regalías a la DIAN.

⁴³ La inflación en noviembre se ubicó en 0,19%⁴³ (esperado Bloomberg: 0,10%, esperado encuesta BR: 0,05%).

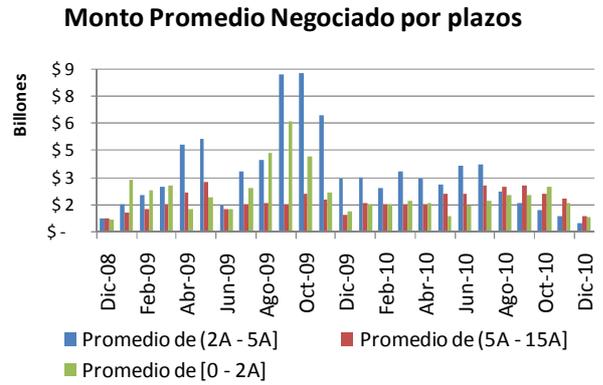
⁴⁴ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 32



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

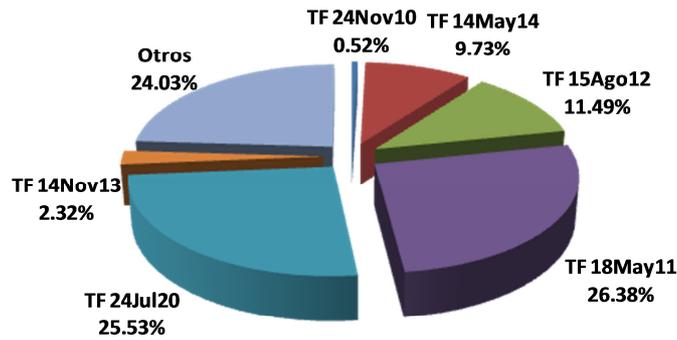
Gráfico 33



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 TES⁴⁵ negociados en la BVC se valorizaron durante el mes de octubre y posteriormente, durante noviembre y diciembre, se desvalorizaron (Gráfico 35).

El número de contratos negociados a futuro de TES⁴⁶ disminuyó durante el trimestre al pasar de 22.646 a 13.065 contratos (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$3,2 billones. En cuanto a las posiciones abiertas⁴⁷, los contratos a futuro con vencimiento en noviembre, diciembre y enero alcanzaron una posición máxima de 308, 270 y 110 contratos, respectivamente (Gráfico 36).

4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Después de haber presentado valorizaciones importantes en los tres primeros trimestres del año, durante el cuarto trimestre los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se desvalorizaron. Las curvas de rendimientos de los bonos de México y Perú se empinaron debido a la valorización en los bonos de corto plazo a y la desvalorización en los bonos de mediano y largo plazo. En Colombia, la curva también se empinó por una desvalorización más pronunciada en los bonos de largo plazo que en los de corto plazo. Por su parte, la pendiente de la curva de Brasil no tuvo cambios importantes (Gráfico 37).

Gráfico 35

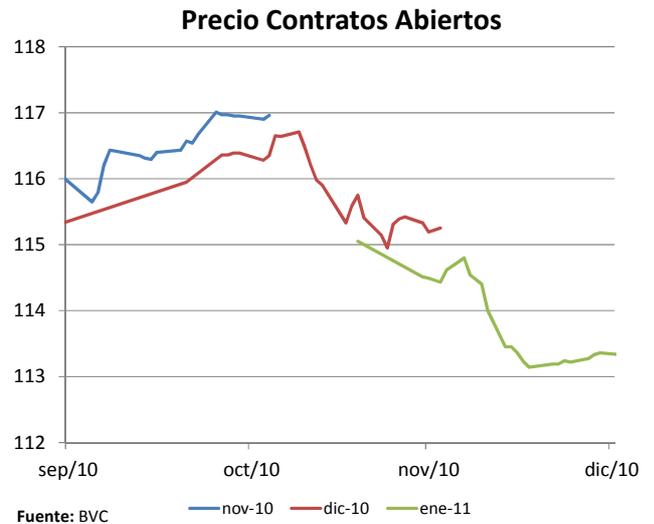
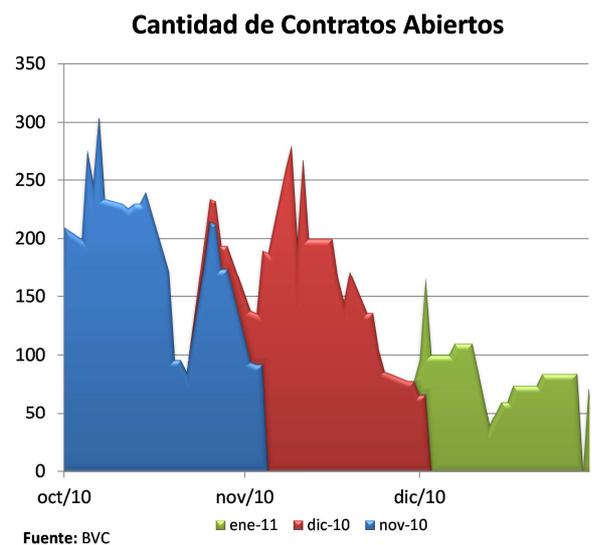


