



# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre de 2012

Banco de la República

Agosto de 2012

## **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

Nathali Cardozo  
Karen Juliet Leiton  
José Fernando Moreno  
Lina Vanessa Patiño  
Juan Sebastián Rassa  
Tatiana Venegas

## **Estudiantes en práctica profesional**

Paula Juliana Sarmiento  
Karen Johana Quintero

## **Recuadros**

*Recuadro 1:* Nathali Cardozo y Juan Sebastián Rassa

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>5</b>
2.1	Mercado Cambiario . . . . .	5
2.2	Mercado Monetario . . . . .	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	6
2.4	Mercado accionario . . . . .	6
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>11</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>13</b>
5.1	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	15
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>18</b>
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia . . . . .	18
6.2	Mercado de Deuda Pública . . . . .	22
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región . . . . .	22
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	23
6.3	Contratos de Futuros de TES . . . . .	26
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región . . . . .	27
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	28
	Recuadro 1: Futuro de IBR y Futuro de Inflación . . . . .	30
<b>7</b>	<b>Mercado Primario de Deuda Privada</b>	<b>34</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>35</b>

## Índice de Gráficos

1	Indices accionarios . . . . .	8
2	Indices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	8
3	Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U . . . . .	10
4	Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro . . . . .	11
5	Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra . . . . .	11
6	Tasa interbancaria y de referencia Japón . . . . .	11
7	Índices de Confianza . . . . .	12
8	Índice de Confianza de la Economía (ICEA) . . . . .	13
9	Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES . . . . .	13
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días . . . . .	13
11	VIX V.S Índices de Monedas . . . . .	14
12	Credit Default Swaps 5 años . . . . .	14
13	Volatilidad Condicional Tasas de Cambio LATAM . . . . .	15
14	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	16
15	COP/USD V.S LACI . . . . .	16
16	Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro . . . . .	18
17	Forwards y Futuros CRCC . . . . .	18
18	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	19
19	Indice de Precios al Consumidor . . . . .	20
20	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	20
21	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	20
22	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012 . . . . .	21
23	Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2011) . . . . .	21
24	Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4) . . . . .	21
25	Crecimiento Anual de Cartera . . . . .	22
26	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	22
27	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	23
28	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	24
29	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	24
30	Curvas Spot Colombia. Dic. 2010, Jun. 2011 y Sep. 2011 . . . . .	25
31	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años) . . . . .	25
32	Monto Promedio Negociado por plazos de TES . . . . .	26
33	Monto Promedio Diario Negociado de TES . . . . .	26
34	Precio de Contratos de TES a Futuro . . . . .	27
35	Número de Contratos Negociados de TES a Futuro . . . . .	27
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	27
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	28
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	28
39	Credit Default Swaps 5 años . . . . .	28
40	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	29
41	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	29
42	Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED . . . . .	29
43	Monto Total Colocado (2010 - 2011) . . . . .	34

44	Monto Colocado por Sector . . . . .	34
45	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	35
46	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	35
47	Monto Colocado VS Monto Demandado . . . . .	35
48	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación . . . . .	36
49	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	37
50	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región . . . . .	37
51	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	37
52	S&P MILA 40 . . . . .	38
53	IGBC y Volumen Transado Diario . . . . .	38
54	Número de Contratos Negociados de Futuros de COLCAP . . . . .	38
55	Capitalización Bursátil/PIB . . . . .	39

## Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo . . . . .	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	14
3	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	14
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas) . . . . .	15
5	Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica . . . . .	16
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM . . . . .	19
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012 . . . . .	19

## 1 Introducción

El Banco de la República genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* está enmarcado dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el servicio que presta el Banco de ofrecer información e investigación económica de calidad.

Con el anterior objetivo, este reporte pretende proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte hace una descripción de los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

El análisis del presente documento se centra en el periodo comprendido entre abril y junio de 2012, periodo en el que las condiciones externas se deterioraron, principalmente ante temores sobre la estabilidad financiera de la zona euro y sobre el crecimiento de la economía mundial, que motivaron mayores estímulos monetarios por parte de los Bancos Centrales. Ante el deterioro de las condiciones externas, el dólar se fortaleció frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, los precios de los productos básicos disminuyeron y los índices accionarios presentaron desvalorizaciones. A nivel local se registraron resultados mixtos en algunos indicadores como inflación, crecimiento, producción industrial, índices de confianza y ventas al por menor, generando preocupaciones en los analistas financieros, principalmente en el mes de junio.

El documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en los mercados a nivel internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento mercado accionario regional y local.

## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Mercado Cambiario

En el segundo trimestre de 2012 la mayoría de monedas de países desarrollados y emergentes presentaron una depreciación frente al dólar. Las monedas que más se depreciaron frente al dólar fueron el rublo ruso, el real brasileño, la rupia india, la corona checa y el zloty polaco. La moneda que más se apreció en el mismo periodo fue el yen. En Latinoamérica el peso colombiano y el sol peruano se apreciaron levemente, mientras las demás monedas se depreciaron frente al dólar. La depreciación de las monedas a nivel mundial se presentó principalmente en mayo, en línea con un aumento en la percepción de riesgo a nivel internacional.

## 2.2 Mercado Monetario

En el segundo trimestre de 2012 continuaron los estímulos monetarios por parte de países desarrollados y emergentes. Por un lado la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia y tomó la decisión de extender hasta finales de 2012 la Operación Twist. De manera similar, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia y ampliaron sus listas de colaterales permitidos. Por su parte, el Banco Central de China redujo por primera vez desde diciembre de 2008 su tasa de interés de referencia, y el Banco Central de Japón aumentó el monto del programa de compra de activos como medida de estímulo económico.

En Latinoamérica los Bancos Centrales de Colombia, Perú, México y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, mientras que el Banco Central de Brasil la redujo en 125 p.b..

## 2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica presentaron valorizaciones. En el caso de Colombia, la valorización de los TES denominados en pesos obedeció a la disminución que presentaron las expectativas de inflación ante la publicación del dato del mes de marzo que resultó inferior al esperado por el mercado; al positivismo de algunos agentes ante anuncios favorables en materia fiscal y la realización de una operación de manejo de deuda que redujo los vencimientos de TES para el segundo semestre del año. Además, los agentes del mercado modificaron sus expectativas de política monetaria, descartando más incrementos en el mes de abril. Posteriormente, en junio, luego de ajustar a la baja los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana, los agentes incorporaron en sus expectativas posibles recortes de la tasa de referencia. Cabe resaltar que en el mes de mayo las valorizaciones de los TES estuvieron interrumpidas ante el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional.

Los bonos del Tesoro de EE.UU. de corto plazo registraron desvalorizaciones, al tiempo que los de mediano y largo plazo se valorizaron. Este comportamiento está explicado por la realización de la operación Twist. Adicionalmente, los bonos de mediano y largo plazo estuvieron influenciados por la mayor percepción de riesgo a nivel internacional que generó demanda de activos refugio.

Pese al aumento en la percepción de riesgo, durante el trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región, incluyendo los de Colombia, se valorizaron. Este comportamiento pudo haber estado asociado a la búsqueda de oportunidades de inversión con mayores rendimientos por parte de los inversionistas ante las bajas tasas en economías desarrolladas.

## 2.4 Mercado accionario

Durante el segundo trimestre de 2012, se presentó una desvalorización de los índices accionarios tanto de países desarrollados como emergentes, ante temores sobre el crecimiento de la economía mundial y la crisis de deuda en

algunos países de la zona euro. En Estados Unidos, la desvalorización<sup>1</sup> fue impulsada por la publicación de datos de crecimiento y creación de empleo menores a los esperados, y en Europa, las bolsas se desvalorizaron<sup>2</sup> debido a las preocupaciones sobre los resultados de las elecciones griegas, la sostenibilidad de la deuda de algunos países de la zona euro y el lento crecimiento económico en la región. Por otra parte, en América Latina, se observaron desvalorizaciones impulsadas por la reducción en los precios de las materias primas y factores particulares de cada mercado. Sin embargo, se debe resaltar que la mayoría de las bolsas presentan valorizaciones en lo corrido del año.

---

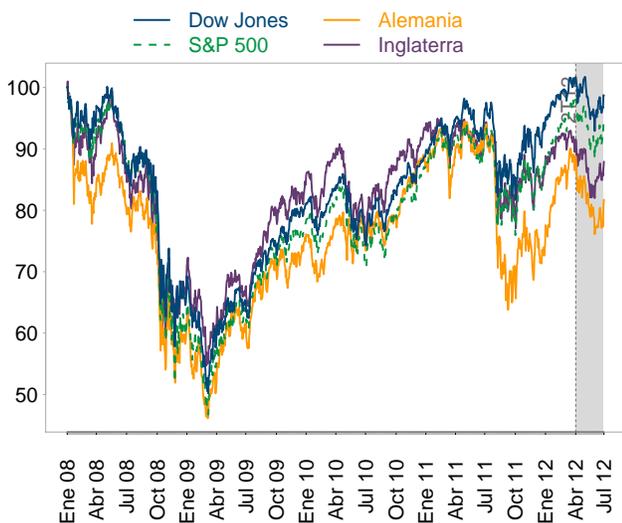
<sup>1</sup>Durante el 2T12, el Dow Jones cayó 3,3% y el S&P 2,5%.

<sup>2</sup>Durante el 2T12, el Eurostoxx cayó 8,8%.

### 3 Entorno internacional

En el segundo trimestre de 2012 los índices accionarios presentaron un comportamiento negativo<sup>3</sup> (Gráfico 1) y la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó<sup>4</sup> debido a la publicación de algunas cifras económicas desfavorables en Europa y Asia, así como a la incertidumbre que se generó en torno a la situación fiscal de España y a la inestabilidad política de Grecia (Gráfico 2).

Gráfico 1: Índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2008

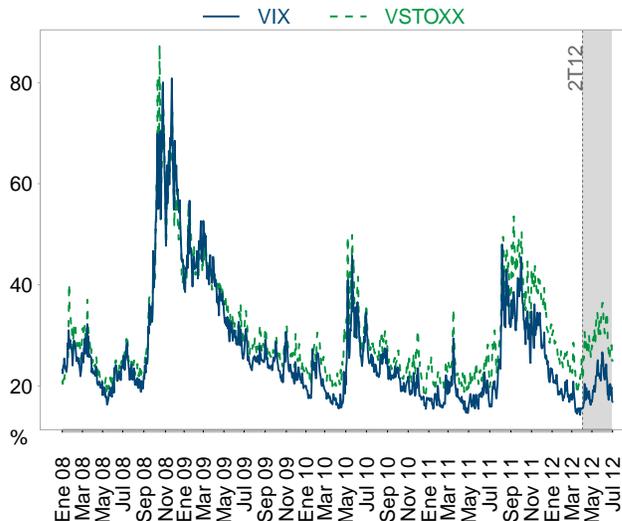
Al inicio del trimestre, el FMI elevó sus perspectivas de crecimiento mundial en abril<sup>5</sup> de 3,3% a 3,5% para

<sup>3</sup>Los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones disminuyeron durante el trimestre 2,5%, 3,3% y 5,1%, respectivamente. El Eurostoxx disminuyó 7,7% impulsado por desvalorizaciones en las bolsas de Alemania (7,6%) y Francia (6,6%). Los índices accionarios de Japón, China e Inglaterra disminuyeron 10,7%, 1,7% y 3,4%, respectivamente.

<sup>4</sup>En el periodo analizado el VIX pasó de 15,5% a 17,8% y el VSTOXX pasó de 22,54% a 24,95.

<sup>5</sup>En el reporte de Perspectivas Económicas de enero, el FMI pronosticó para las economías desarrolladas un crecimiento de 1,2% para 2012 y 1,9% para 2013, y para las economías emergentes y en desarrollo los pronósticos eran 5,5% para 2012 y 5,9% para 2013.

Gráfico 2: Índices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

el año 2012 y de 3,9% a 4,1% para el 2013. El crecimiento de las economías avanzadas lo proyectó en 1,4% para 2012 y en 2% para 2013, y para las economías emergentes y en desarrollo lo ubicó en 5,7% para 2012 y en 6% para 2013. De igual manera, aumentó la proyección de crecimiento de Colombia para 2012 de 4,5% a 4,7%<sup>6</sup> Sin embargo, señaló que los riesgos siguen siendo elevados y prevé un crecimiento débil, particularmente en Europa, así como niveles de desempleo persistentemente altos en muchas economías avanzadas.

En Estados Unidos se publicaron datos negativos que mostraron cierta desaceleración en el ritmo de actividad económica, reflejados principalmente en el mercado laboral<sup>7</sup> y en el crecimiento económico<sup>8</sup>, que en conjunto deterioraron la confianza de los consumidores.

<sup>6</sup>La estimación anterior fue publicada en septiembre de 2011.

<sup>7</sup>En el trimestre la tasa de desempleo se mantuvo estable en 8,2%. Sin embargo, la creación de empleos no agrícolas presentó un descenso pronunciado al pasar de 120 mil en marzo a 80 mil en junio. Los datos observados durante el trimestre fueron significativamente inferiores a los esperados por el mercado.

<sup>8</sup>El dato revisado de crecimiento del 1T12 fue de 1,9%, siendo inferior al dato preliminar de 2,2% publicado en abril y al dato esperado por el mercado (2,0%)

res al finalizar el trimestre<sup>9</sup>. Por su parte, la Reserva Federal (FED) anunció que renovaría hasta finales de este año el programa que extiende la madurez promedio de sus tenencias de títulos (Operación Twist)<sup>10</sup>. Inicialmente (en septiembre de 2011) se había anunciado que este programa tendría un monto de USD400 billones y que terminaría a finales de junio de 2012. De continuar con este ritmo, se calcula que el monto de la operación será de USD267 billones. Asimismo, redujo sus proyecciones de crecimiento para el 2012 al estimar que éste se ubicaría entre 1,9% y 2,4% (previo: 2,4% a 2,9%), y las elevó para el desempleo de un rango entre 7,8% y 8% a un rango entre 8% y 8,2%<sup>11</sup>. Finalmente, señaló que la economía continuará expandiéndose a un ritmo moderado en los próximos trimestres, para luego comenzar un repunte gradual.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región<sup>12</sup>, la situación fiscal de España, la inestabilidad política en Grecia y los recortes en las calificaciones de deuda soberana de algunos países y de varios bancos europeos<sup>13</sup>. En este contexto el Banco Central Europeo revisó a la baja sus previsiones de crecimiento de la Zona Euro para 2013 de un rango entre 0% y 2,2% a uno entre 0% y 2%<sup>14</sup>.

<sup>9</sup>El índice de confianza del consumidor de la Conference Board pasó de 69,5 puntos, en marzo, a 62 en junio. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan pasó de 76,2, en marzo, a 73,2 puntos, en junio.

<sup>10</sup>La operación Twist consiste en la venta de títulos del Tesoro con vencimiento menor a 3 años y la compra de un monto equivalente de títulos del Tesoro de largo plazo (con vencimientos entre 6 y 30 años).

<sup>11</sup>Las proyecciones anteriores las había realizado en el mes de abril.

<sup>12</sup>En el 1T12 el PIB de la Zona Euro se mantuvo estable (esp: -0,2%, ant: 0,3%). El PIB de Alemania se expandió 0,5% (esp: 0,1%, ant: -0,2%) mientras que el de Francia no presentó variación (esp: 0%, ant: 0,2%). Italia (-0,8%), República Checa (-1%), Chipre (-0,3%), Portugal (-0,1%) y los Países Bajos (-0,2%) registraron contracciones en sus economías por tercer trimestre consecutivo.

<sup>13</sup>Moody's redujo la calificación de deuda soberana de España de A3 a Baa3 y de Chipre de Ba1 a Ba3. Fitch redujo la calificación de Grecia de BB- a CCC y de España de A a BBB. Finalmente, Standard and Poor's redujo la calificación de deuda de España de A a BBB+ y elevó la de Grecia de Default Selectivo a CCC.

<sup>14</sup>El anterior pronóstico se realizó en marzo de 2012.

De igual forma, la situación fiscal de España y Chipre agudizó la incertidumbre en los mercados financieros. En el trimestre se conoció que en el año 2011 el déficit del gobierno español como porcentaje del PIB se ubicó en 8,5% y la deuda como porcentaje del PIB alcanzó el 68,5%. Frente a este panorama España solicitó formalmente a la Unión Europea la asistencia financiera para la recapitalización del sector bancario, ante la cual se le aprobó un préstamo por hasta EUR100 billones. La ayuda estará a cargo del EFSF / ESM y fue estimada a partir del diagnóstico realizado por evaluadores y auditores externos. De la misma manera, el Gobierno de Chipre solicitó ayuda financiera del EFSF para recapitalizar algunos de sus bancos, sin embargo, el Eurogrupo señaló que la ayuda estaría condicionada al cumplimiento de un programa de ajuste que será negociado entre la Comisión Europea, el BCE, las autoridades de Chipre y el FMI<sup>15</sup>. De otro lado, la inestabilidad política en Grecia que se presentó ante fracaso de los partidos políticos para formar un Gobierno de coalición en el mes de mayo, generó expectativas de incumplimiento de las medidas de austeridad, así como de una posible cancelación de los acuerdos para el desembolso de los préstamos y, por ende una posible salida de la Zona Euro. Sin embargo, en la segunda ronda de elecciones llevadas a cabo en Grecia el pasado 17 de junio, el partido conservador Nueva Democracia obtuvo la mayoría de votos. Este resultado generó tranquilidad en los mercados debido a que este partido se comprometió a seguir con las reformas necesarias para cumplir con las medidas de austeridad exigidas por la Unión Europea.

