



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2012

Banco de la República

Junio 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

María Alejandra Buitrago

Karen Juliet Leiton

José Fernando Moreno

Lina Vanessa Patiño

Juan Sebastián Rassa

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Nathali Cardozo

Erik Julián Davila

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	5
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
3	Entorno internacional	7
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	10
5	Mercado Cambiario	12
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	14
6	Mercado Monetario y Renta Fija	16
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	16
6.2	Mercado de Deuda Pública	20
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	20
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	20
6.3	Contratos de Futuros de TES	24
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	24
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	25
7	Mercado Primario de Deuda Privada	27
8	Mercado Accionario	29

Índice de Gráficos

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

44	Colocaciones por Tasa de Interés	28
45	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	28
46	Monto Colocado VS Monto Demandado	28
47	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	29
48	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	29
49	Coefficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	30
50	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	30
51	S&P MILA 40	30
52	IGBC y Volumen Transado Diario	31
53	Contratos Abiertos Futuros Colcap	31
54	Precio de Contratos de Colcap a Futuro	31
55	Capitalización Bursátil/PIB	32

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	10
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	13
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	13
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	14
5	Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica	14
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM	17
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2011	18

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. Adicionalmente, 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 enero y marzo de 2012, periodo en el que las condiciones externas mejoraron: continuaron los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales, las monedas de países desarrollados y emergentes presentaron una apreciación frente al dólar y los mercados accionarios se valorizaron. A nivel local, se mantuvieron resultados positivos en materia de expectativas de industriales y comerciantes, crecimiento económico, inflación y empleo aunque con algunas preocupaciones por parte de los analistas financieros.

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 primer trimestre de 2012 las monedas de países desarrollados y emergentes presentaron una apreciación frente al dólar. Las monedas que más se revaluaron frente al dólar fueron el rublo ruso, el zloty polaco, y el peso mexicano; la que más se devaluó fue el yen. De la misma manera, las apreciaciones de las monedas se presentaron principalmente en enero, en línea con la disminución de la percepción de riesgo a nivel internacional en ese mes.

2.2 Mercado Monetario

Durante el primer trimestre de 2012 continuaron los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de los países desarrollados. Por un lado, la Reserva Federal mantuvo su tasa de interés de referencia en mínimos históricos y anunció niveles excepcionalmente bajos de su tasa por lo menos hasta finales de 2014. De manera similar, los Bancos Centrales de Inglaterra y Japón mantuvieron inalteradas sus tasas de interés y aumentaron el monto de sus programas de compra de activos como medida de estímulo económico. Adicionalmente, el Banco Central Europeo realizó la segunda operación de financiación a 3 años con el objetivo de mejorar la situación de financiamiento de los bancos y de fortalecer la confianza.

En Latinoamérica, los bancos centrales tomaron decisiones diversas con respecto a sus tasas de política monetaria. México y Perú las mantuvieron inalteradas, los bancos centrales de Chile y Brasil anunciaron recortes, y el Banco de la República (BR) hizo dos incrementos de 25 p.b. ubicándola en 5,25

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, presentaron comportamientos diferentes. Los bonos de Chile se desvalorizaron mientras que los de Brasil, México, Perú y Colombia registraron 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 las decisiones de política monetaria del BR y la publicación del dato del mes de febrero que resultó inferior al esperado por el mercado; al positivismo de algunos agentes ante anuncios positivos en materia fiscal, la colocación exitosa de bonos de deuda externa, y la reducción de la percepción de riesgo de los agentes locales.

Los bonos del Tesoro de EE.UU. se desvalorizaron ante la menor percepción de riesgo a nivel internacional y la publicación de algunos datos favorables de la economía mundial.

Los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se valorizaron producto de las amplias condiciones de liquidez en el mercado monetario y de la reducción en la percepción sobre el riesgo internacional. En Colombia, los bonos se valorizaron en la parte corta mientras que en la parte larga de la curva se desvalorizaron.