Gráfico 36



⁴⁵ Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

⁴⁶ Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de los contratos con vencimiento en noviembre, diciembre y enero. Fuente: BVC.

⁴⁷ De los contratos a futuro de TES de medianos plazo.

Gráfico 37

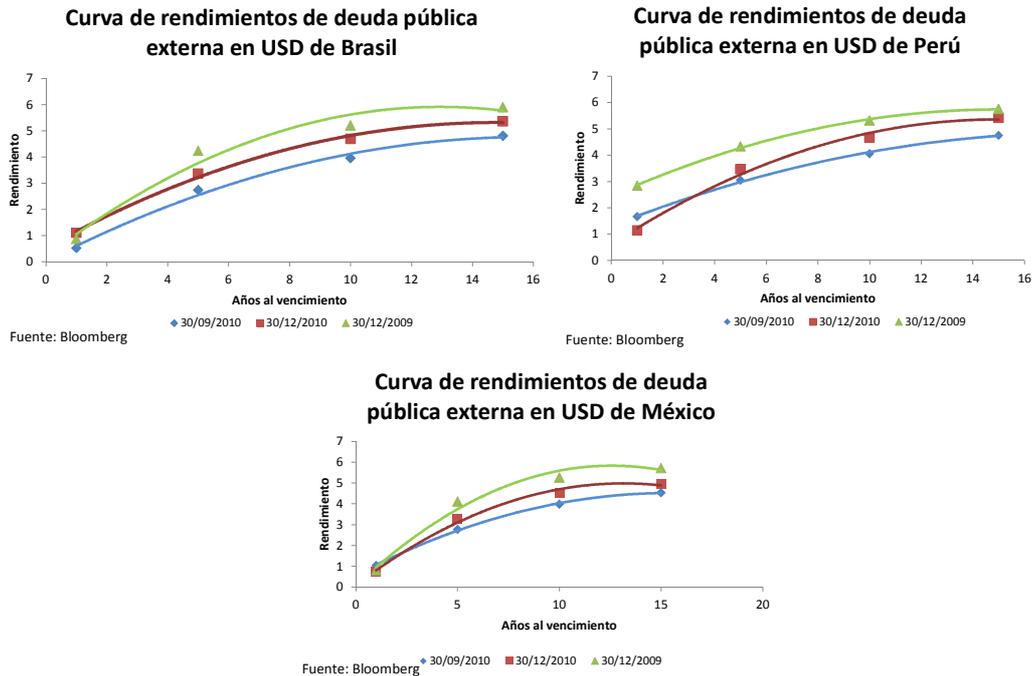
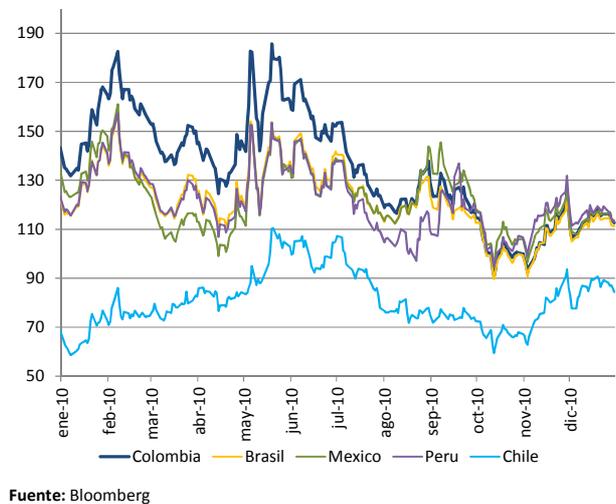


Gráfico 38

CDS Spread 5 Años Latinoamérica



Durante el mes de octubre, los bonos de deuda externa de la región continuaron con la tendencia de valorizaron que se venía presentando en los dos trimestres anteriores. En los meses posteriores, el aumento en la aversión al riesgo internacional producto de las preocupaciones por la capacidad de pago de Irlanda y el posible contagio a otras economías generó desvalorizaciones en los bonos de deuda externa.