Por otro lado, en Japón, debido a los altos y crecientes niveles de deuda pública, Fitch redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo en moneda local y extranjera a A+ desde AA- y AA, respectivamente. No obstante, el dato del crecimiento del país en 1T12 fue recibido con optimismo al ubicarse en 4,1% (tasa anualizada), dato superior a las expectativas del mer-

<sup>15</sup>El programa será basado en: i) medidas para asegurar la estabilidad del sector financiero, ii) acciones para la consolidación fiscal, iii) reformas estructurales para contribuir a la competitividad y un crecimiento balanceado, y sostenible.

cado<sup>16</sup>.

En cuanto a las economías emergentes, la desaceleración en China generó preocupación a lo largo del trimestre. Se conoció que en el 1T12 el PIB de China aumentó 8,1 % con respecto al mismo periodo del año anterior, presentando el menor ritmo de crecimiento desde junio de 2009 (esp: 8,7 %, ant: 9,1 %). Para hacer frente a esta desaceleración, el Banco Central de ese país redujo por primera vez desde diciembre de 2008 su tasa de interés de referencia de los depósitos y préstamos a un año<sup>17</sup> en 25 puntos básicos. De igual manera, disminuyó el requerimiento de reservas de los bancos en 50 puntos básicos, ubicándolo en 20 % para bancos grandes y en 18 % para bancos pequeños. De otro lado, en India se publicó el dato de crecimiento del 1T12, que se ubicó en 5,3 %, por debajo del esperado (6,1 %), alcanzando el registro más bajo en nueve años.

En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento mostraron resultados mixtos. En el 1T12, el PIB de Brasil (0,75 % anual) presentó un crecimiento inferior al esperado por el mercado<sup>18</sup>, mientras que el de México superó las expectativas con un registro de 4,6 % anual<sup>19</sup>. Por su parte, el crecimiento del PIB de Colombia (4,7 %) y Chile (5,6 %) estuvo en línea con los datos esperados por el mercado.

Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0 % y 0,25 % - Gráfico 3), el Banco Central Europeo (1 % - Gráfico 4) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5 %- Gráfico 5) y Japón (entre 0 % y 0,1 % - Gráfico 6) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Asimismo, el Banco Central de Japón aumentó el monto del programa de compra de activos en JPY5 trillones a JPY70 trillones como medida de estímulo económico.

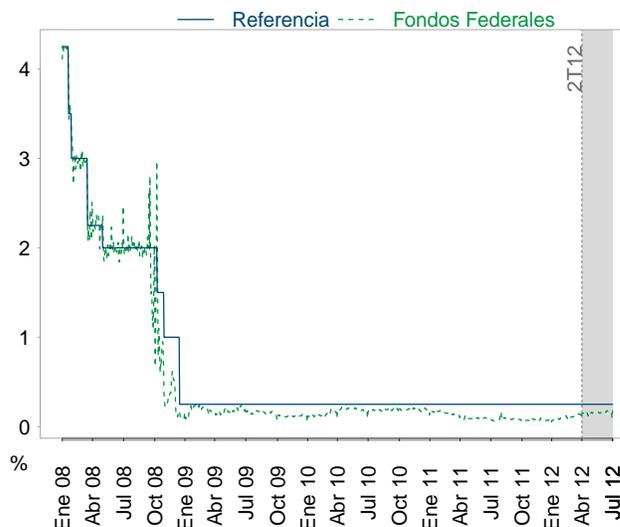
<sup>16</sup>Para el 1T12 el mercado esperaba un crecimiento anual de 3,5 %

<sup>17</sup>La nueva tasa de interés de los depósitos será a 3,25 %, mientras que la de los préstamos será de 6,31 %.

<sup>18</sup>El mercado esperaba un crecimiento del PIB para 1T12 de 1,3 % anual

<sup>19</sup>El mercado esperaba un crecimiento del PIB para 1T12 de 4,5 % anual

Gráfico 3: Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U



Fuente: Bloomberg.

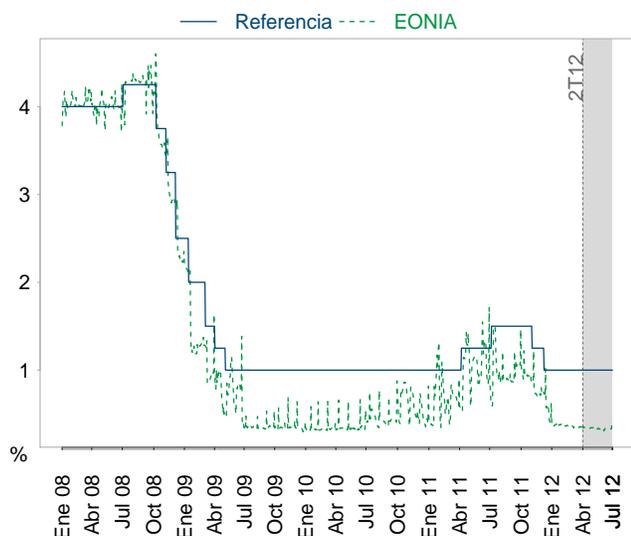
Además, cabe señalar que el BCE anunció que continuará realizando sus operaciones de refinanciación<sup>20</sup> a tasa fija y con asignación plena por lo menos hasta el 15 de enero de 2013<sup>21</sup>. De igual forma, amplió su lista de colaterales permitidos con el fin de mejorar el acceso del sector bancario a las operaciones de la Zona Euro y así apoyar la provisión de crédito a los hogares y a las empresas no financieras. Finalmente, el Gobernador del Banco de Inglaterra anunció que se daría inicio a las operaciones del Extended Collateral Term Repo (ECTR) Facility que tiene como fin otorgar mayor liquidez a partir de una gama más amplia de colaterales.

Como se puede observar en la Cuadro 1 la mayoría de los países analizados disminuyeron sus tasas de referencia ante la incertidumbre sobre el contexto internacional.

<sup>20</sup>Main Refinancing Operations (MROs).

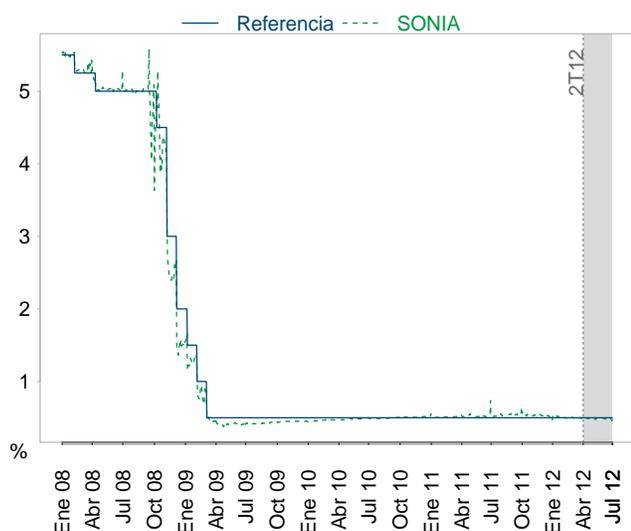
<sup>21</sup>Inicialmente, la fecha límite era el 10 de julio de 2012

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



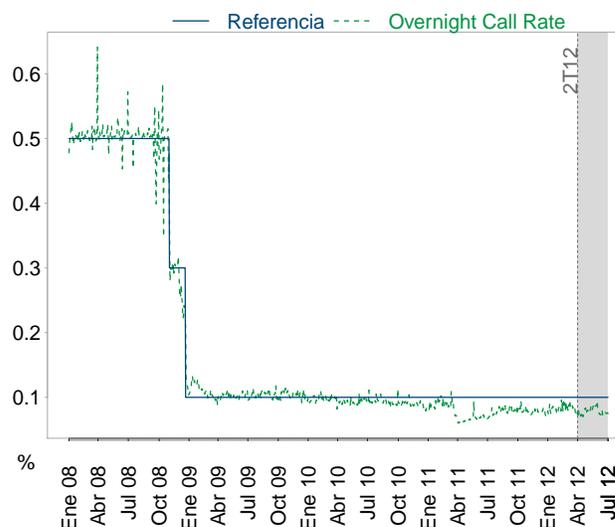
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1: Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo

	Abr de 2012	Jun de 2012	Variación (p.b)
Brasil	9,75 %	8,50 %	-125
Australia	4,25 %	3,50 %	-75
India	8,50 %	8,00 %	-50
Israel	2,50 %	2,25 %	-25
República Checa	0,75 %	0,50 %	-25
Dinamarca	0,70 %	0,45 %	-25
Polonia	4,50 %	4,75 %	25
Serbia	9,50 %	10,00 %	50
Islandia	5,00 %	5,75 %	75

Fuente: Seleccionados de la muestra de países a los que hace seguimiento el Central Bank

Watch de Bloomberg.

comportamiento se presentó dado el deterioro en tres de los cuatro indicadores de confianza y a que los márgenes entre tasas activas y TES aumentaron para todos los plazos.

Como se ve en el Gráfico 7, respecto a los índices de confianza que publica Fedesarrollo<sup>22</sup> la confianza de

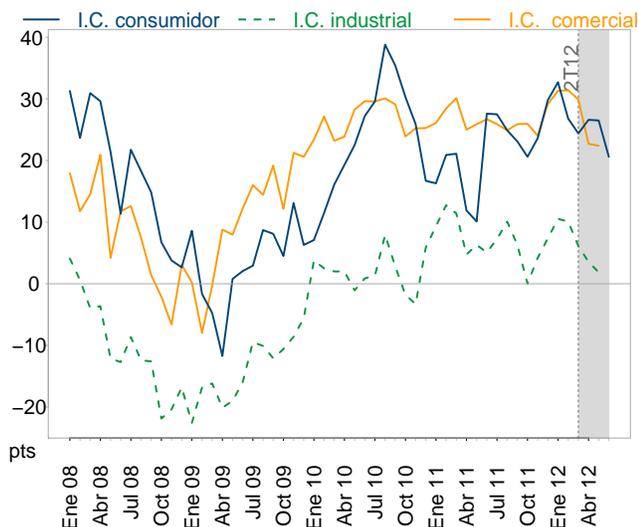
<sup>22</sup>Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el periodo analizado, la percepción de riesgo a nivel local aumentó respecto al trimestre anterior. Este

los agentes de la economía disminuyó.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

En primer lugar, los índices de confianza comercial e industrial del mes de mayo cayeron 7,5 pps y 4,28 pps respecto a marzo de 2012. Del mismo modo, respecto al promedio de abril y mayo de 2011 se ubicaron por debajo de su promedio para los mismos meses del presente año (-2.89 pps y -2.81 pps, respectivamente). Estos resultados estuvieron en línea con el deterioro de la producción industrial y las ventas al por menor del mes de abril que ha llevado a los agentes a disminuir su expectativas de crecimiento<sup>23</sup>.

El comportamiento del índice de confianza comercial en abril y mayo se explica principalmente por el deterioro de sus tres componentes: i) situación actual de las empresas, ii) el nivel de existencias y iii) expectativas del comportamiento de las empresas durante los siguientes seis meses. Cabe destacar que en el mes de

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.

<sup>23</sup>En el mes de junio el DANE reportó que la producción industrial cayó 1,6% mientras el mercado esperaba un incremento de 1% y que las ventas al por menor cayeron 2,8% mientras el mercado esperaba un crecimiento de 4,1%.

mayo mejoró levemente la perspectiva respecto a la situación actual de las empresas.

Del mismo modo, la dinámica del índice de confianza de los industriales se explica debido a que durante el trimestre se presentó un retroceso en abril y mayo de sus tres componentes: i) volumen actual de pedidos, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de producción para los siguientes tres meses.

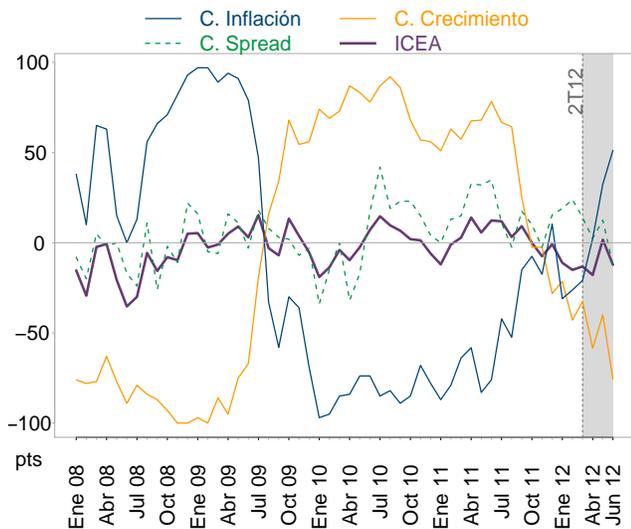
En segundo lugar, el índice de confianza de los consumidores del mes de junio cayó 3,4 pps respecto al mes de marzo de 2012. Sin embargo, cabe destacar que respecto al segundo trimestre de 2011 se ubicó 8 pps por encima y aún se encuentra en niveles altos respecto a su promedio histórico<sup>24</sup>. Adicionalmente, cabe destacar que el comportamiento de abril y mayo fue positivo debido a la mejora en los componentes de expectativas y condiciones actuales a pesar de que dicho comportamiento fue contrarrestado por la caída en junio de estos dos componentes, principalmente el componente de expectativas a un año vista.

Por otra parte, se analizó el índice de confianza de la economía ICEA que publica Fedesarrollo. El índice reflejó un deterioro importante de las expectativas de crecimiento económico en línea con un comportamiento positivo en las expectativas de los agentes respecto a la inflación. Por su parte, la expectativas respecto al spread de deuda soberana empeoraron aunque en menor magnitud respecto a las expectativas de crecimiento. En el agregado<sup>25</sup>, el ICEA de junio aumentó 0,96 pps respecto a marzo y el promedio de 2T12 creció 3,6 pps respecto al promedio del trimestre anterior (Gráfico 8). Cabe resaltar que el ICEA se ubicó 20,14 pps por debajo del 2T11 y que actualmente el índice se encuentra 6,26 pps por debajo de su promedio de los últimos cinco años.

<sup>24</sup>El índice se encuentra 4,95 pps por encima de su media de los últimos cinco años.

<sup>25</sup>El ICEA se calcula como un promedio de los siguientes componentes: i) expectativas de crecimiento económico, ii) expectativas de inflación y iii) expectativas de spread de deuda soberana, que a su vez se miden como la diferencia entre los agentes que esperan que cada componente aumente menos los que esperan que disminuya.

Gráfico 8: Índice de Confianza de la Economía (ICEA)

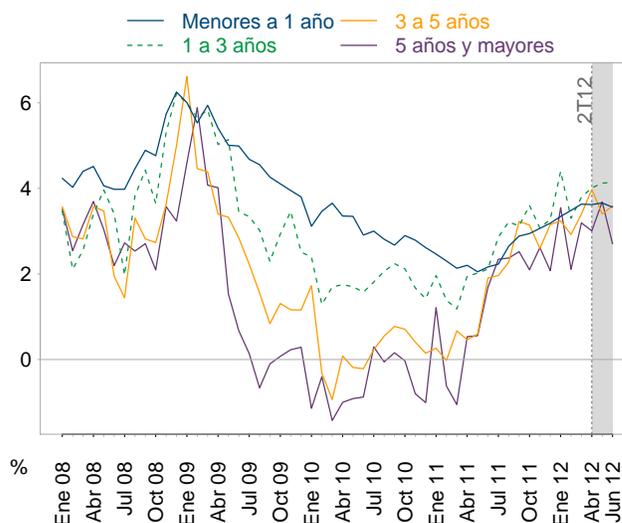


Fuente: Fedesarrollo.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registraron un incremento para todos los plazos. El promedio del spread entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 2T12 respecto al promedio de 1T12 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: +12 p.b., entre 1 y 3 años: +25 p.b., entre 3 y 5 años: +46 p.b. y a más de 5 años: -18 p.b. (Gráfico 9). Este comportamiento puede estar asociado principalmente a la valorización presentada en los TES (ver sección Mercado de Deuda Pública Interna).