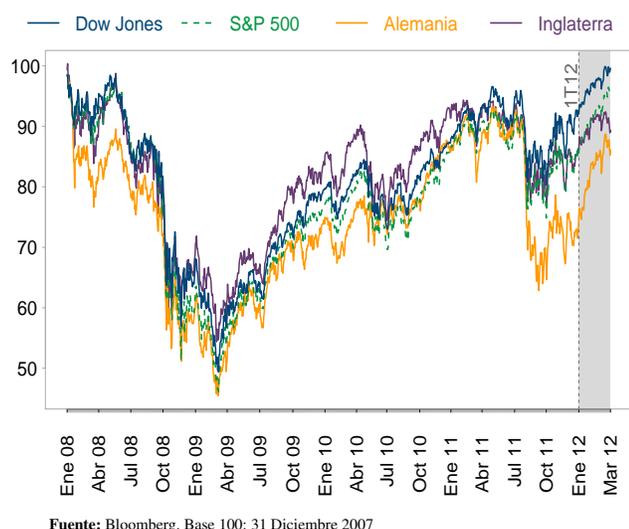
2.4 Mercado accionario

Durante el primer trimestre de 2012, se observó una importante valorización de los índices accionarios tanto de países desarrollados como emergentes, principalmente ante la disminución de la percepción de riesgo internacional. En Estados Unidos, la valorización fue impulsada por la publicación de datos positivos de esta economía y en Europa, la valorización de las bolsas fue soportada por las medidas tomadas con el fin de aumentar el crecimiento y la estabilidad financiera. Por otra parte, en América Latina, las valorizaciones estuvieron soportadas por los precios de las materias primas y factores particulares de cada mercado.

3 Entorno internacional

En el primer trimestre de 2012 los índices accionarios presentaron un comportamiento positivo¹ (Gráfico 1) y los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional disminuyeron² e incluso alcanzaron niveles mínimos observados antes de la quiebra de Lehman Brothers³ (Gráfico 2).

Gráfico 1: Índices accionarios



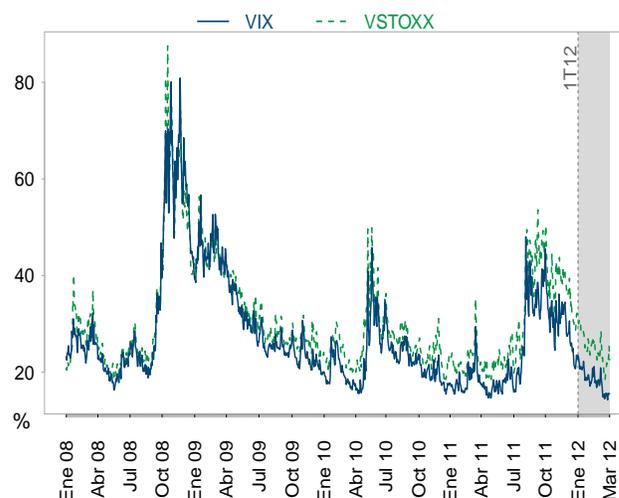
Durante el trimestre, los mercados financieros estuvieron atentos al dinamismo que presentó la economía estadounidense y al acuerdo sobre el segundo paquete de ayuda a Grecia. Sin embargo, el crecimiento económico mundial continuó expandiéndose a un ritmo moderado, liderado principalmente por las economías euro-

¹Los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones aumentaron durante el trimestre 12%, 18,7% y 8,1%, respectivamente. El Eurostoxx aumentó 6,9% impulsado por valorizaciones en las bolsas de Alemania (17,8%) y Francia (6,3%). Los índices accionarios de Japón, China e Inglaterra aumentaron 19,3%, 2,4% y 3,5%, respectivamente.

²En el periodo analizado el VIX pasó de 23,4% a 15,5% y el VSTOXX pasó de 31,3% a 22,54

³A mediados de marzo, el VIX se ubicó en 14,47%, su nivel más bajo desde junio de 2007, y el VSTOXX se ubicó en 18,3%, su nivel más bajo desde mayo de 2008.

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



peas, y por ello el FMI redujo su pronóstico de crecimiento mundial⁴ para 2012 y 2013 a 3,3% y 3,9%, respectivamente. Asimismo, el Banco Mundial proyectó un crecimiento de 2,5% en 2012 y de 3,1% en 2013, cifras inferiores al 3,6% pronosticado en junio de 2011 para ambos años⁵.

En Estados Unidos se observaron importantes signos de recuperación económica, reflejados en el mercado laboral⁶ y en el ritmo de la actividad económica⁷, que

⁴En el reporte de Perspectivas Económicas de septiembre de 2011, el FMI pronosticó un crecimiento mundial de 4% para 2012 y 4,5% para 2013; para las economías desarrolladas lo proyectó en 1,9% para 2012 y 2,4% para 2013; y, para las economías emergentes y en desarrollo lo ubicó en 6,1% para 2012 y en 6,5% para 2013. El crecimiento de las economías avanzadas lo proyectó en 1,2% para 2012 y en 1,9% para 2013, y para las economías emergentes y en desarrollo lo ubicó en 5,4% para 2012 y en 5,9% para 2013.