En contraste, durante el cuarto trimestre, los indicadores de riesgo de la región como los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años y los EMBI registraron leves disminuciones. De forma transitoria, en noviembre, estos indicadores registraron incrementos motivados por el aumento en la aversión al riesgo internacional. Al final del trimestre, los CDS a 5 años de la región disminuyeron en promedio 6 p.b. (-5%)⁴⁸ (Gráfico 38) y el EMBI+⁴⁹ disminuyó 29 p.b. (-10,5%) (Gráfico 39).

⁴⁸ Variaciones: Colombia: -5p.b. (-4%), Brasil: -5 p.b.(-4%), México: -8p.b. (-7%), Perú: -8 p.b. (-6%). El único país que registró aumentos fue Chile: 11 p.b. (14%).

⁴⁹ Variaciones EMBI+ países: Colombia: -2 p.b. (-1,2%), Brasil: -17 p.b. (-8%), México: -9 p.b.(-6%) y Perú: -15 p.b. (-8,6%).

En el 2010, la deuda externa de los países de la región presentó un comportamiento favorable motivado por una menor aversión al riesgo internacional y por las buenas perspectivas de crecimiento para la región. Adicionalmente, los mayores estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de algunos países desarrollados que han mantenido las tasas de interés en niveles bajos, incentivaron la búsqueda de mayores retornos en activos de economías emergentes.

4.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se desvalorizó en todos los tramos (*Gráfico 40*). Por su parte, la deuda externa denominada en pesos presentó un comportamiento mixto, con una valorización de los títulos con vencimiento en 2015 y 2027; y desvalorización en la referencia con vencimiento en 2021.

En cuanto a las medidas de riesgo país, el EMBI+ Colombia disminuyó 2 p.b. (-1,2%) y los CDS a 5 años disminuyeron 5 p.b. (-4%), en línea con el comportamiento del mismo instrumento en otros países de la región.

De forma similar a lo ocurrido en las curvas de rendimiento de deuda externa de otros países de la región y continuando con la tendencia del semestre anterior, la deuda externa colombiana denominada en dólares se valorizó durante el mes de octubre. Sin embargo, en los meses de noviembre y diciembre los bonos registraron desvalorizaciones debido a la incertidumbre generada por la capacidad de pago de algunos países europeos y un posible contagio a otras economías. Adicionalmente, el dato de crecimiento de la economía colombiana por debajo de las expectativas del mercado pudo haber contribuido a la desvalorización de las últimas semanas del año (*Gráfico 41*).

Gráfico 39

Spreads de Deuda Soberana Latam

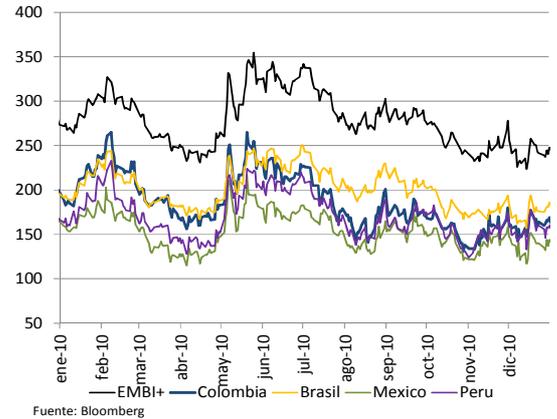


Gráfico 40

Curva de Rendimientos Deuda Externa

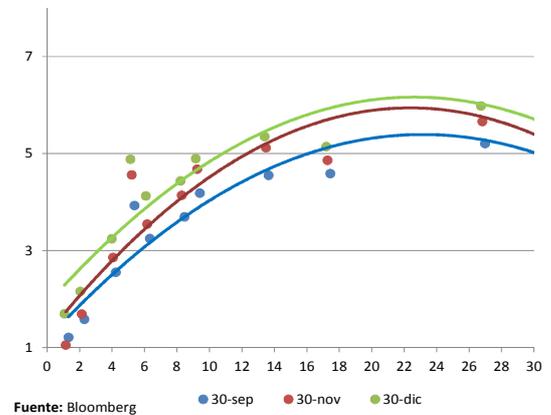
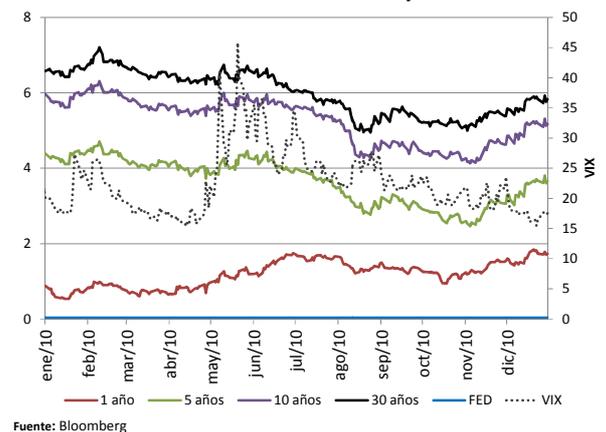