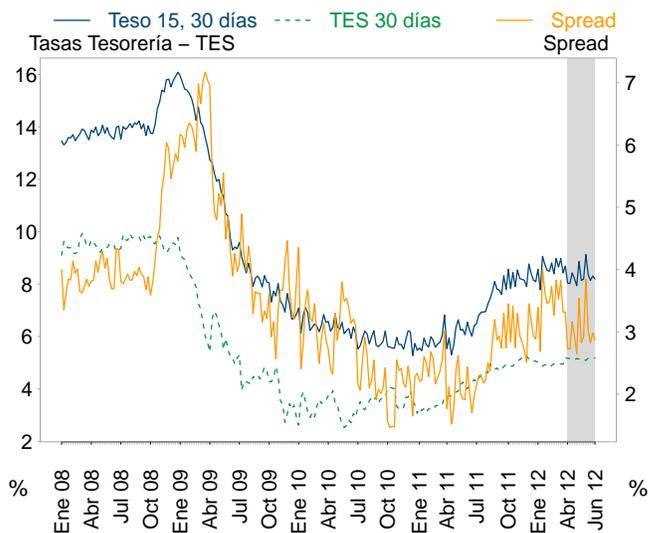
Finalmente, el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días disminuyó 0,45 p.b., lo que se explica por una caída de la tasa de tesorería en 0,49 p.b. frente a un incremento en la tasa de los títulos TES a 30 días de 0,013 p.b. (Gráfico 10). Estos movimientos pueden estar asociados a una menor percepción de riesgo respecto a los créditos de tesorería.

Gráfico 9: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado Cambiario

En 2T12 el dólar estadounidense se fortaleció frente a las monedas de los países desarrollados, lo que se

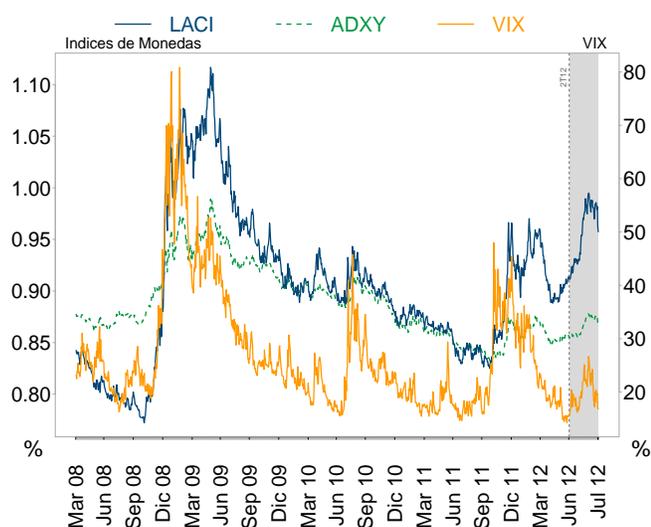
refleja en el aumento registrado en el índice USTW de 2,4%. Las monedas que presentaron mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el rublo ruso, el real brasilero, la rupia india, la corona checa y el zloty polaco con 10.5%, 10%, 9.4%, 8.4% y 7,6%, respectivamente (Cuadro 2). Adicionalmente, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY) y Latinoamérica (LACI) reflejaron depreciación de las monedas de 1,4% y 5,3%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2011	2T12	País	2011	2T12
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	2.55%	5.34%	Korea	1.55%	1.09%
Gran Bretaña	-0.75%	1.92%	India	18.01%	9.36%
Australia	-0.36%	1.06%	Hong Kong	-0.19%	-0.11%
Nueva Zelanda	-0.85%	2.17%	China	-4.72%	0.88%
Canadá	2.13%	1.79%	Malasia	2.68%	3.67%
Dinamarca	2.22%	5.25%	Tailandia	4.66%	2.38%
Suiza	0.30%	5.10%	Indonesia	0.82%	3.14%
Japón	-5.67%	-3.72%	ADXY	0.77%	1.44%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	1.53%	-0.42%	Islandia	6.03%	-1.24%
Brasil	12.25%	10.00%	Rusia	5.07%	10.49%
México	12.37%	4.29%	Polonia	15.59%	7.58%
Argentina	8.17%	3.36%	Rep. Checa	4.35%	8.41%
Perú	-3.92%	-0.10%	Israel	7.62%	5.42%
Chile	11.03%	2.61%	Sur África	21.88%	6.40%
LACI	10.12%	5.25%	USTW*	-0.21%	2.38%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11: VIX V.S Índices de Monedas

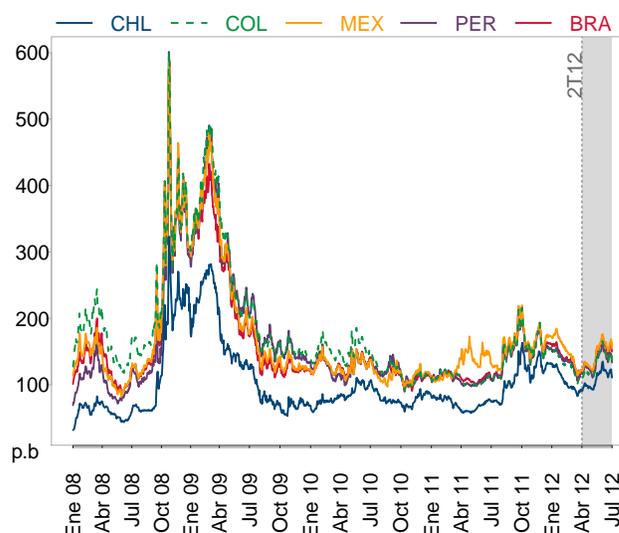


Fuente: Bloomberg.

En el trimestre analizado las monedas de los países

emergentes en general se depreciaron, principalmente en mayo, cuando la percepción de riesgo a nivel internacional aumentó de 16,6% a 24,06%. Adicionalmente, vale la pena resaltar que en general en el trimestre los precios de los productos básicos disminuyeron (en el Cuadro 3 se presentan las principales variaciones) y que los CDS de las economías de la región aumentaron<sup>26</sup> (Gráfico 12).

Gráfico 12: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

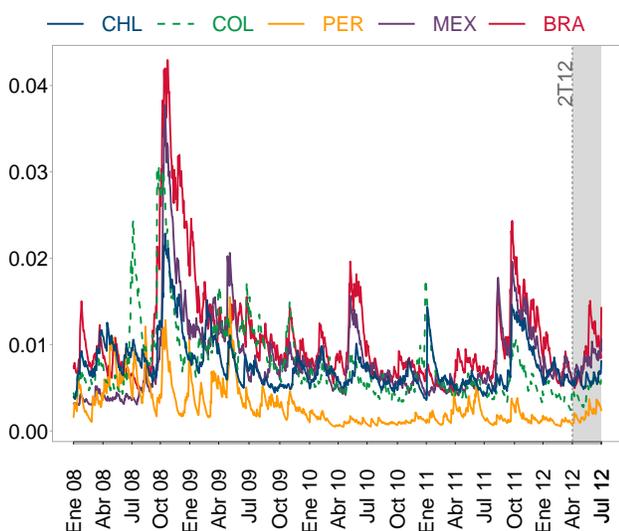
	30 Mar 2012	29 Jun 2012	Variación
Aceite de palma	1405	1110	-21.00%
Algodón	89.02	70.82	-20.44%
Pétroleo	103.02	84.96	-17.53%
Plata	32.2725	27.4813	-14.85%
Carbón	65.85	56.1	-14.81%
Aluminio	2098.5	1834.5	-12.58%
Café Arabigo	219.5	193.75	-11.73%
Cobre	8480	7604.5	-10.32%
Ganado	125.41	117	-6.71%
Niquel	17430	16475	-5.48%
<b>CRB INDEX</b>	<b>308.46</b>	<b>284.19</b>	<b>-7.87%</b>

Fuente: Bloomberg.

<sup>26</sup>Los CDS presentaron las siguientes variaciones entre el 30 de marzo y el 29 de junio de 2012: Colombia 30.6 pb, Brasil 28.9 pb, México 19.3pb, Perú 33.3pb y Chile 26.1pb

Respecto a la volatilidad de las monedas de la región, en el trimestre analizado se observó un aumento en la mayoría de países de la región y el real brasilero continuó siendo la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional el 57% de los días<sup>27</sup>, seguida por el peso mexicano (41%) y el peso chileno (2%) (Gráfico 13).

Gráfico 13: Volatilidad Condicional Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado Colombia y Perú realizaron compras netas de dólares, y Brasil y México ventas netas de dólares. La intervención de los Bancos Centrales de Colombia, Perú y México se realizó en el mercado spot, mientras que la del Banco Central de Brasil se hizo adicionalmente a través de swaps<sup>28</sup>.

Vale la pena resaltar que el 30 de abril la Junta Directiva del Banco de la República decidió extender el programa de compras diarias de dólares por montos mínimos de US\$20 millones, del 4 de agosto del 2012 hasta al menos el 2 de noviembre de 2012. Por su par-

<sup>27</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

<sup>28</sup>Bajo el contrato, el Banco Central acuerda recibir de los inversionistas la tasa interbancaria en reales a cambio de pagar una tasa fija en dólares.

te, el Gobierno anunció la compra de USD1000 millones como parte del pago de dividendos de Ecopetrol.

El Banco Central de Brasil intervino a finales de mayo y en junio en el mercado cambiario a través de swaps, con el objetivo de restablecer la liquidez en el mercado cambiario y llevar la volatilidad a niveles más razonables; adicionalmente, el 14 de junio el Gobierno de Brasil redujo de cinco a dos años el plazo máximo de las operaciones sobre las cuales aplica el impuesto a las operaciones de endeudamiento, flexibilizando así las medidas inicialmente establecidas para controlar la entrada de capitales.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
<b>2010</b>	3059	8967	0	41952	4466
<b>2011</b>	3719	3737	12000	58305	4614
<b>1T12</b>	840	5561	0	14625	0
Abr 12	380	2238	0	7286	0
May 12	420	-395	0	-4757	-258
Jun 12	379.9	0	0	-11410	-107
<b>2T12</b>	1180	1843	0	-8881	-365
RI Feb 12	32825	50385	39324	356330	147968
<b>2T12/RI</b>	3.6%	3.7%	0.0%	-2.5%	-0.2%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. \* Incluye operaciones a término. La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de Enero de 2011. \*\* Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México. No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$12.523,1 millones en lo corrido del año

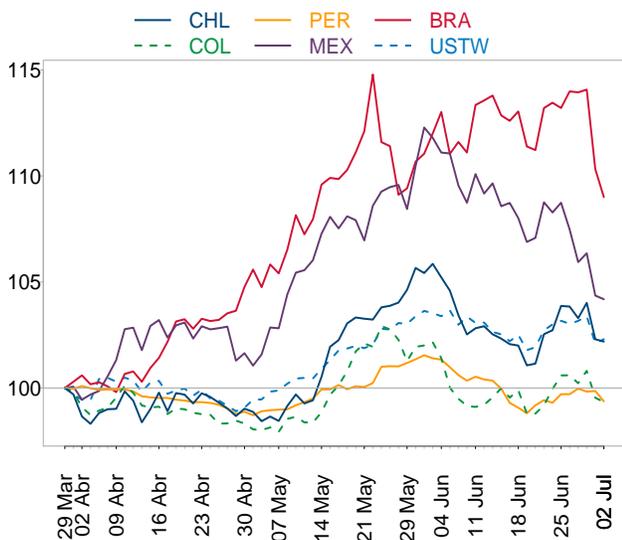
### 5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el segundo trimestre de 2012 el tipo de cambio pasó de \$1.792,1 a \$1.784,5 por dólar<sup>29</sup>. La apreciación del peso colombiano ascendió a 0,4%<sup>30</sup> en el trimestre y la del sol peruano a 0.1%. De otra parte, las monedas de México, Chile y Brasil se depreciaron en el trimestre 4,3%, 2,6% y 10%, respectivamente. (Gráfico 5 y Gráfico 14).

<sup>29</sup>Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET FX.

<sup>30</sup>Revaluación en abril de 1.6%, depreciación en mayo de 4% y apreciación en junio de 2.7%.

Gráfico 14: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 29 de marzo 2012

Cuadro 5: Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica

País	Dep	$\Delta$ CDS	$\Delta$ EMBI
México	4.3 %	19.3 %	8.2 %
Chile	2.6 %	26.1 %	12.8 %
Brasil	10.0 %	28.9 %	17.6 %
Colombia	-0.4 %	30.6 %	13.8 %
Perú	-0.1 %	33.3 %	10.1 %

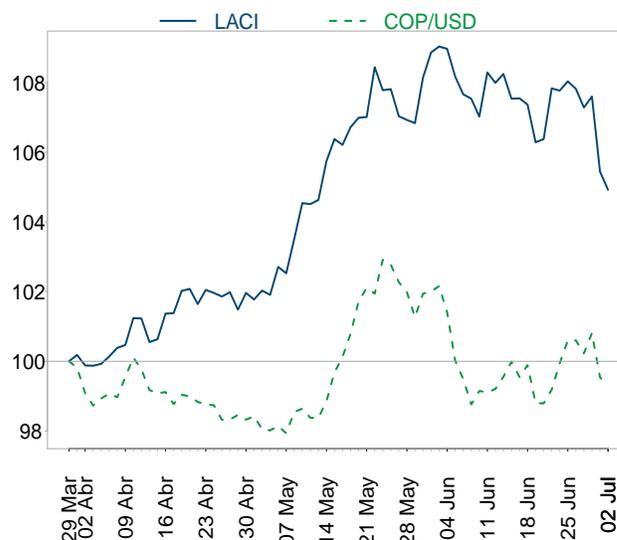
Fuente: Set FX y Bloomberg.

En el trimestre el comportamiento del peso estuvo explicado principalmente por la evolución de los factores de riesgo y la publicación de resultados macroeconómicos mixtos (Gráfico 15). Aunque en abril se presentaron noticias mixtas a nivel global <sup>31</sup> y el peso estuvo relativamente estable, en mayo el peso pre-

<sup>31</sup>Se conocieron resultados mixtos en Estados Unidos; una reducción de la proyección de crecimiento económico de China para 2012 (de 8 % a 7,5 %); un aumento del programa de compra de activos del Banco Central de Japón (en ¥5 trillones); un aumento de la capacidad de préstamo conjunto del Fondo de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Permanente de Estabilidad Financiera de la Unión Europea en EUR200 billones; y temores frente a la capacidad de España y Portugal para cumplir con su compromiso de reducir el déficit público.

sentó una depreciación que fue parcialmente revertida en el mes de junio.

Gráfico 15: COP/USD V.S LACI



Fuente: Bloomberg. Base 100: 29 de marzo 2012

La depreciación de mayo estuvo asociada a un aumento en la percepción de riesgo a nivel internacional por la incertidumbre sobre los resultados de las elecciones griegas y el posible incumplimiento de los compromisos de ese país, la situación fiscal de otros países europeos, la débil situación financiera del sistema financiero español y la publicación de otras noticias consideradas negativas en Estados Unidos, China y Europa. En junio el peso se apreció como consecuencia de la disminución de la percepción de riesgo internacional ante el resultado de las elecciones griegas (que permitieron formar un gobierno de coalición que reiteró su compromiso con las medidas de austeridad exigidas por la Unión Europea), la decisión de la Unión Europea de otorgar un préstamo a España para la recapitalización de las instituciones financieras (hasta por EUR100 billones) y el anuncio de estímulos monetarios por parte de distintos Bancos Centrales.

A nivel local se publicaron noticias positivas de creci-

miento económico<sup>32</sup>, se revisó al alza la proyección de crecimiento para 2012 de Colombia por parte del FMI (4.5% a 4.7%), se disminuyeron las proyecciones de déficit del Gobierno<sup>33</sup>, y se aumentó la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de estable a positiva por parte de la calificadora DBRS por la buena gestión macroeconómica y la capacidad del país para enfrentar choques adversos. De otra parte, se conocieron noticias mixtas de inflación<sup>34</sup>, empleo<sup>35</sup>, producción industrial<sup>36</sup> y ventas al por menor<sup>37</sup>.

Respecto a la balanza cambiaria<sup>38</sup>, las cifras muestran que en el segundo trimestre de 2012 se presentaron ingresos netos de divisas por la cuenta de capital por US\$2983 millones y egresos netos de divisas por la cuenta corriente por US\$1841 millones. Los reintegros netos de capital privado<sup>39</sup> fueron inferiores en

<sup>32</sup>El dato del 1T12 de 4,7%, en línea con las expectativas del mercado pero superior al pronosticado por el Ministro de Hacienda el 14 de junio de 2012.

<sup>33</sup>Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo el Ministerio de Hacienda pronostica que en 2012 el déficit del Gobierno Nacional Central se ubique en 2.4% (estimación de febrero: 2.8%) y el del Sector Público Consolidado en 1.2% (estimación de febrero: 1.8%)

<sup>34</sup>La variación del IPC en marzo y abril fue inferior a la esperada por el mercado: 0,12% vs. 0,34% y 0,14% vs. 0,17%, respectivamente; mientras que la de mayo fue superior a la esperada: 0,3% vs. 0,2%

<sup>35</sup>El desempleo nacional disminuyó en marzo, abril y mayo de 2012 frente al observado en el mismo mes de 2011 (marzo: 10,4% vs. 10,9%, abril: 10,9% vs. 11,2% y mayo: 10,7% vs. 11,2%); mientras que el desempleo urbano de abril y mayo se ubicó por encima del esperado por el mercado (marzo 2012: 11%, esp.: 11,4%, marzo 2011: 12,2%) (abril 2012: 11,4%, esp.: 10,8%, abril 2011: 11,8%) (mayo 2012: 11,9%, esp.: 11%, mayo 2011: 11%)

<sup>36</sup>El dato de producción industrial (respecto al mismo mes del año anterior) de febrero fue superior al esperado por el mercado (4,5% vs. 4,3%), mientras que los de marzo y abril fueron inferiores a los esperados (marzo: -0,7% vs. 2,5% y abril: -1,7% vs. 1%).