⁵El crecimiento de los países de ingreso alto (Estados Unidos, Japón y Zona Euro.) lo proyectó en 1,4% en 2012 y de 2% en 2013, y para los países en desarrollo lo ubicó en 5,4% para 2012 y en 6% para 2013. En junio, el pronóstico de crecimiento de los países de alto ingreso fue de 2,7% y 2,6% para 2012 y 2013, respectivamente, y para los países en desarrollo de 6,2% y 6,3%.

⁶En el trimestre la tasa de desempleo pasó de 8,5%, en diciembre, a 8,2%, en marzo.

⁷En el 4T11, el PIB registró su mayor incremento en el año al

en conjunto estimularon la confianza de los consumidores al finalizar el trimestre⁸. Asimismo, se publicaron datos positivos como los resultados de las pruebas de estrés de los bancos más grandes del país, según los cuales 15 de los 19 bancos examinados cuentan con el capital mínimo requerido para hacer frente a un hipotético escenario de crisis. No obstante, la Reserva Federal reconoció que la economía continúa expandiéndose a un ritmo moderado, y por tal motivo, redujo sus proyecciones de crecimiento⁹ para el 2012 de un rango entre 2,5% y 2,9% a uno entre 2,2% y 2,7%. Además, señaló que es probable que las condiciones económicas garanticen niveles excepcionalmente bajos para la tasa de referencia por lo menos hasta finales de 2014.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región¹⁰, la crisis de deuda de algunos países europeos, especialmente la de Grecia, y las consecuentes disminuciones de las calificaciones de deuda soberana¹¹. En este contexto, la Comisión

presentar una variación de 3%

⁸El índice de confianza del consumidor de la Conference Board pasó de 64,8 puntos, en diciembre, a 70,2 en marzo. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan pasó de 69,9, en diciembre, a 74,3 puntos, en marzo.

⁹La estimación anterior se realizó en el mes de noviembre.

¹⁰En el 4T11 el PIB de la Zona Euro disminuyó 0,3% (esp: -0,4%, ant: 0,1%). Alemania se contrajo 0,2% (esp: -0,3%, ant: 0,5%) mientras que Francia creció 0,2% (esp: -0,2%, ant: 0,3%). El crecimiento de Italia, Bélgica y Holanda se redujo 0,7%, 0,2% y 0,7%, respectivamente, registrando dos trimestres consecutivos de contracciones en sus economías (ant: -0,2%, -0,1% y -0,4%). Además, la tasa de desempleo aumentó de 10,6% en diciembre a 10,8% en febrero.

¹¹Moody's redujo la calificación de deuda de Italia y Malta de A2 a A3, de Eslovenia y Eslovaquia de A1 a A2, de España de A1 a A3, de Portugal de Ba2 a Ba3, de Chipre de Baa3 y de Grecia de Ca a C. Por su parte, Fitch redujo la calificación de deuda de Italia de A+ a A-, de España de AA- a A, de Eslovenia de AA- a A, de Chipre de BBB a BBB-, de Bélgica de AA+ a AA y de Hungría de BBB- a BB+. Finalmente, Standard and Poor's redujo la calificación de deuda de Francia y Austria de AAA a AA+, de España de AA- a A, de Eslovenia de AA- a A+, de Italia de A a BBB+, de Malta de A a A-, de Eslovaquia de A+ a A, de Chipre de BBB a BB+, de Portugal de BBB- a BB y del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera de AAA a AA+. Fitch y Standard and Poor's redujeron la calificación de Grecia al nivel de Default Selectivo como resultado del canje de deuda, pero posteriormente Fitch la elevó a B-. El outlook de las calificaciones es negativo

Europea¹² y el Banco Central Europeo (BCE)¹³ disminuyeron las proyecciones de crecimiento de la Zona Euro para el 2012 a -0,3% y a un rango entre -0,5% y 0,3%, respectivamente.