Gráfico 41

Rendimientos Deuda Externa y Tasa FED



5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

Durante el cuarto trimestre del 2010 aumentó considerablemente la dinámica en el mercado primario de deuda corporativa. De esta forma, el 2010 se consolidó como el año de mayores colocaciones en este mercado superando levemente el monto emitido durante 2009 (\$13,69 billones). Esta dinámica se presentó debido a factores como la estabilidad y bajo nivel en las tasas de interés, inflación observada por debajo de la esperada en la mayor parte del año, perspectivas positivas de crecimiento, amplias condiciones de liquidez y mayor interés de los inversionistas por este tipo de títulos.

El monto colocado en el cuarto trimestre ascendió a \$6,1 billones, superando en 140% el monto colocado en el mismo trimestre de 2009⁵⁰. Durante este trimestre, se emitió el 44,5% del total colocado en el año que ascendió a \$13,76 billones. Adicionalmente, es importante destacar el aumento en la colocación de deuda pública diferente a TES que durante el cuarto trimestre fue de \$1,9 billones y durante el año ascendió a \$ 2,2 billones.

El período analizado se caracterizó por altos montos de emisión, especialmente en el mes de diciembre, que superaron el monto emitido en trimestres anteriores. La colocación de bonos de deuda pública interna por parte de Ecopetrol por \$1 billón se destacó como la emisión más grande y con mayor demanda en el mercado de deuda corporativa. Adicionalmente, se destacaron las emisiones de bonos ordinarios de Bancolombia (\$600 mil millones), TIPS de la Titularizadora Colombiana (\$522 mil millones), bonos ordinarios de Davivienda (\$500 mil millones) y bonos de deuda pública de EPM (\$500 mil millones). Vale la pena destacar que Bancoldex llevó a cabo la primera titularización de cartera comercial que se ha realizado en el país por un monto de \$345 mil millones⁵¹.

A pesar de que la diferencia entre el monto demandado y el monto ofrecido en las subastas se redujo frente al trimestre y año anterior, la demanda en las subastas primarias de deuda corporativa sigue mostrando amplias condiciones de liquidez y apetito por este tipo de deuda. En el cuarto trimestre el monto demandado ascendió a \$13,2 billones que equivale a 2,16 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$2,5 billones, 2,3 veces). Durante el 2010, el monto demandado fue de \$28 billones, dos veces el monto ofertado en el año (*Gráfico 42*). Las emisiones con mayor demanda fueron la del Banco Davivienda indexada al IBR con una demanda de 5,5 veces el monto colocado (a 2 años con tasa de corte IBR+1,1% y monto colocado de \$91 mm), la de Ecopetrol a 5 años indexada al IPC con demanda de 5,3 veces (con tasa de corte IPC+2,8% y monto colocado de \$97 mm) y la de CDTs de Findeter con demanda de 5 veces el monto ofrecido (a 5 años con tasa de corte IPC+ 3,2% y monto colocado de \$57 mm).

⁵⁰ El cuarto trimestre de 2010 fue el trimestre con mayor monto de emisión de bonos corporativos.

⁵¹ La colocación se realizó a 18, 36 y 54 meses con márgenes sobre la DTF de 0,83% T.A., 1,13% T.A. y 1,54% T.A..

Gráfico 42

Contrario a la tendencia presentada en el año en el que predominaron las colocaciones del sector financiero; durante el cuarto trimestre se reactivaron las colocaciones del sector real, lideradas por la emisión de bonos de deuda pública de Ecopetrol por \$1 billón.