<sup>37</sup>Las cifras de febrero (respecto al mismo periodo del año anterior) fueron superiores a las esperadas por el mercado (9,4% vs. 6,4%), mientras que las de marzo y abril fueron inferiores a las esperadas (marzo: 5,3% vs. 6,5% y abril: -2,8% vs. 4,1%).

<sup>38</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: [http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see\\_s\\_externo.htm](http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm).

<sup>39</sup>Los reintegros de capital privado incluyen los movimientos

US\$2437 millones a los observados en el mismo periodo del año anterior y la principal fuente de divisas, al igual que en trimestres anteriores, fue la inversión directa neta en Colombia<sup>40</sup>, que presentó reintegros por US\$5.088 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$4004 millones).

De otra parte, en el segundo trimestre de 2012 la inversión de portafolio neta<sup>41</sup> presentó reintegros por US\$39 millones y el préstamo neto por US\$423 millones, frente a egresos por US\$417 millones y reintegros por US\$728 millones, respectivamente, en el mismo periodo del año anterior. Por otra parte, el rubro de operaciones especiales del sector privado<sup>42</sup> registró salidas por US\$5.320 millones.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)<sup>43</sup> de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) aumentó US\$1607 millones y se ubicó al cierre del trimestre en US\$2669 millones (*Gráfico 16*). El promedio diario de la PPC fue de US\$2124 millones, superior al observado en el primer trimestre de 2012 (US\$932 millones) y en 2011 (US\$740 millones); y su comportamiento reflejó el aumento de las obligaciones netas a futuro (ONF)<sup>44</sup> de los IMC que aumentaron en el trimestre US\$1832 mi-

de divisas hacia/desde cuentas en el exterior, en las cuales se han observado flujos importantes relacionados con comercio exterior, pago de utilidades y otros flujos, que hacen parte de la cuenta corriente.

<sup>40</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa colombiana en el exterior

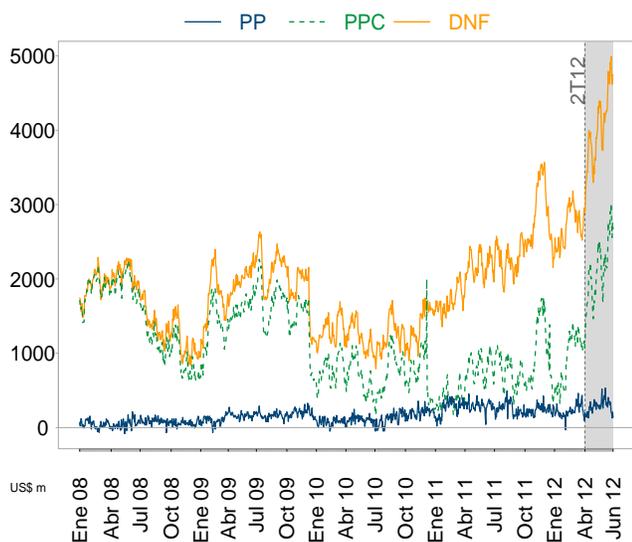
<sup>41</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

<sup>42</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado cambiario local y movimientos de divisas por operaciones de derivados

<sup>43</sup>La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en m/l.

<sup>44</sup>Se calcula como la diferencia entre las obligaciones y los derechos a futuro, los cuales incluyen forwards, swaps, futuros, operaciones carrusel y operaciones a plazo con cumplimiento efectivo.

Gráfico 16: Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro



Fuente: Banco de la República.

llones.

En cuanto a los futuros de TRM<sup>45</sup>, durante el segundo trimestre de 2012 se negociaron un total de 80.810 contratos, volumen mayor al negociado durante el 1T12 (70.555 contratos), por un monto total de US\$4.009 millones. Al 29 de junio de 2012 la posición abierta ascendía a 4.768 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en julio de 2012. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>46</sup>, se negociaron un total de 58.621 contratos, volumen significativamente mayor al negociado en el trimestre anterior (20.561 contratos) por un total de US\$293 millones (Gráfico 17). La posición abierta de mini futuros al 29 de junio ascendía a 6.368 contratos.

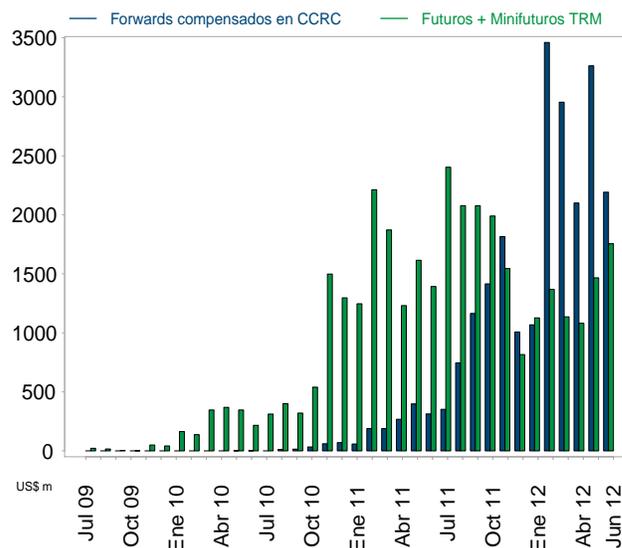
Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) se mantuvieron relativamente estables frente al trimestre anterior y pasaron de US\$7.482 millones en el 1T12 a US\$7.553 millones

<sup>45</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

<sup>46</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

en el 2T12 (Gráfico 17).

Gráfico 17: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el segundo trimestre de 2012, los bancos centrales de la región mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria<sup>47</sup> con excepción del banco central de Brasil, que anunció dos recortes.

Las autoridades monetarias que mantuvieron sus tasas inalteradas, mencionaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones, la incertidumbre en torno a la deuda soberana de Europa, los riesgos de una moderación en el crecimiento económico mun-

<sup>47</sup>México no ha modificado su tasa de referencia desde mediados de 2009.

dial, la disminución de los precios de las materias primas, y los signos de desaceleración en algunas economías emergentes.

Por su parte, el banco central de Brasil anunció dos recortes en las reuniones de abril y mayo de 75 p.b. y 50 p.b., respectivamente, dejando la tasa de política monetaria en el nivel más bajo de su historia, 8,50%, en línea con lo esperado por los analistas<sup>48</sup>. La entidad mencionó en sus comunicados, que permanecían limitados los riesgos para la trayectoria de la inflación y que dada la fragilidad de la economía global, la contribución del sector externo había sido deflacionaria. Vale la pena destacar que, con el objetivo de establecer las condiciones al Banco Central para seguir reduciendo la tasa Selic, a principios de mayo, cuando la tasa aún se encontraba en 9,0%, el Gobierno brasileño había anunciado que cuando la tasa de política monetaria (Selic) se encontrara en 8,5% o por debajo, los nuevos depósitos recibidos en las cuentas de ahorro tendrían una remuneración de 70% de la tasa Selic más la Tasa de Referencia<sup>49</sup>.

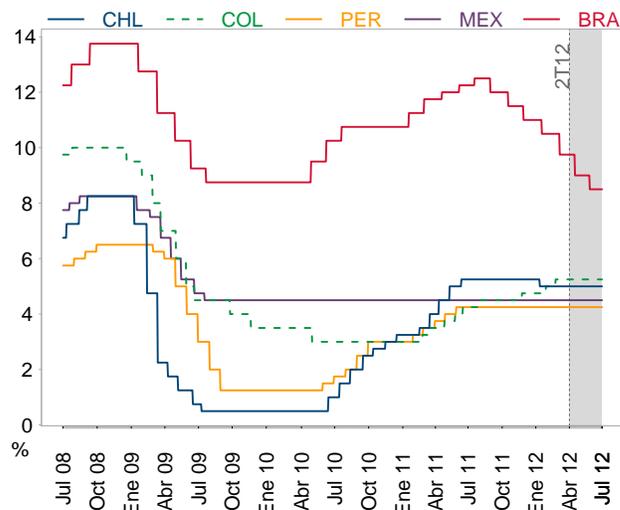
En cuanto al BR, éste mantuvo la tasa de referencia inalterada en 5,25%. En los comunicados que acompañaron estas decisiones, el BR mencionó, entre otras cosas, la disminución del crecimiento mundial y sus efectos en la economía colombiana, reflejados en la menor demanda y los menores precios de las exportaciones. En el comunicado del mes de junio, señaló que el crecimiento en el primer semestre había sido inferior al esperado (Gráfico 18 y Cuadro 6).

Respecto a la inflación, en junio los datos anuales de Perú y México se ubicaron por fuera de los rangos establecidos como meta para el año 2012. En el caso de Perú, el dato superó el límite máximo (3%) en 100 p.b. y en el caso de México superó el límite (4%) en 34 p.b.. Los demás países registraron inflaciones den-

<sup>48</sup>En junio el banco central de Brasil no llevó a cabo ninguna reunión.

<sup>49</sup>Tasa promedio de los Certificados de Depósitos Bancarios (CDB) de las 30 instituciones financieras más grandes de Brasil. Para los depósitos recibidos antes del 3 de mayo, la tasa de remuneración continuaría en 6,17% más la Tasa de Referencia, independientemente del nivel de la tasa Selic.

Gráfico 18: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 6: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM

País	Variación 2T12*	Variación 2012*	T.R Jun-12
Colombia	0	+50	5.25%
Chile	0	-25	5.00%
Perú	0	0	4.25%
Brasil	-125	-250	8.50%
México	0	0	4.50%

Fuente: Bloomberg. \* Puntos básicos.

tro del rango meta (Gráfico 19 y Cuadro 7).

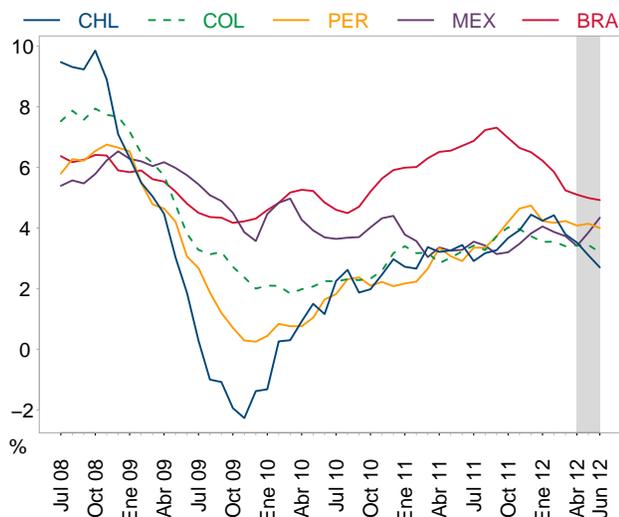
Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012

País	Anual Junio 2012	Rango meta 2012
Colombia	3.20%	2.0% - 4.0%
Brasil	4.92%	2.5% - 6.5%
Chile	2.70%	2.0% - 4.0%
México	4.34%	2.0% - 4.0%
Perú	4.00%	1.0% - 3.0%

Fuente: Bloomberg.

La tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) oscilaron casi todo el período de análisis en niveles superiores al de la tasa de referencia, con una diferencia

Gráfico 19: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

con respecto a ésta no superior a los 7 p.b.. Por su parte, la tasa de corte de la subasta de expansión del BR estuvo por encima de la tasa de referencia en tres (3) ocasiones: el 20 de abril, el 4 de junio y el 14 de junio<sup>50</sup>(Gráfico 20).

Los saldos de expansión del BR aumentaron significativamente, y los saldos de depósito de contracción permanecieron relativamente estables, de tal manera que los saldos netos de expansión presentaron incrementos y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero aumentó, terminando el trimestre en cerca de \$13.749 mm, nivel superior al registrado a finales de marzo de 2012 de \$294 mm, y al observado a finales de junio de 2011 cuando se ubicó en \$6.707 mm (Gráfico 21).

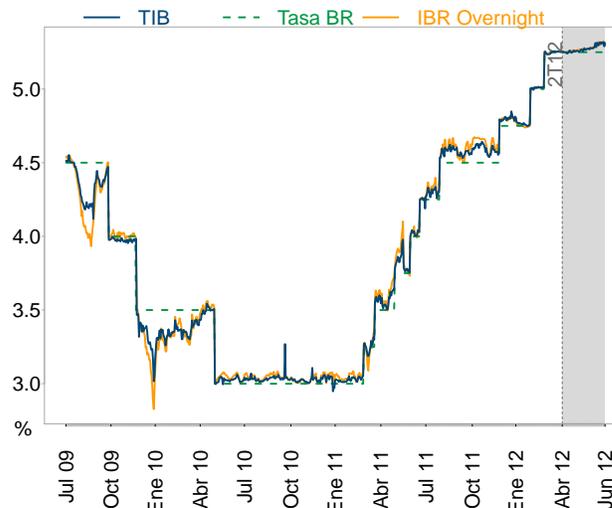
La DGCPTN aumentó su saldo en el BR<sup>51</sup>(Gráfico 22). El incremento de este saldo está explicado principalmente por el recaudo de impuestos<sup>52</sup>.

<sup>50</sup>En estas fechas las tasas de corte fueron 5,30%, 5,39% y 5,30%, respectivamente.

<sup>51</sup>El saldo de la DGCPTN en el BR pasó de \$10.272 mm el 30 de marzo a \$23.124 mm el 29 de junio de 2012.

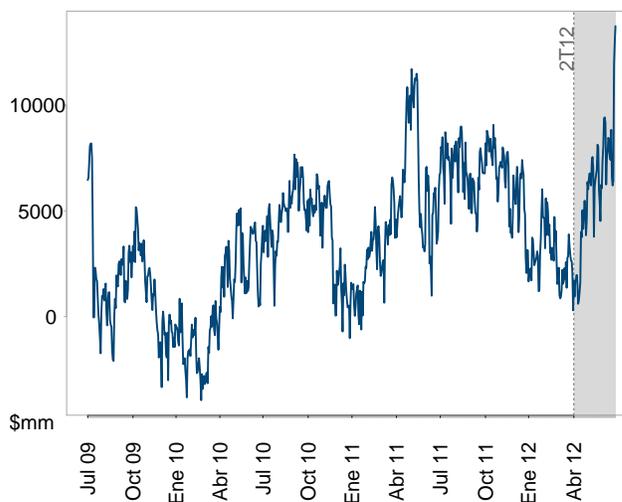
<sup>52</sup>Segunda y tercera cuota del impuesto a la renta de grandes contribuyentes, primera y segunda cuota del impuesto a la renta

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

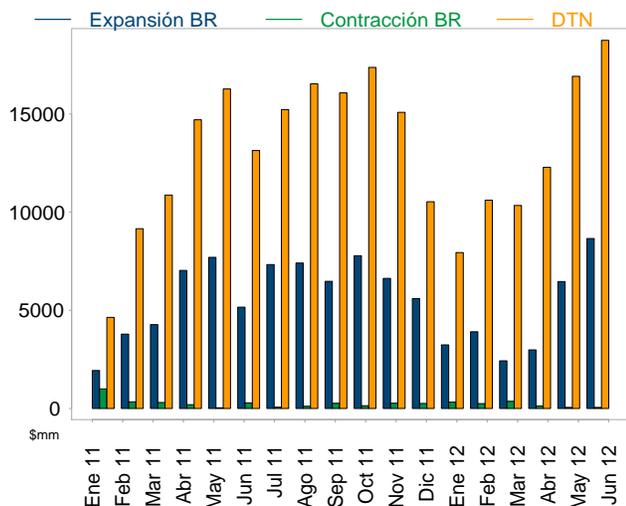


Fuente: Banco de la República.

A diferencia de los trimestres anteriores en los que habían presentado incrementos, en el 2T12 las tasas del mercado monetario disminuyeron levemente. El

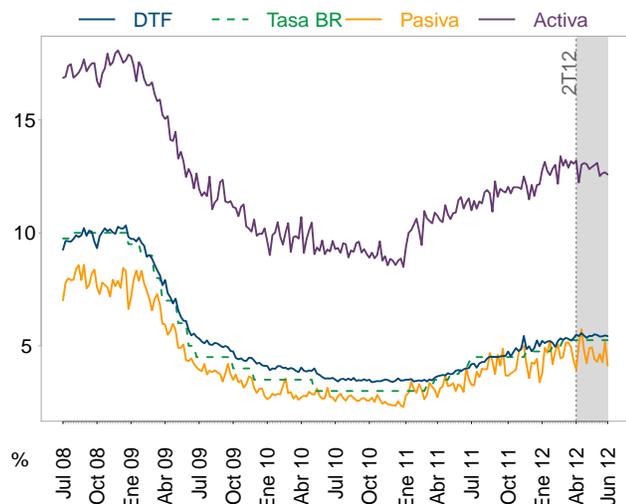
de personas jurídicas, y tercera cuota del impuesto al patrimonio.

Gráfico 22: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 23: Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2011)

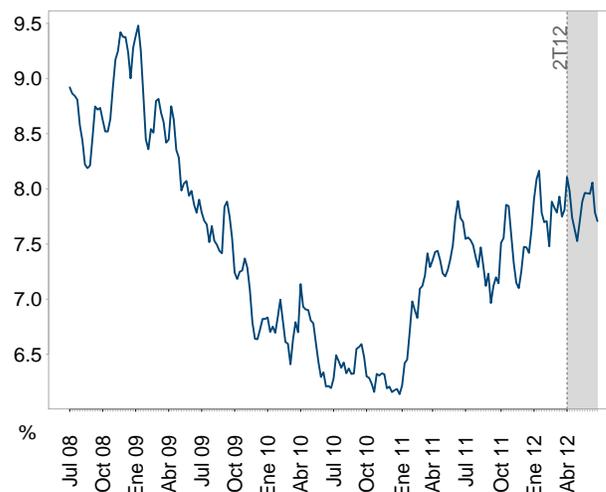


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

promedio de la tasa activa<sup>53</sup> disminuyó 9 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financie-

<sup>53</sup>Se entiende tasa activa como el 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.

Gráfico 24: Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República. El margen de intermediación se calcula así:  $MI = \frac{1 + i_{activa}}{1 + i_{pasiva}} - 1$

ro disminuyó 5 p.b. (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,85 % a 7,82 %<sup>54</sup> (Gráfico 24).

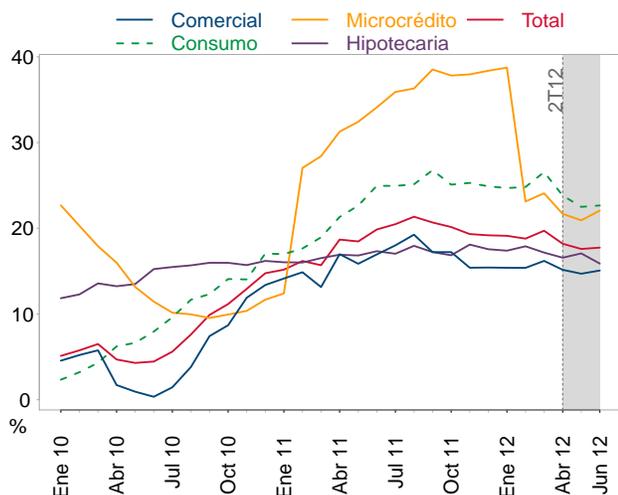
Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo más moderado con respecto al del trimestre anterior. Con datos disponibles a junio de 2012, los montos promedio de las carteras de consumo, microcrédito y comercial aumentaron 23 %, 22 % y 15 %, respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 17 %<sup>55</sup> (Gráfico 25). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del

<sup>54</sup>Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. El promedio del 1T12 se calculó con datos semanales entre el 6 de enero y el 30 de marzo de 2012, y el promedio del 2T12 se calculó con datos semanales entre el 6 de abril y el 29 de junio de 2012.

<sup>55</sup>Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

BR (DEFI)<sup>56</sup>, en el segundo trimestre los intermediarios financieros continuaron percibiendo una desaceleración en la demanda de crédito en todas las modalidades. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios seguirían teniendo preferencia por la opción de otorgar créditos de consumo, lo que es explicado por la búsqueda de mayores rentabilidades y para mantener el nicho de mercado. Es importante destacar que el porcentaje de entidades con esta preferencia disminuyó frente al registrado en la encuesta realizada en marzo de 2012.

Gráfico 25: Crecimiento Anual de Cartera



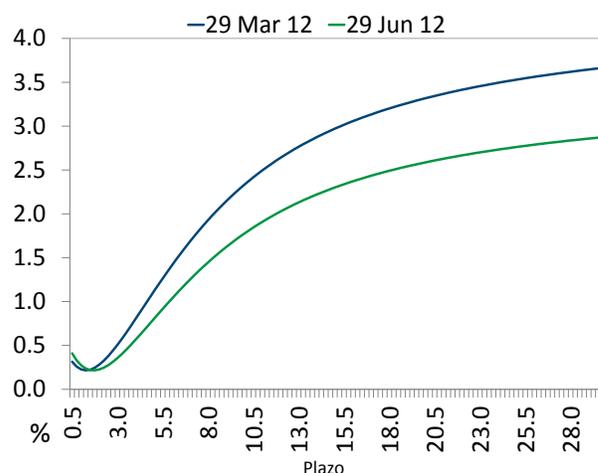
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: DODM. \*El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

## 6.2 Mercado de Deuda Pública

### 6.2.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región

En el segundo trimestre de 2012, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. de corto plazo aumentaron mientras que las de los plazos mediano y largo presentaron disminuciones (Gráfico 26).

Gráfico 26: Curva Cero Cupón EE.UU.

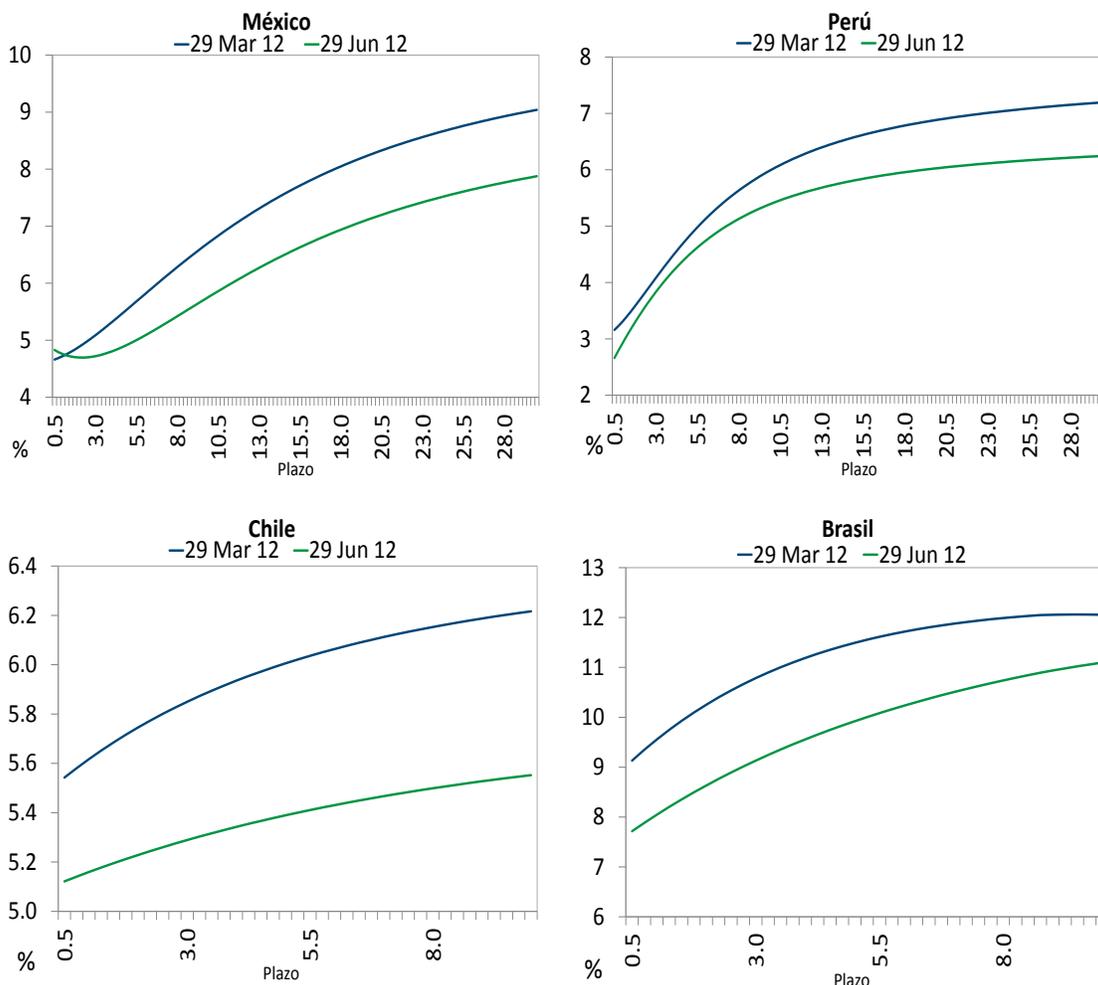


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

El comportamiento de los bonos de mediano y largo plazo se debe a que en abril y mayo el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional generó demanda de activos refugio. En junio, la percepción de riesgo disminuyó y las tasas de los bonos aumentaron, pero no alcanzaron a compensar las caídas de los dos meses anteriores. El aumento de las tasas de corto plazo y la disminución de las tasas de mediano y largo plazo, también puede estar relacionado con la ejecución de la operación Twist, que consiste en comprar bonos del Tesoro de largo plazo (superior a seis años), con recursos provenientes de la venta de bonos de corto plazo (inferior a tres años), con el fin de reducir las tasas de interés de largo plazo. Es importante mencionar que inicialmente (en septiembre de 2011) se había anunciado que este programa tendría un monto de US\$400 billones y terminaría a finales de junio de 2012, pero en la reunión que la Reserva Federal llevó a cabo en junio, tomó la decisión de extender dicha operación hasta finales de 2012.

<sup>56</sup> Realizada durante las dos primeras semanas de junio.

Gráfico 27: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Por su parte, durante el 2T12 los bonos de deuda pública interna de los países de la región, presentaron valorizaciones (Gráfico 27).

### 6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

#### A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de marzo de 2011 y el 29 de junio de 2012, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$148.666 mm a \$148.679 mm. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2012 es de \$27.500 mm, de los cuales se han colocado bonos por un valor nominal cercano a \$14.364 mm<sup>57</sup>.

<sup>57</sup>A junio 29 se habían colocado cerca de \$9.804 mm en subastas, cerca de \$1.372 mm en convenidas y \$3.212 mm en forzosas.

En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2012 es de \$7.500 mm, y el saldo vigente a finales del 2T12 era aproximadamente \$493 mm.

Es importante mencionar que el Ministerio de Hacienda propuso una nueva estrategia de colocación de TES, consistente en la creación de bonos de referencia a 5, 10 y 15 años en pesos a tasa fija, con vencimientos en años pares. En cuanto a los bonos denominados en UVR, las referencias serían a 5, 10 y 20 años, con vencimientos en años impares. La nueva estrategia permite controlar el volumen de vencimientos por año y establece puntos de referencia estandarizados para cada plazo. En línea con la estrategia anunciada, se realizó la colocación de un nuevo bono en TES en pesos a 10 años con vencimiento el 4 de mayo de 2022 y con cupón de 7%<sup>58</sup>. De esta manera, la última emisión de TES de corto plazo fue llevada a cabo el 26 de enero de 2012.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 29 de junio, se observa que en el año 2012 los vencimientos representan un 5,1 % del saldo en circulación, de los cuales cerca del 5 % corresponden al tercer trimestre del año.

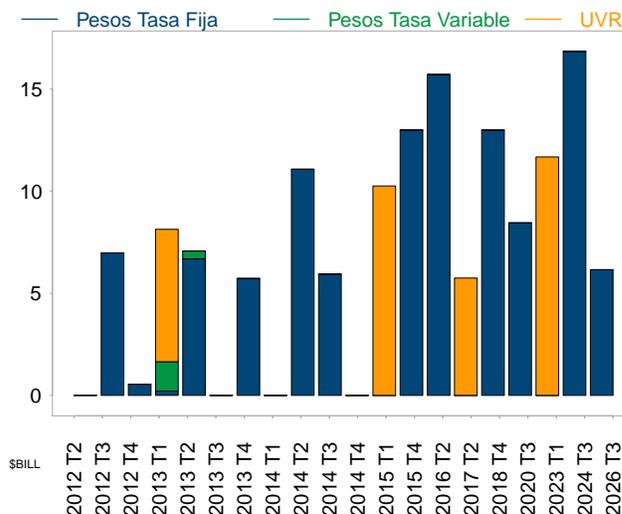
### B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Continuando la tendencia del trimestre anterior, los bonos de Colombia presentaron valorizaciones durante el segundo trimestre de este año. Las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos registraron reducciones, en mayor magnitud las de mediano y largo plazo, y la curva se aplanó. En promedio las tasas disminuyeron 9 p.b. entre 0 y 2 años, 28 p.b. entre 2 y 5 años, y 24 p.b. entre 5 y 15 años<sup>59</sup> (*Gráficos 29 y 30*). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 16 p.b durante el período analizado, al pa-

<sup>58</sup>El monto adjudicado fue \$400 mm frente a una demanda de \$787 mm. La tasa de colocación fue 7,028 %.

<sup>59</sup>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).

Gráfico 28: Proyección de Vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banco de la República.

sar de 182 p.b. el 30 de marzo a 165 p.b. el 29 de junio de este año (*Gráfico 31*).

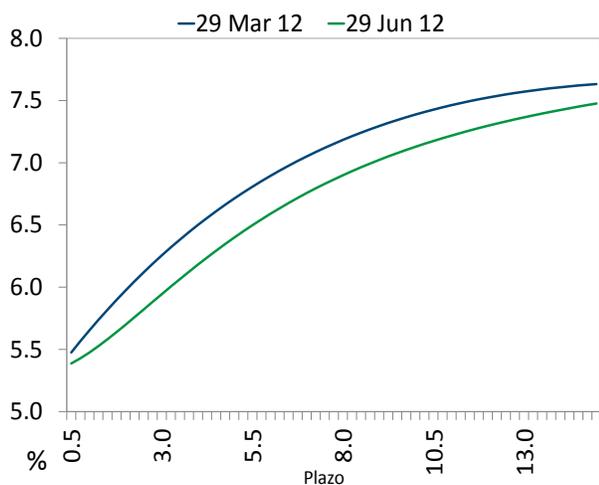
Gráfico 29: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

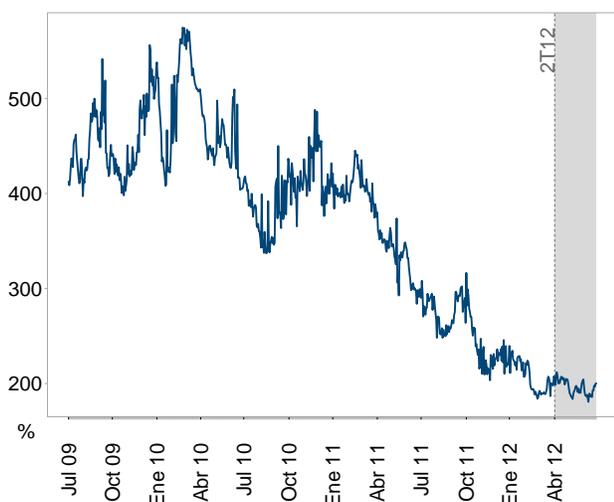
Las valorizaciones de los TES en el mes de abril pueden ser atribuidas principalmente a la disminución de

Gráfico 30: Curvas Spot Colombia. Dic. 2010, Jun. 2011 y Sep. 2011



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Gráfico 31: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

las expectativas de inflación después de la publicación del dato de inflación de marzo que resultó inferior al esperado por los analistas; a los ajustes en las expectativas de los agentes con respecto a la política monetaria, luego de la decisión unánime de la JDBR de

mantener la tasa inalterada en la reunión de marzo, de tal manera que algunos agentes que antes esperaban mayores incrementos de la tasa de referencia en el corto plazo, comenzaron a esperar estabilidad; a las altas condiciones de liquidez ante vencimientos de bonos, y a la publicación de algunos datos favorables a nivel local.

En el mes de mayo, las tasas aumentaron, en mayor magnitud las de mediano y largo plazo, aunque no alcanzaron a compensar las disminuciones presentadas durante el mes de abril. En particular, las desvalorizaciones de los bonos de corto plazo estuvieron relacionadas con expectativas de esterilización de la intervención en el mercado cambiario vía mayor oferta de títulos, y especulaciones referentes a que el Banco de la República emitiría sus propios bonos en este tramo, luego que el programa de compras diarias de dólares fuera extendido<sup>60</sup>. Por su parte, la desvalorización de los bonos de mediano y largo plazo estuvo relacionada con el aumento de la percepción de riesgo a nivel internacional ante la incertidumbre ocasionada por la inestabilidad política de Grecia y el mal desempeño de otras economías.

En junio, pese a que persistía un desfavorable contexto externo, las tasas de los TES retomaron su tendencia a la baja y los bonos se valorizaron, en algunos casos, alcanzando niveles históricos. Al parecer este comportamiento estuvo relacionado con los anuncios positivos en materia fiscal y un ajuste en las expectativas de política monetaria, incorporando posibles recortes de la tasa de referencia por parte del BR, luego que fueran ajustados a la baja los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana.

En la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2012, se revisaron las metas de desempeño fiscal<sup>61</sup> como resultado del mejor recaudo tri-

<sup>60</sup>Después de su reunión de mayo el BR anunció la extensión del programa de compras diarias de dólares por montos mínimos de USD20 millones al menos hasta el 2 de noviembre de 2012, y publicó la reglamentación de las operaciones de mercado abierto para regular la liquidez de la economía, mediante la compra o venta de títulos de deuda pública o de títulos emitidos por el BR.