En el *Gráfico 43* se observa la distribución de las colocaciones de compañías del sector financiero y del sector real. En el cuarto trimestre, el 52% de las colocaciones (equivalente a \$2,8 billones) las hicieron empresas del sector financiero, mientras que en el año este porcentaje ascendió a 60% del monto colocado. La mayor colocación de deuda del sector financiero estuvo motivada por la búsqueda de mayor capital de trabajo para atender el repunte en demanda de crédito en las diferentes modalidades. Adicionalmente, la menor presencia del sector real en las emisiones de deuda corporativa de 2010 frente a 2009⁵², coincide con el incremento en el endeudamiento externo de este sector, en un escenario de bajas tasas de interés en los mercados internacionales

El plazo de colocación promedio en el trimestre aumentó frente a los trimestres anteriores, explicado por una mayor presencia de colocaciones del sector real en la última parte del año. De esta forma, el 67% de las emisiones se realizó a más de 5 años (*Gráfico 44*). En el cuarto trimestre, las empresas del sector real realizaron emisiones con un plazo promedio⁵³ de 13 años superando el plazo promedio del trimestre anterior que fue de 6,4 años. Por su parte, el plazo promedio de emisión del sector financiero disminuyó levemente de 5,8 años en el tercer trimestre a 4,5 años en el último trimestre del año.

Monto colocado vs. Monto demandado

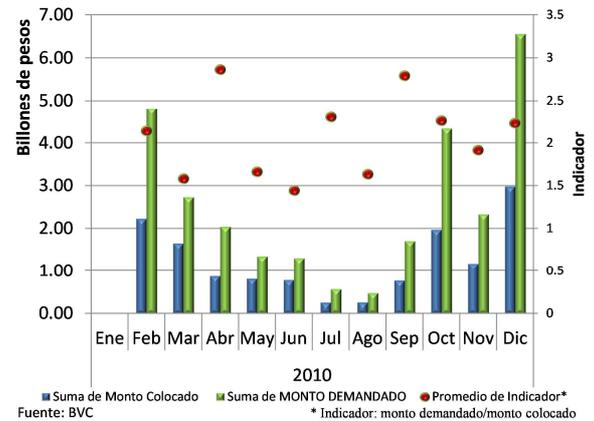


Gráfico 43

Monto Colocado por Sector

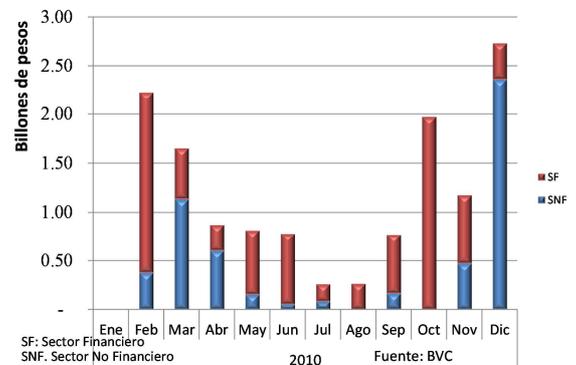
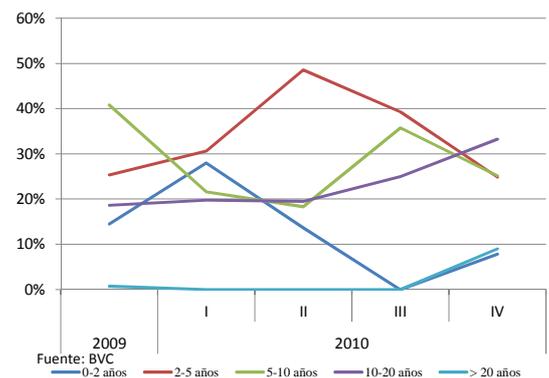


Gráfico 44

Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



⁵² En 2009 el 51% de las colocaciones fueron realizadas por empresas de participación del sector real

⁵³ Ponderada por monto.

Continuando con la tendencia que se ha visto en los últimos dos años, el cuarto trimestre se caracterizó por una alta participación de la deuda indexada al IPC. El 62% de las colocaciones estuvieron indexadas al IPC, el 13% a IBR y el restante a tasa fija, DTF y UVR. En el 2010, el 56% de la deuda emitida se indexó al IPC, el 15% a tasa fija y el restante a DTF, UVR e IBR (Gráfico 45).

En los Gráficos 46 al 47 se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda corporativa. Durante el 2010 se observó una tendencia descendente en los márgenes y tasas de colocación, especialmente en el margen sobre la inflación. Este comportamiento puede estar asociado a las amplias condiciones de liquidez y al creciente interés de los inversionistas por demandar este tipo de títulos.

6. MERCADO ACCIONARIO

Durante el cuarto trimestre de 2010, los índices accionarios de los países desarrollados y de los países latinoamericanos presentaron avances pero a un ritmo de crecimiento menor que el de trimestres anteriores. En general, el año 2010 fue positivo para la mayoría de índices accionarios con excepción de algunos índices bursátiles asiáticos y algunos europeos⁵⁴.

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* avanzaron 7,2% y 10,2%, en el cuarto trimestre. Estos aumentos estuvieron motivados por algunos datos positivos de la economía norteamericana y los reportes de utilidades corporativas del 3T10 que mostraron resultados por encima de los esperados por los analistas. Adicionalmente, el anuncio de la reanudación del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal, por un monto superior al esperado por algunos analistas (US\$ 600 billones

Gráfico 45

Colocaciones por Tasa de Interés

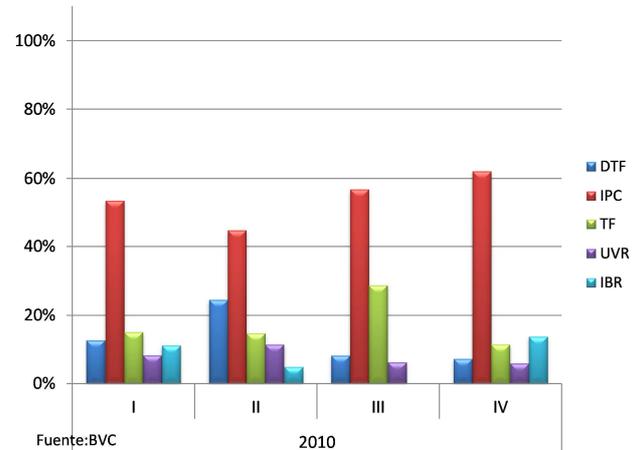


Gráfico 46

Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la inflación

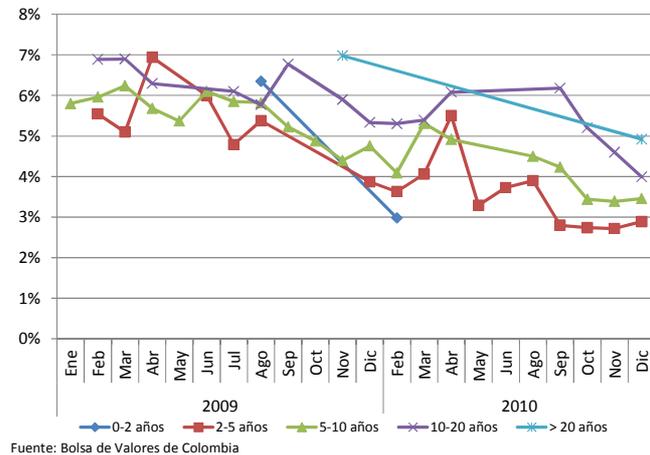
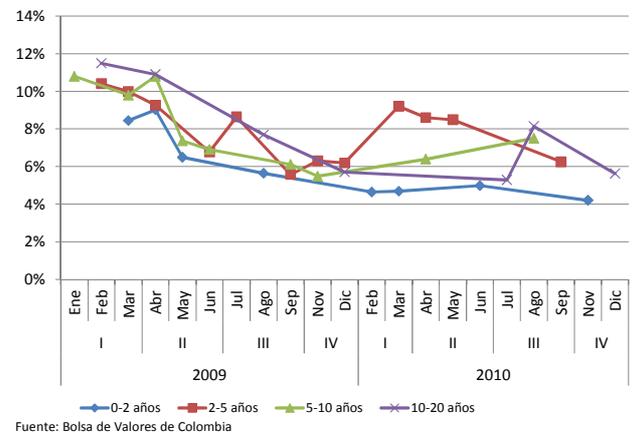


Gráfico 47

Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija



⁵⁴ En el año, el Eurostoxx, el Nikkei y el Shanghai Composite retrocedieron: 5,4%, 3% y 15,4%.

vs. US\$500 esperados), continuó incentivando las inversiones en activos de mayor riesgo. Sin embargo, durante el mes de noviembre se presentaron desvalorizaciones transitorias en los índices debido a: i) aumento en la aversión al riesgo motivado por la profundización de los temores sobre la capacidad de pago de Irlanda⁵⁵ y el posible contagio a otras economías europeas como España y Portugal, ii) las preocupaciones por las medidas contraccionistas que pudiera llegar a tomar el Banco Central de China para contener la inflación y iii) el conflicto entre las dos Coreas.