<sup>61</sup>En el MFMP presentado el 14 de junio, se estimaron défi-

butario, la mayor entrada de recursos por concepto de dividendos de Ecopetrol y las reformas fiscales, y se señalaba una menor colocación de títulos mediante subasta<sup>62</sup>. Adicionalmente, el Gobierno realizó una operación de manejo de deuda que redujo los vencimientos de TES para el segundo semestre del año<sup>63</sup>.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$6.800 mm<sup>64</sup>, superior al observado en el mismo período del año 2011 (\$5.300 mm aproximadamente) (Gráficos 32, 33). En el Gráfico 32 puede observarse que en abril el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo corto de la curva (plazos entre 0 y 2 años), mientras en los meses de mayo y junio el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo medio (plazos entre 2 y 5 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en mayo de 2014 cuya participación se mantuvo en 22% entre el 1T12 y el 2T12, seguidos de los títulos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 18% a 20%. Por su parte, la participación de los bonos que vencen en octubre de 2015 pasó de 10% a 17%.

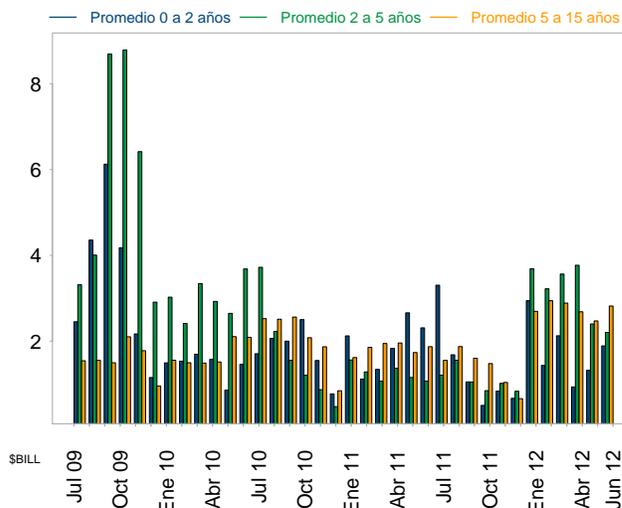
cits del Gobierno Nacional Central (GNC) y del Sector Público Consolidado (SPC) de 2,4% y de 1,2%, respectivamente y se estimó que la deuda del Sector Público No Financiero (SPNF) sería 26,4%. Estas cifras son inferiores a las estimadas en febrero de 2012 de 2,8%, 1,8% y 27%, respectivamente. En las modificaciones anunciadas también se incluyen la reducción en la meta de emisión de deuda externa de USD\$1.300 millones, la cancelación de los TES de corto plazo y el aplazamiento de la venta de la participación accionaria de Ecopetrol para el año 2013.

<sup>62</sup>El Gobierno mantuvo inalterado el monto de emisión de TES, pero redujo el monto de colocación de subastas en cerca de \$1 billón al tiempo que incrementó la cantidad que sería colocada mediante operaciones forzosas.

<sup>63</sup>El Gobierno declaró de plazo vencido títulos de deuda interna con vencimiento en agosto de 2012 por \$2 billones, de tal manera que el valor del vencimiento de TES previsto para el 15 de agosto de 2012 pasó de \$8,6 billones a \$6,6 billones.

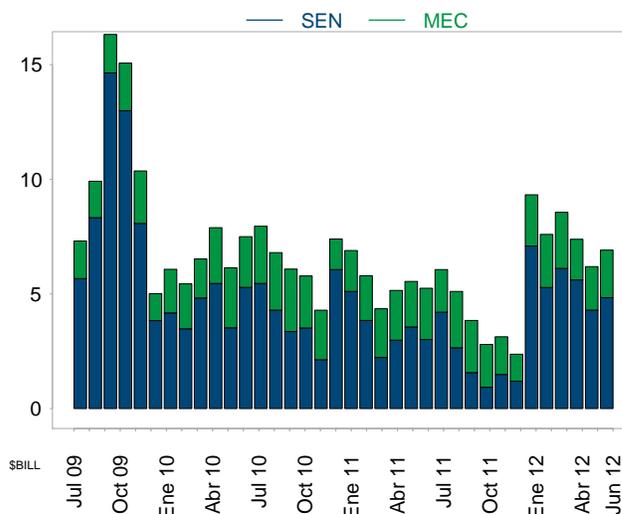
<sup>64</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 32: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Gráfico 33: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

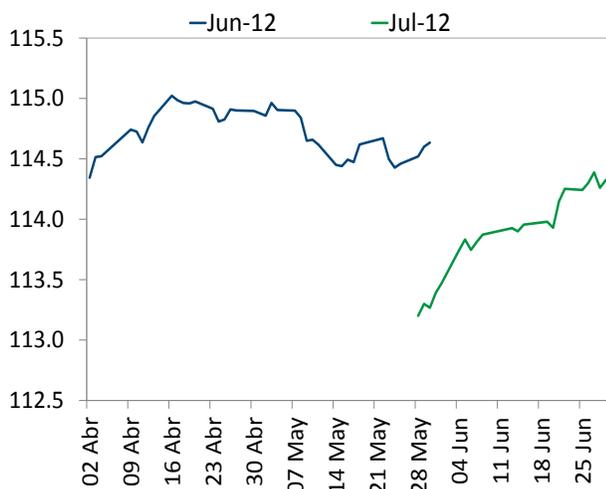
### 6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES<sup>65</sup> negociados en la

<sup>65</sup>Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

BVC se mantuvieron relativamente estables durante el periodo analizado (Gráfico 34).

Gráfico 34: Precio de Contratos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

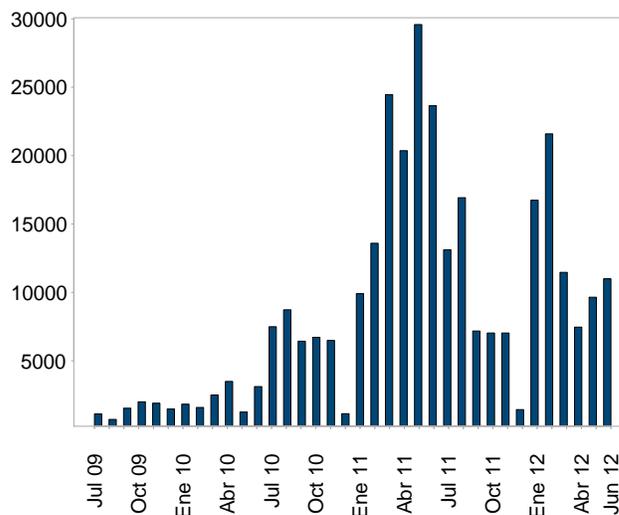
El número de contratos negociados a futuro de TES<sup>66</sup> disminuyó al pasar de 49.798 contratos en 1T12 a 28.106 contratos en 2T12 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$7.026,5 mm (Gráfico 35). Respecto a las posiciones abiertas, durante el trimestre éstas ascendieron hasta 536 y 1703 contratos para los contratos con vencimiento en junio y julio de 2012, respectivamente.

### 6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Aunque la percepción de riesgo aumentó, durante el segundo trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se valorizaron. Este comportamiento pudo haber estado asociado a las amplias condiciones de liquidez en el mercado monetario que han llevado a la reducción de las tasas en USD. (Gráficos 36, 37 y 38).

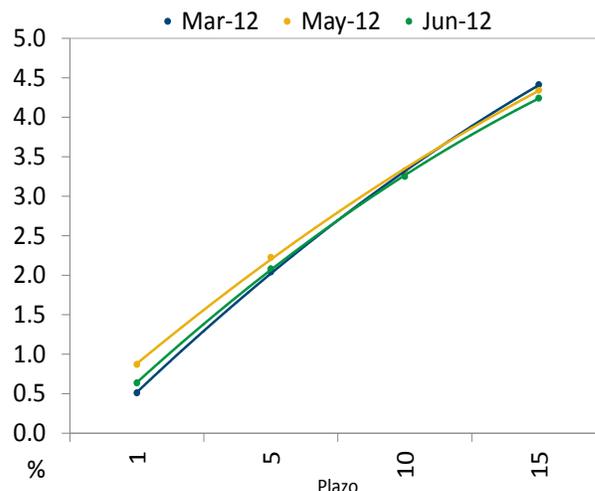
<sup>66</sup>Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

Gráfico 35: Número de Contratos Negociados de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

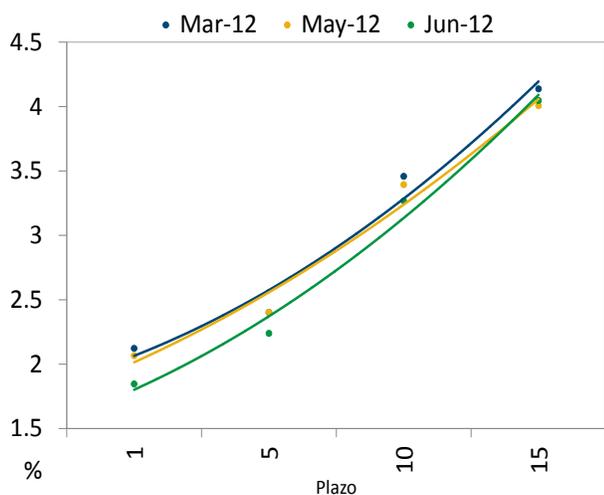
Gráfico 36: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

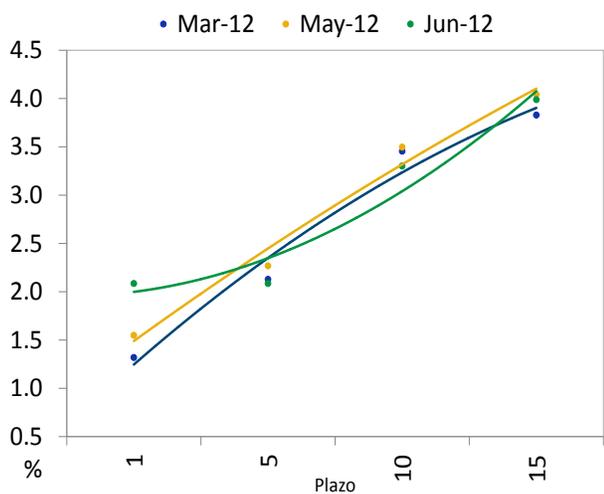
No obstante, las primas de riesgo hacia la región aumentaron. En el trimestre se presentaron dos tendencias, entre abril y mayo las primas aumentaron ante la publicación de datos desfavorables en Europa y la

Gráfico 37: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México

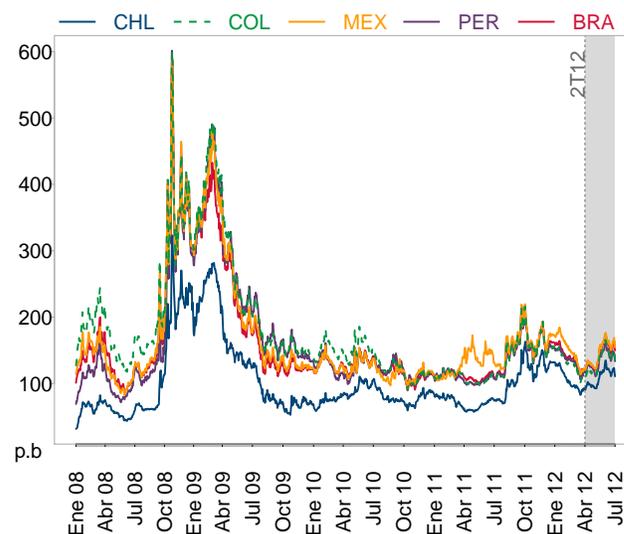


Fuente: Bloomberg.

inestabilidad política de Grecia; y en junio, las primas de riesgo retrocedieron debido al anuncio de estímulos monetarios y a la reducción en las preocupaciones

sobre la situación de algunos países europeos. De esta forma, el EMBI+ aumentó 42 p.b. (13,3%) y los EMBI país se incrementaron en promedio 20 p.b. (12,4%)<sup>67</sup> (Gráfico 40). Por su parte, los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años aumentaron en promedio 31 p.b. (28%)<sup>68</sup> (Gráfico 39).

Gráfico 39: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

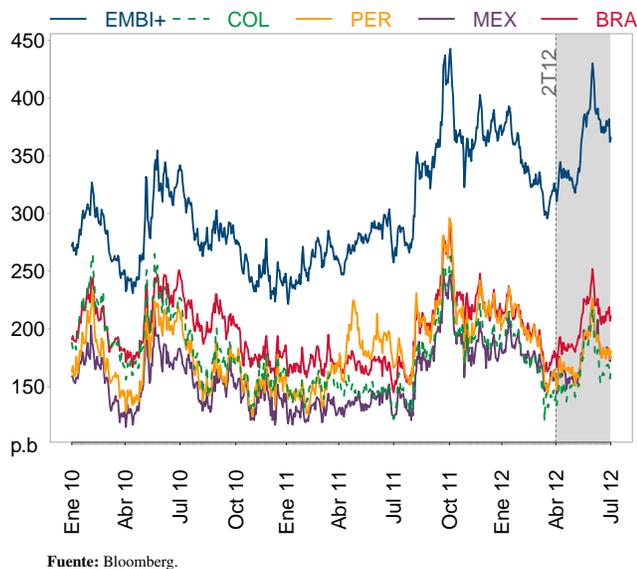
Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se valorizó en todos los tramos de la curva, continuando con la tendencia presentada en lo corrido del año (Gráfico 41). Este comportamiento está asociado a la solidez que ha mostrado la economía local, a las buenas noticias en materia fiscal y al anuncio de reducción en la meta de emisión de deuda externa de US\$1.300 millones<sup>69</sup>.

<sup>67</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: 19 p.b. (13,8%), Brasil: 31 p.b. (17,6%), México: 13 p.b. (8,2%) y Perú 16 p.b. (10,1%). EMBI Global Chile: 19 p.b. (13%)

<sup>68</sup>Variaciones: Colombia: 33p.b. (30,6%), Brasil: 35 p.b.(29%), México: 23 p.b. (19,3%), Chile: 24 p.b. (26%) y Perú: 41 p.b. (33%)

<sup>69</sup>Menor emisión en bonos externos por USD 1.000 millones y menor contratación con banca multilateral por USD 300 millones.

Gráfico 40: Spreads Deuda Soberana LATAM

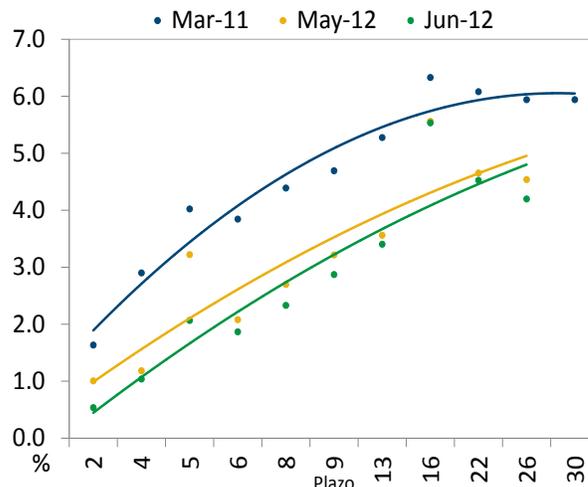


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia y el CDS a 5 años aumentaron 19 p.b. (13%) y 33 p.b. (30%), en línea con el comportamiento promedio de los países de la región.

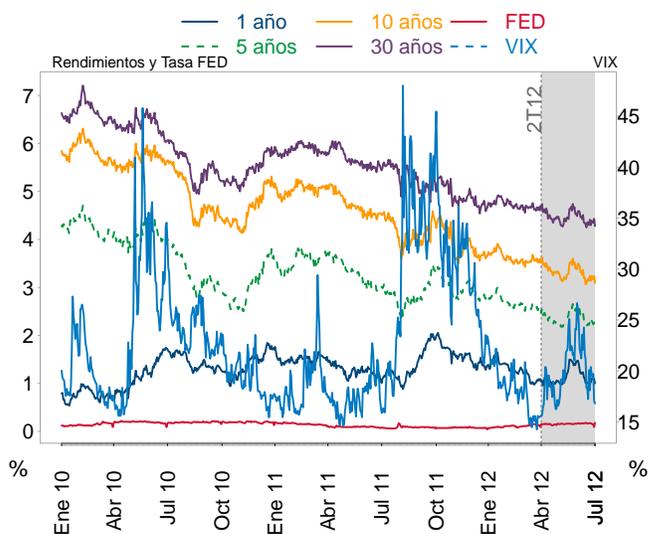
El 19 de junio, Fitch Ratings ratificó en BBB- la calificación de la deuda externa en moneda extranjera de Colombia y mantuvo la perspectiva estable. De acuerdo al comunicado de la agencia, la calificación de Colombia está basada en la prudencia de las políticas económicas en el país, el sólido pago de deuda y el fuerte desempeño macroeconómico en relación con sus pares. La agencia también resaltó que después de un año de haberle aumentado la calificación a Colombia, a grado de inversión, los indicadores crediticios continúan mejorando; pero que el aumento en la aversión al riesgo y la incertidumbre sobre el panorama mundial generan riesgos sobre en el crecimiento del país, en las exportaciones y en el balance fiscal, lo que restringe la tendencia positiva en la calificación soberana.

Gráfico 41: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED



Fuente: Bloomberg.