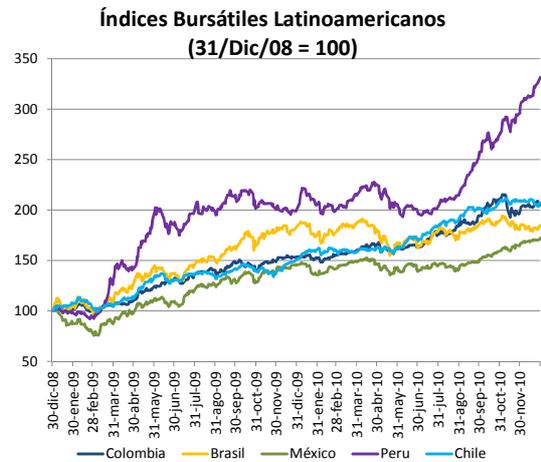
En el mercado accionario norteamericano, es importante destacar que General Motors realizó una exitosa oferta pública de acciones por US\$23,1 billones, adjudicadas a un precio de US\$33, convirtiéndose en la adjudicación de acciones más grande de la historia de ese mercado.

En Europa, los principales índices se valorizaron debido a la recuperación en las cifras de las economías núcleo de la zona euro, en especial de Alemania. El Eurostoxx 50, el FTSE 100 y el DAX aumentaron 2,2%, 7,6% y 11%, respectivamente.

Las bolsas asiáticas también registraron valorizaciones pero su crecimiento fue menor al presentado el trimestre anterior. En Japón, el índice Nikkei aumentó 9,17%, el Hang Seng de Hong Kong avanzó 2,8% y el Shanghai Composite aumentó 3,9%.

En América Latina, los avances en los índices fueron menores que los registrados en los primeros trimestres del año. Este comportamiento estuvo asociado a la

Gráfico 48



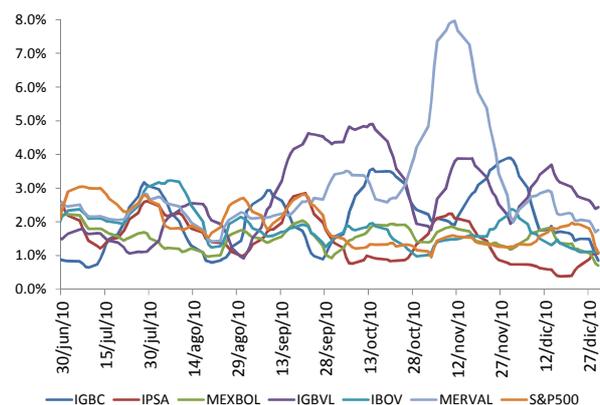
Cuadro 8

Índices	Variación 4T10 (%)	Variación año 2010 (%)
IGBC	5.3%	33.6%
IPSA	2.8%	37.6%
MEXBOL	14.7%	17.9%
IGBVL	30.1%	65.9%
IBOV	-0.2%	1.0%
MERVAL	33.3%	51.8%
S&P500	10.2%	11.7%

Fuente: Bloomberg

Gráfico 49

Coefficiente de Variación (ventana móvil 20 días) de los Índices Bursátiles de la Región y Estados Unidos



⁵⁵ Irlanda recibió un paquete de ayuda por parte del Fondo de Estabilización de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional.

buena perspectiva económica de la región y al flujo de capital extranjero que en busca de mayores retornos en países emergentes.

Sin embargo, las medidas contraccionistas de algunos bancos centrales de la región y el aumento temporal en la aversión al riesgo pudieron haber reducido el ritmo de crecimiento de los índices.

En el cuarto trimestre, el Merval de Argentina fue el índice de mayor avance (33%), seguido por el IGBVL de Perú (30%), el MEXBOL de México (14,7%), el IGBC de Colombia (5,3%) y el IPSA de Chile (2,8%). El IBOV de Brasil fue el único índice que retrocedió durante el período analizado (0,2%). Vale la pena destacar los índices más valorizados durante el año fueron: el IGBVL (65,9%), el Merval (51,8%), el IPSA (37,6%) y el IGBC (33,6%) (Gráfico 48 y Cuadro 8).

En materia de volatilidad, el coeficiente de variación⁵⁶ del índice bursátil colombiano tuvo un incremento importante en el cuarto trimestre y se ubicó durante el mes de noviembre como uno de los índices más volátiles de la región; sin embargo, finalizando el trimestre se ubicó nuevamente dentro niveles observados a principios de octubre. En particular, la mayor volatilidad del índice colombiano presentada en el mes de noviembre estuvo acompañada de una caída importante por factores que se mencionarán más adelante. Durante el trimestre los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región mostraron una relativa estabilidad y en algunos casos descendieron frente al trimestre anterior. Dentro de los índices de mayor coeficiente de variación durante el período analizado estuvieron el IGBVL, seguido por el Merval, y el IGBC (Gráfico 49).