## Recuadro 1: Futuro de IBR y Futuro de Inflación

### Futuro de IBR

El 12 de junio de 2012 la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) hizo el lanzamiento de un nuevo Futuro que tiene como activo subyacente la composición de las tasas IBR overnight publicadas diariamente para un periodo de 360 días calendario. Este instrumento permitirá entre otras, gestionar el riesgo de aquellos activos y pasivos de corto plazo expuestos a la variación del IBR, y le brindará al mercado oportunidades para tomar posiciones con respecto al movimiento de las tasas de interés.

La composición de las tasas IBR overnight se obtiene a través de la siguiente fórmula:

$$IBR_p = \prod_{i=1}^D \left( 1 + \frac{IBR_i \times d_i}{360} \right) - 1$$

Donde  $IBR_p$  es la tasa IBR compuesta para un periodo de 360 días.  $IBR_i$  son las tasas IBR overnight publicadas diariamente por el Banco de la República para el año correspondiente del contrato.  $d_i$  Corresponde al número de días para los cuales aplica la tasa  $IBR_i$ . Finalmente,  $D$  son los días hábiles del año del contrato.

Esta nueva herramienta está diseñada para que los miembros del mercado puedan tomar una posición corta (vender el futuro) ante la expectativa de un comportamiento alcista del IBR, y/o una posición larga (comprar el futuro) en caso contrario.

Los Futuros IBR se transan en el Sistema Electrónico de Negociación X- Stream<sup>70</sup> en donde estarán disponibles contratos trimestrales del ciclo de marzo (Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre), y su liquidación es financiera.

Cada contrato negociado tiene un nominal de \$1.000 millones y su precio estará definido por la siguiente relación:

$$\text{Precio Negociado} = 100 - IBR_{pe}$$

Donde  $IBR_{pe}$  es la tasa de IBR esperada desde la fecha de negociación hasta el vencimiento del contrato.

De esta manera, las tasas implícitas negociadas en los futuros de IBR reflejarían las expectativas de los bancos, las corporaciones financieras, las Sociedades Comisionistas de Bolsa, las Carteras colectivas y los Inversionistas no Residentes con respecto a la evolución de las tasas del mercado monetario e implícitamente a las decisiones de política monetaria del Banco de la República.

Diariamente las posiciones abiertas<sup>71</sup> serán valoradas al precio de cierre del mercado para la compensación ga-

<sup>70</sup>Sistema en donde se realizan las operaciones de derivados sobre subyacentes en el mercado colombiano.

<sup>71</sup>Son aquellos contratos que no han sido compensado mediante la operación inversa.

nancias y pérdidas. Este precio está definido a partir de las siguientes metodologías<sup>72</sup>: i) el precio que resulte de la subasta de cierre siempre y cuando éste se haya obtenido a partir de 5 contratos. ii) el precio Mid Market<sup>73</sup> de los 10 mejores contratos de la profundidad<sup>74</sup>. iii) Precio promedio ponderado por volumen de las operaciones realizadas en los últimos 30 minutos de la sesión de mercado abierto, siempre y cuando se hayan realizado como mínimo 5 operaciones. iv) Mediante el precio teórico de negociación que corresponderá al precio de negociación del día anterior siempre y cuando se haya calculado a partir de los criterios anteriormente mencionados. De lo contrario, se calculará con base a la tasa teórica entendida como mantener la última tasa IBR overnight conocida desde el día de la valoración hasta el último día de negociación del contrato.

El precio de cierre del contrato se realiza sobre la estructura completa del mismo, es decir, sobre los 360 días de negociación. Por lo tanto, si el futuro se negocia una vez hayan transcurridos 180 días desde el inicio de la negociación del contrato, la expectativa de la tasa será para el periodo de los 180 días restantes. Sin embargo, el precio de liquidación del contrato corresponderá al de la estructura completa de 360 días, el cual se obtendrá agregando 180 días de historia (precio histórico) al precio negociado.

El precio histórico se obtiene a partir de la siguiente relación:

$$P_h = 100 - \left[ \prod_{i=1}^k \left( 1 + \frac{r_i \times d_i}{360} \right) - 1 \right] \times \left( \frac{360}{N_h} \right) \times 100$$

Donde  $r_i$  son las tasas IBR overnight publicadas entre la fecha en la cual entra en vigencia el contrato y la fecha de valoración.  $d_i$  corresponde al número de días para los cuales aplica la tasa  $r_i$ . Si es un día hábil, el valor de la tasa IBR overnight aplica solamente para ese día.  $N_h$  Es el número de días entre la fecha de inicio de negociación del contrato y la fecha de valoración. Finalmente,  $k$  son los días hábiles entre la fecha en la cual entra en vigencia el contrato y la fecha de valoración.

Con base en lo anterior, el precio con el cual se liquida la negociación estará dado por la siguiente fórmula:

$$P_c = 100 - \left( \left[ \left( 1 + \left( 1 - \frac{P_h}{100} \right) \times \frac{d_h}{360} \right) \times \left( 1 + \left( 1 - \frac{P_n}{100} \right) \times \frac{d_n}{360} \right) - 1 \right] \times \frac{360}{N} \right) \times 100$$

Donde  $P_c$  es el precio de cierre.  $P_h$  es el precio histórico del contrato.  $d_h$  corresponde al número de días en los que  $P_h$  es aplicado entendidos como los días entre la fecha de inicio de negociación del contrato y la fecha de valoración.  $P_n$  es el precio de negociación.  $d_n$  es el número de días en los que  $P_n$  es aplicado, es decir, el número de días entre la fecha de valoración y el último día de negociación. Finalmente,  $N$  es el número total de días del contrato que para el caso de los contratos de IBR es de 360.

<sup>72</sup>Las metodologías se presentan en orden descendente, es decir, si no se cumplen las condiciones para el cálculo del precio de cierre con la primera metodología, entonces se evaluará con la segunda, y así sucesivamente.

<sup>73</sup>Se obtiene a partir de la siguiente fórmula:  $Fut_{mid\ price} = \frac{prom_{bid} + prom_{ask}}{2}$  en donde  $prom_{bid}$  corresponderá al precio promedio ponderado por cantidad de las mejores 10 órdenes de compra existentes en la profundidad al cierre del mercado. Por su parte,  $prom_{ask}$  corresponderá al promedio ponderado por cantidad de las mejores 10 órdenes de venta existentes en la profundidad al cierre del mercado.

<sup>74</sup>Es la ventana en la cual se visualizan los órdenes disponibles (vigentes y activas) para ser calzadas por los Miembros del mercado

Hasta el 31 de julio de 2012 se habían negociado un total de 46 contratos, 41 de los cuales correspondían a los contratos cuyo vencimiento se hace efectivo el 1 de septiembre de 2012, y los 5 restantes figuran con el vencimiento del 1 de junio de 2013.

En las negociaciones de los contratos a futuro para el vencimiento del 1 de septiembre de 2012, la tasa promedio es 5,07%<sup>75</sup> en términos efectivos anuales (e.a.).

Por su parte, para las negociaciones del futuro con vencimiento del 1 de junio del 2013, la tasa negociada fue 4,96% (e.a.).

Actualmente están disponibles los contratos con vencimiento a septiembre y diciembre de 2012, y los de marzo y junio de 2013. Se espera que la evolución en las negociaciones de este producto fortalezca la información suministrada por los agentes acerca de sus expectativas de tasas de interés de corto plazo, e impulse la creación de nuevos instrumentos en el mercado de derivados.

### **Futuro de Inflación**

Desde julio 3 de 2012, se encuentra disponible en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) el futuro de inflación. A través de este instrumento, es posible tomar posiciones con respecto al comportamiento esperado de la inflación, y al mismo tiempo utilizarlo para la cobertura de los riesgos asociados a la misma. Estos productos contienen información valiosa, ya que por medio de los precios de negociación es posible obtener expectativas de inflación en tiempo real.

Este derivado, cuyo subyacente es el IPC mensual, puede ser negociado para los tres meses siguientes. Cada futuro puede ser negociado hasta el día de la publicación del dato de inflación realizada por el DANE de la fecha de vencimiento respectiva (o en su defecto, el día hábil anterior).

El tamaño de cada contrato es de \$250 m y su precio de cotización se determina de la siguiente forma:

$$\text{Precio} = 100 - I_e$$

donde  $I_e$  se refiere a la inflación mensual esperada en puntos porcentuales.

Dado que estos instrumentos son valorados diariamente para la compensación de pérdidas y ganancias, se determinó la siguiente metodología de cálculo de precio: i) en caso de existir cuatro negociaciones o más en el día, el valor del contrato se toma como el promedio de las negociaciones, ii) en el caso que no existan las cuatro negociaciones mínimas requeridas, si existen precios históricos, el contrato continúa con el valor asignado al último día, iii) cuando no se cumplen ninguna de las condiciones anteriores, el valor del primer vencimiento es determinado con una encuesta a los participantes del mercado de derivados de la BVC (36 actualmente) que necesita más de 5 respuestas, y el valor de los siguientes vencimientos toma el valor de 100 y iv) en caso de no tener las respuestas necesarias de la encuesta, el valor del primer vencimiento será de 100.

<sup>75</sup>La tasa máxima negociada fue de 5,08% (e.a.) y la mínima 5,04% (e.a.).

Con respecto al cálculo de las utilidades del participante que se encuentra largo (comprador del contrato) en el instrumento, esta se determina con la multiplicación entre el valor nominal (\$250 m) y el cambio en el precio del contrato. Por este motivo, la utilidad depende de la diferencia entre la inflación esperada en el momento de la negociación y la inflación esperada actual (o realizada) en una fecha posterior y se resumen en la siguiente fórmula (en millones de pesos):

$$250 \text{ millones} \left( \frac{I_e - I_f}{100} \right)$$

donde  $I_f$  se refiere al valor esperado actual de la inflación o a la inflación realizada. De la anterior formula, se debe resaltar que el participante que se encuentra largo en el derivado, obtiene utilidades al reducirse la inflación observada o esperada. Adicionalmente, se debe resaltar que cada punto básico equivale a \$25000 por contrato.

Desde el inicio del futuro de inflación, se han negociado cinco contratos, todos estos entre el 3 y el 4 de julio, previo al anuncio de la variación del IPC mensual de junio. En esos días, las expectativas de inflación se ubicaban en promedio en 0,12% y 0,16% respectivamente y aunque se ubicaron por debajo de las encuestas de Bloomberg y del BR (0,20% y 0,21% respectivamente), también se ubicaron por encima del dato publicado (0,08%).

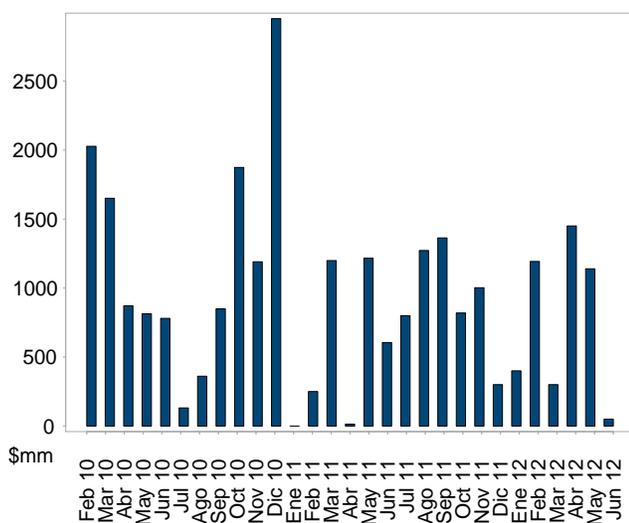
Actualmente, existen distintos mecanismos con los cuales se pueden obtener expectativas de inflación. Entre estos se encuentran la encuesta que realiza mensualmente el Banco de la República, el seguimiento del valor de los bonos denominados en UVR, e internacionalmente, bonos como los que emite el gobierno de Estados Unidos atados a la inflación (TIPS).

Una vez desarrollado el mercado de este derivado, se espera que los precios de negociación proporcionen información complementaria que permita medir las expectativas de inflación y seguir su evolución en el tiempo.

## 7 Mercado Primario de Deuda Privada

Durante segundo trimestre de 2012 la dinámica del mercado primario de deuda privada respecto a colocaciones fue mayor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con un crecimiento del 39% en el monto de colocación y un monto trimestral equivalente a \$2.639 mm (Gráfico 43). Del mismo modo, respecto al mismo trimestre de 2011 el monto creció un 43%.

Gráfico 43: Monto Total Colocado (2010 - 2011)

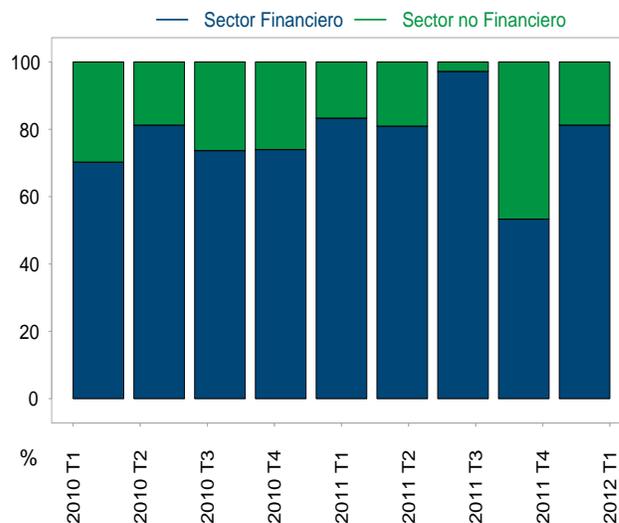


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre, el sector financiero continuó siendo el principal emisor aunque disminuyó su participación en el total de colocaciones respecto al trimestre anterior representando el 60% (1T12: 81,25%) de las colocaciones (Gráfico 44). Cabe destacar que el cambio en la participación estuvo influenciado por la emisión en el sector no financiero de Cementos Argos que realizó dos subastas y adjudicó el mayor monto durante el trimestre (\$1000 mm) que representó el 37% de las colocaciones.

Las emisiones con mayor monto de colocación luego

Gráfico 44: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

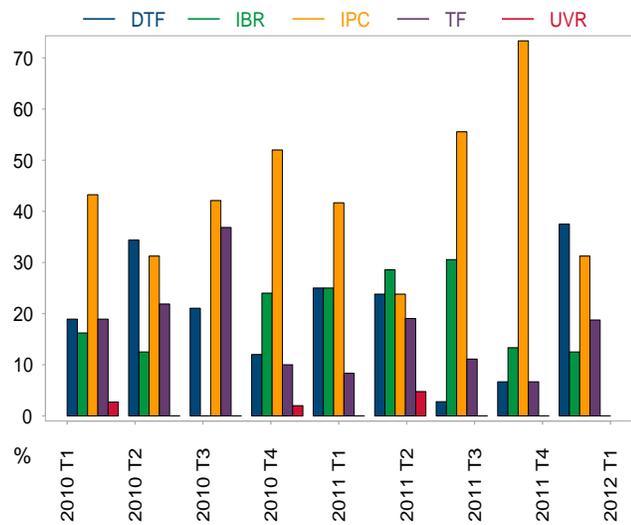
de Cementos Argos durante el trimestre fueron las de Leasing Bancolombia (\$600 mm), Banco Davivienda (\$400 mm) y las de Titularizadora Colombiana (\$339 mm).

Por otra parte, la proporción de colocaciones atadas al IPC, respecto al total de colocaciones, creció 33 pps luego de la caída registrada en el 1T12. Adicionalmente, las colocaciones atadas a la una tasa fija, a la DTF y al IBR cayeron 13,75, 12,5 y 7,5 pps respectivamente.

En línea con las mayores colocaciones del sector no financiero y las colocaciones atadas al IPC, el plazo de colocación con mayor crecimiento durante el trimestre fue el que comprende vencimientos entre 10 y 20 años (+28 pps) (Gráfico 46). Este crecimiento estuvo acompañado de una reducción en plazos entre 0 y 2 años (-18,39 pps) y entre 5 y 10 años (-15,99 pps). En cuanto a los plazos entre 2 y 5 años estos presentaron un incremento de 5,89 pps durante el trimestre.