Con la metodología de volatilidad condicional⁵⁷,

Gráfico 50

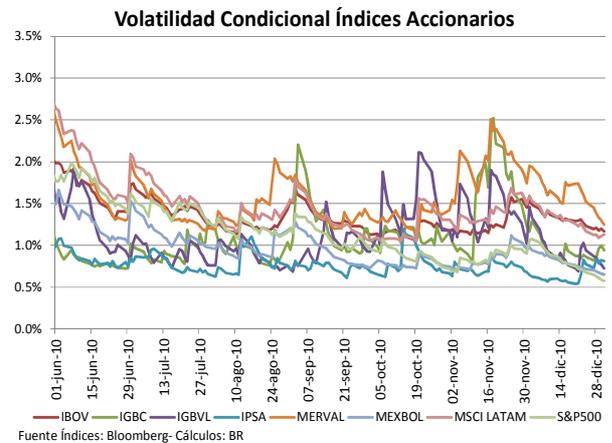


Gráfico 51

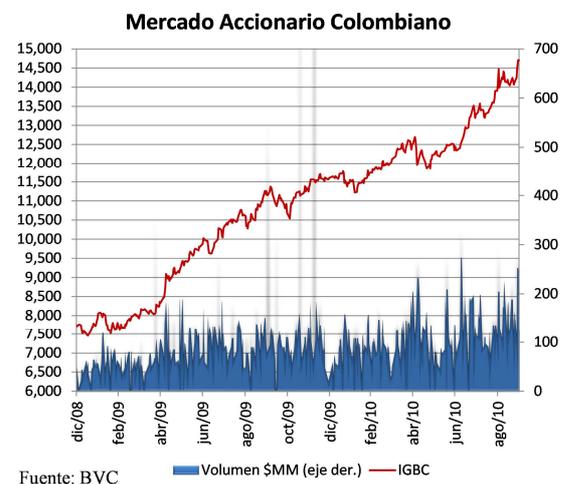
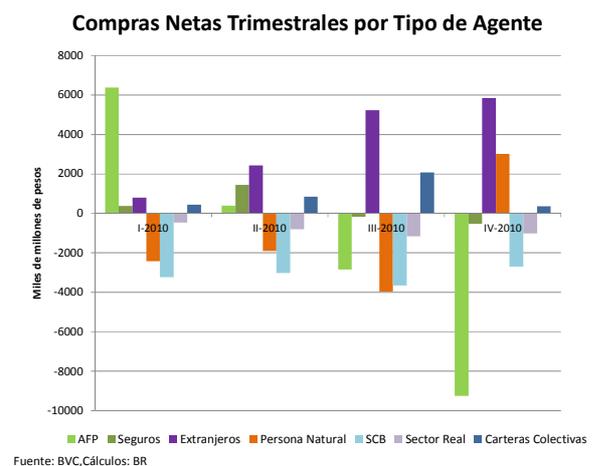


Gráfico 52



⁵⁶ 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.

⁵⁷ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

el Merval de Argentina fue el índice con la mayor volatilidad condicional el 77% de los días del periodo, seguido por el IGBVL (19,7%) (*Gráfico 50*).

Finalmente, el promedio diario negociado en el mercado accionario colombiano en el cuarto trimestre aumentó al pasar de \$156mm a \$221mm (*Gráfico 51*). A pesar de un fuerte retroceso en el mes de noviembre, el IGBC finalizó el trimestre con una valorización de 5,3%. Por su parte, el COLCAP y COL20 avanzaron 3% y 2,4%, respectivamente. El avance de los índices en el trimestre estuvo asociado en parte a la demanda de acciones que se presenta al final del año para obtener beneficios tributarios y por el crecimiento de las inversiones en acciones por parte de inversionistas extranjeros que fueron los mayores compradores netos en el último trimestre del año (*Gráfico 52*).

Durante noviembre, los índices bursátiles presentaron una fuerte caída (IGBC: -6,06% , COLCAP: -6,41% y COL20: -6,73%) asociada a factores internos y externos. A nivel externo, el mes de noviembre se caracterizó por una alta aversión al riesgo acompañada de retrocesos en las principales bolsas debido a la incertidumbre por la situación en Europa. A nivel interno, la acción de Ecopetrol fue la más desvalorizada acumulando una caída de 13% en el mes; este comportamiento pudo estar asociado al anuncio del Gobierno de enajenar un porcentaje de la compañía para obtener recursos destinados a la emergencia por la ola invernal. Finalmente, en el trimestre se destacó la firma del acuerdo de integración por parte los presidentes de las bolsas de valores de Colombia, Perú y Chile, para crear el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), que comenzó a operar en pruebas en el mes de noviembre.