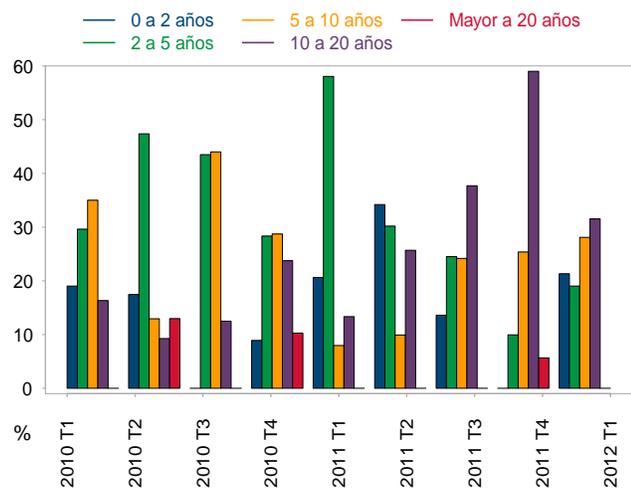
Por otra parte, la diferencia entre el monto demandado y el monto colocado en las subastas disminuyó luego del incremento presentado en el 1T12 (+62 p.b). En el segundo trimestre el monto demandado ascendió a

Gráfico 45: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 46: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



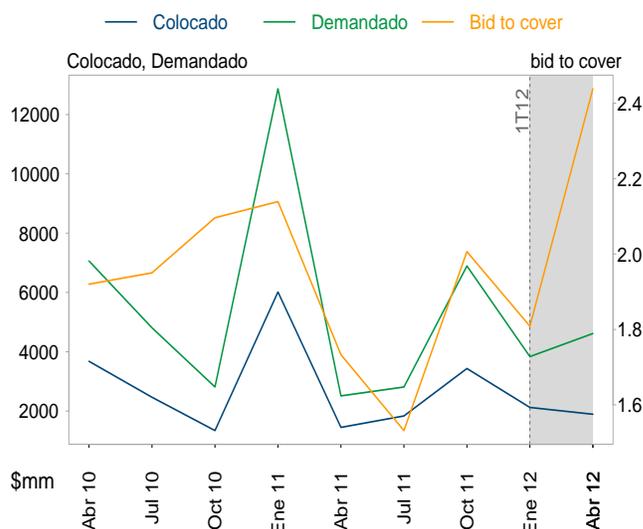
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

5.614 mm que equivalen a 1,9 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$4.614 mm, 2.4 veces) (Gráfico 47).

Las emisiones con mayor demanda fueron las de bo-

nos ordinarios de Cementos Argos indexadas al IPC y DTF con una demanda de 2,23 veces el monto colocado, seguida de la emisión de títulos hipotecarios de Titularizadora de Colombia con una demanda de 1,87 veces el monto colocado y la de bonos ordinarios de Banco Davivienda con una demanda 1,83 veces el monto colocado.

Gráfico 47: Monto Colocado VS Monto Demandado



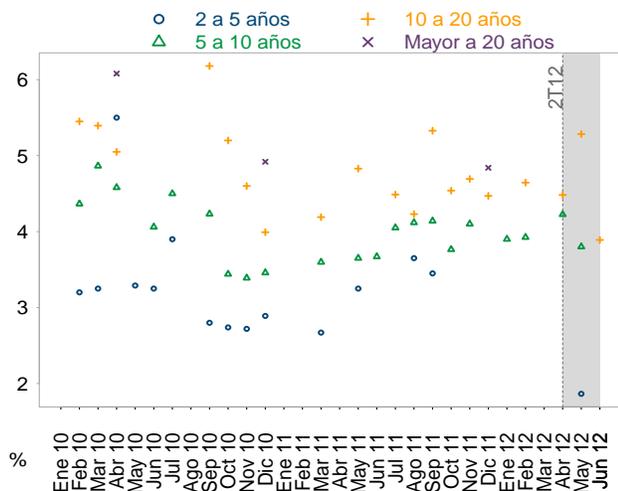
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por último, en el Gráfico 48 se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda privada. Durante el segundo trimestre de 2012, el margen sobre la inflación de las colocaciones de deuda privada disminuyó para los plazos entre 0 y 2 años y 10 y 20 años mientras se mantuvo estable para los plazos entre 5 y 10 años.

## 8 Mercado Accionario

Durante el segundo trimestre de 2012, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron desvalorizaciones, principalmente ante temores sobre el crecimiento de la economía mundial y la estabilidad financiera en la zona euro. Sin

Gráfico 48: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

embargo, se debe resaltar que en general, los índices accionarios han presentado valorizaciones en lo corrido del año.

En Estados Unidos, a pesar de resultados corporativos positivos, las bolsas se desvalorizaron debido a la publicación del crecimiento en el 1T12, el cual fue menor al esperado y a la publicación de resultados considerados negativos en el mercado laboral.

En Europa, el Eurostoxx se desvalorizó 8,6% durante el trimestre ante el débil crecimiento de la región, la incertidumbre sobre la implementación de las medidas de austeridad en Grecia y sobre la estabilidad financiera en la región, particularmente debido a la situación fiscal de España e Italia.

Al igual que las otras regiones, las bolsas asiáticas presentaron desvalorizaciones aunque continúan presentando valorizaciones durante el año. El retroceso de estos índices puede estar asociado a las preocupaciones sobre una desaceleración mayor a la esperada del crecimiento de la economía China. En Japón, el índice Nikkei registró una desvalorización de 10,7%, también impulsado por la reducción de su calificación de deuda. Además, el Shanghai Composite y el índice

Hang Seng de Hong Kong cayeron 1,7% y 5,4% respectivamente.

En América Latina, a excepción del MEXBOL de México, los distintos índices presentaron desvalorizaciones (Gráfico 49), debido a la reducción en los niveles de los precios de las materias primas, temores sobre la economía mundial y otros factores particulares de cada mercado. El índice que presentó la mayor caída de la región en el periodo analizado fue el IBOV de Brasil (15,7%), seguido por el IGBVL de Perú (14,4%), el IGBC de Colombia (10,8%) y el IPSA de Chile(5,8%).

Se debe resaltar que el MEXBOL de México presentó una leve valorización durante el trimestre (1,7%), lo cual puede ser explicado por los datos positivos de crecimiento<sup>76</sup> y una reacción positiva al anuncio por parte de la FED de extender la operación Twist, ante la alta correlación con la economía estadounidense.

En la Gráfico 50, se puede observar que los coeficientes de variación<sup>77</sup> de los índices bursátiles de la región, en general aumentaron con respecto al trimestre anterior (con excepción de Colombia y Perú). El MEXBOL de México y el IPSA de Chile fueron los índices que en promedio presentaron el menor coeficiente de variación. Por su parte, el coeficiente de variación del IGBC, se ubicó por debajo de los coeficientes de variación del IGBVL, el IBOV y el MERVAL.

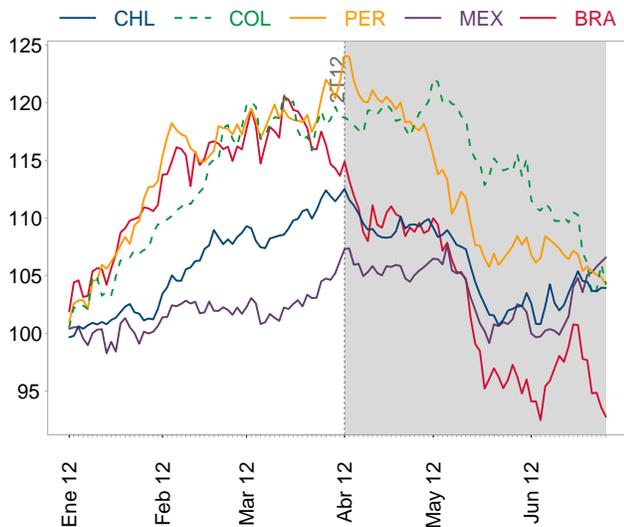
En materia de volatilidad condicional<sup>78</sup>, durante el 2T12, el promedio en la región aumentó con respecto al trimestre anterior. El IPSA de Chile fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo analizado seguido por el MEXBOL de México (Gráfico 51). Se debe resaltar que la volatilidad condicional del IGBC se ubicó en promedio por

<sup>76</sup>Durante el 1T12, el PIB corriente aumentó 10% con respecto al mismo periodo del año anterior, mayor al esperado por el mercado (8,7%).

<sup>77</sup>El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 2.

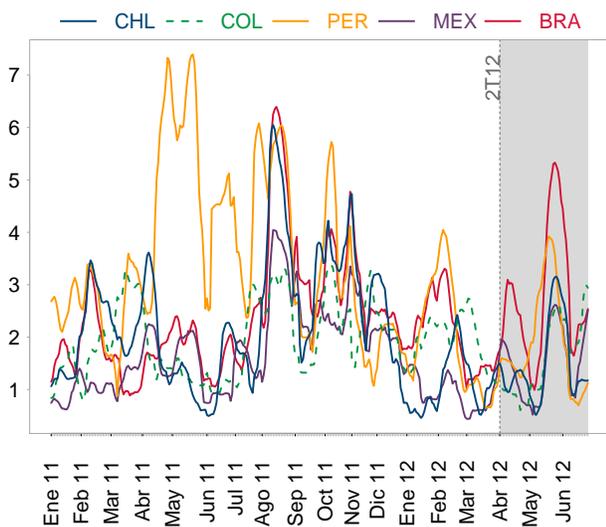
<sup>78</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 49: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 29 de diciembre de 2011

Gráfico 50: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región

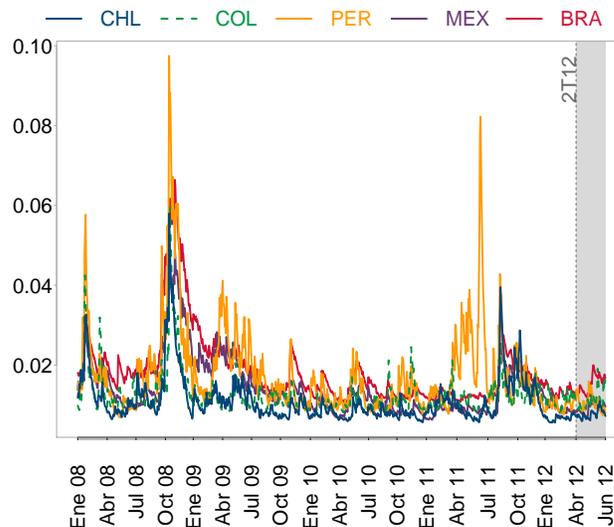


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM. Ventana móvil de 20 días.

debajo de la del IGBVL, el IBOV y el Merval (el índice que presentó la mayor volatilidad).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano

Gráfico 51: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.

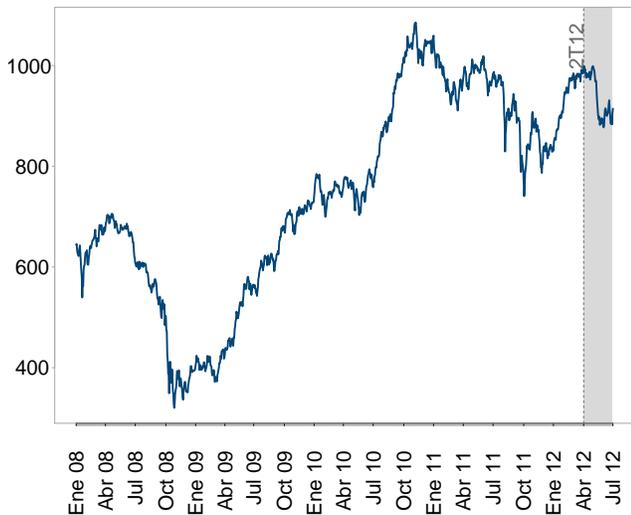
(MILA), el volumen de negociaciones<sup>79</sup> se redujo frente al trimestre anterior de US\$ 4,7 millones a US\$ 2,6 millones. La reducción se evidenció principalmente en el mes de mayo (US\$ 392.000), mes en el que aumentó la percepción de riesgo internacional. Durante el 2T12, los inversionistas colombianos vendieron en el MILA acciones de Chile y Perú por \$10 millones netos; a su vez, los inversionistas chilenos y peruanos compraron acciones colombianas por un monto neto de \$1740 millones. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 52) presentó un aumento de 18.3% durante el periodo analizado.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario disminuyó frente al trimestre anterior, evidenciando un menor apetito por parte de los inversionistas en renta variable. Durante el 2T12, se negociaron diariamente en promedio \$195 mm, frente al promedio negociado en el 1T12 (\$223 mm) (Gráfico 53).

A pesar de la publicación de resultados corporativos

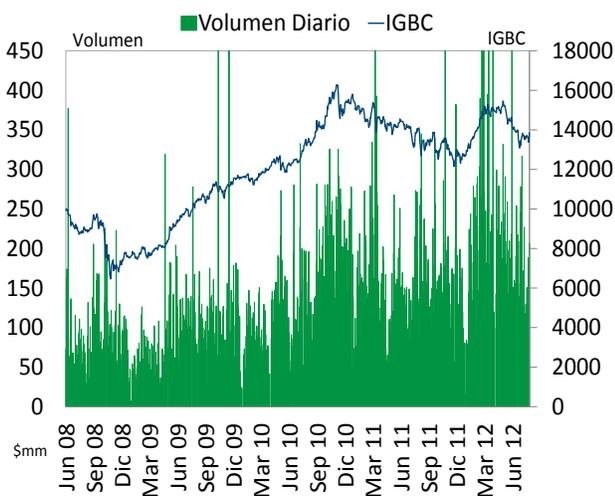
<sup>79</sup>Fuente: MILA.

Gráfico 52: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 53: IGBC y Volumen Transado Diario

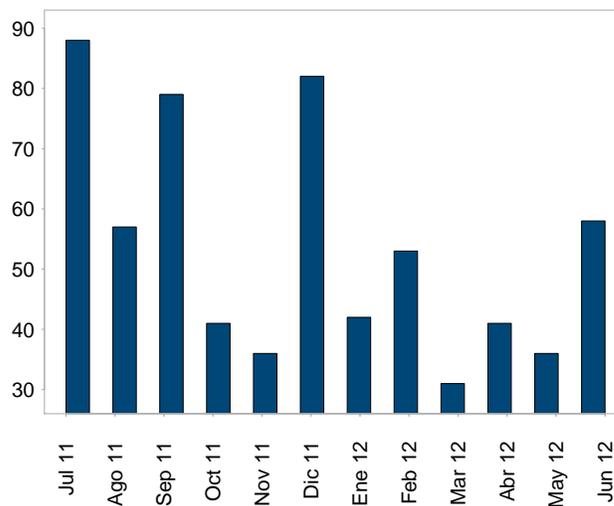


Fuente: Bloomberg.

positivos, el IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron desvalorizaciones durante el periodo analizado (10,8%, 5,9% y 11,3% respectivamente), compensando parte de las ganancias obtenidas durante el 1T12. Las desvalorizaciones, fueron motivadas por la reduc-

ción de los precios internacionales de las materias primas y la incertidumbre sobre el contexto internacional. Se debe resaltar que la caída de estos índices también estuvo soportada por el alto peso que tienen las compañías petroleras, las cuales presentaron importantes desvalorizaciones debido a la caída del precio del petróleo<sup>80</sup>. En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 135 contratos frente a 126 contratos negociados en el 1T12<sup>81</sup> (Gráfico 54) y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

Gráfico 54: Número de Contratos Negociados de Futuros de COLCAP



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

En lo corrido del año, se ha presentado una demanda neta importante en el mercado secundario de acciones por parte de extranjeros<sup>82</sup>. También han sido demandantes netos los programas de ADR, los fondos de pensiones y cesantías, y los otros fondos<sup>83</sup>. Por otra parte, los mayores vendedores netos son las personas

<sup>80</sup>Durante el trimestre, el petróleo WTI cayó 17,5%.

<sup>81</sup>El valor de cada contrato es igual a 25.000 pesos multiplicados por el valor del COLCAP

<sup>82</sup>Su posición neta compradora, equivale al 58% de la suma de las posiciones netas totales compradoras durante el año

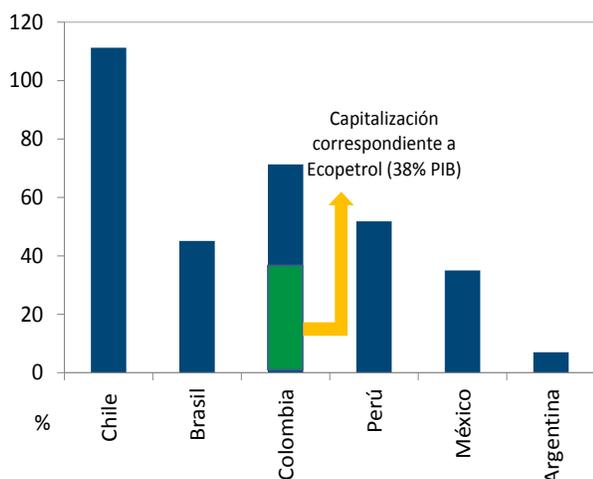
<sup>83</sup>Su posición neta compradora, equivale al 17%, 10% y 12% respectivamente de la suma de las posiciones netas totales compradoras durante el año

naturales, las sociedades comisionistas de bolsa y el sector real<sup>84</sup>.

Durante el 2T12, se redujeron las emisiones con respecto al trimestre anterior, pasando de \$1,3 billones adjudicados en el mercado colombiano a \$467 mm adjudicados. Carvajal Empaques adjudicó \$195 mm tras una oferta máxima de \$212 mm y Acerías Paz del Río adjudicó \$271 mm, presentando una demanda que triplicó la oferta.

45,3 %, 35 % y 7 %, respectivamente (Gráfico 55).

Gráfico 55: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, con datos estimados del PIB de 2011<sup>85</sup> y datos de capitalización bursátil a mayo de 2012, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 67 se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 111 % de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; después le siguen las bolsas de Colombia (71,3 %) y Perú (51,8 %). En el mismo año, los indicadores de Brasil, México y Argentina se ubicaron en

<sup>84</sup>Su posición neta vendedora, equivale al 51 %, 21 % y 17 % respectivamente de la suma de las posiciones netas totales vendedoras durante el año

<sup>85</sup>Fuente: FMI.