Por su parte, los líderes de la Zona Euro alcanzaron un acuerdo sobre las condiciones para el otorgamiento del segundo paquete de ayuda a Grecia, por hasta EUR130 billones¹⁴, y con el cual este país reduciría su deuda de 160% del PIB a 120,5% en 2020. De esta manera, el gobierno griego reactivó las negociaciones con los tenedores de sus bonos soberanos para lograr un acuerdo sobre el canje de deuda, en el cual finalmente alcanzó una participación del 95,7%¹⁵ sobre el monto total de la deuda, gracias a la activación de las cláusulas de acción colectiva¹⁶. Asimismo, los mandatarios de la Unión Europea acordaron elevar el límite de capacidad de préstamo conjunto del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) y del Mecanismo Permanente de Estabilidad Financiera (ESM) de EUR500 billones a EUR700 billones, para contener eventuales episodios de crisis de deuda entre los países de la zona.

Por otro lado, la economía japonesa continuó mostrando débiles señales de recuperación económica. La contracción de 0,2% en el PIB para el 4T11, frente al avance de 1,7% que presentó en el 3T11, indujo al Banco Central de Japón a reducir sus proyecciones de crecimiento¹⁷ para el 2012 de un rango entre 2,1% y 2,4% a uno entre 1,8% a 2,1%. Por su parte, el FMI

¹²En noviembre se había proyectado un crecimiento de 0,5%.

¹³En diciembre de 2011 el crecimiento proyectado se ubicaba entre un rango de -0,4% y 1%.

¹⁴Los principales detalles del acuerdo fueron los siguientes: i) la ejecución del canje de deuda con los acreedores privados, en el cual Grecia ofrecería un descuento del 53,5% en el valor nominal de los títulos, ii) la presencia permanente de los representantes de la Comisión Europea, el FMI y el BCE en Grecia para garantizar que las reformas acordadas por el gobierno sean implementadas, iii) el establecimiento de una cuenta exclusiva para recibir los recursos para cumplir con el servicio de la deuda.

¹⁵Equivale a un monto de EUR197 billones. El 100% asciende a EUR206 billones, de los cuales EUR177 billones están regidos por la legislación griega, y EUR29 billones no lo están.

¹⁶Aplicadas al 14,2% de los tenedores de bonos regidos por la legislación griega que no se acogieron al canje de deuda.

¹⁷La estimación anterior se realizó en el mes de octubre.

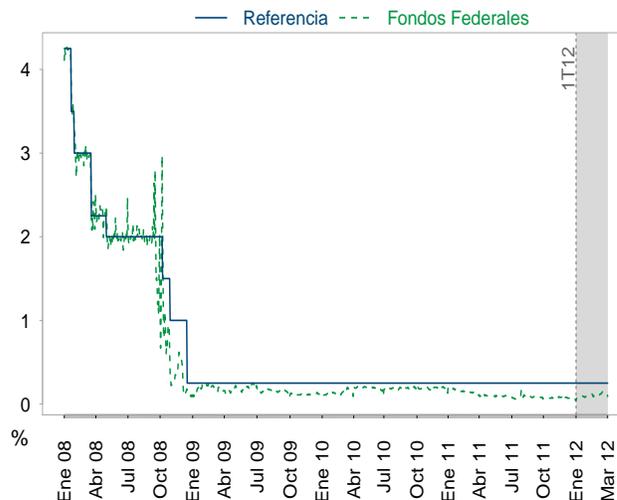
proyectó un crecimiento económico para el 2012 de 1,7% y para el 2013 de 1,6%¹⁸.

En cuanto a las economías emergentes, algunos signos de desaceleración económica en China generaron ciertas preocupaciones a lo largo del trimestre. Se conoció que en 4T11 el PIB aumentó 8,9%, presentando el menor ritmo de crecimiento de los últimos 10 trimestres, a pesar de haber superado las expectativas del mercado (esp: 8,7%, ant: 9,1%). Además, el Primer Ministro Chino disminuyó la meta de crecimiento¹⁹ del PIB para 2012 de 8% a 7,5%, ubicándola en su nivel más bajo en ocho años. Posteriormente, se conoció que en febrero el déficit comercial de China se incrementó a US\$31,5 billones, convirtiéndose en el mayor valor registrado desde 1989. Ante este escenario, el Banco Central de China redujo en 50 p.b. los requerimientos de reservas de los bancos grandes a 20,5% y de los bancos pequeños a 18,5%, para incrementar la liquidez en el sistema financiero y estimular el crédito, si bien, mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia con el fin de contener la inflación.

De otro lado, en Latinoamérica, los datos de crecimiento económico para el 4T11 de Brasil (1,37%), Perú (5,5%), Chile (4,5%), México (3,7%) y Colombia (6,1%), fueron inferiores a los registrados en 3T11²⁰, aunque en el caso de Colombia y Chile, los resultados fueron superiores a los esperados por el mercado²¹.

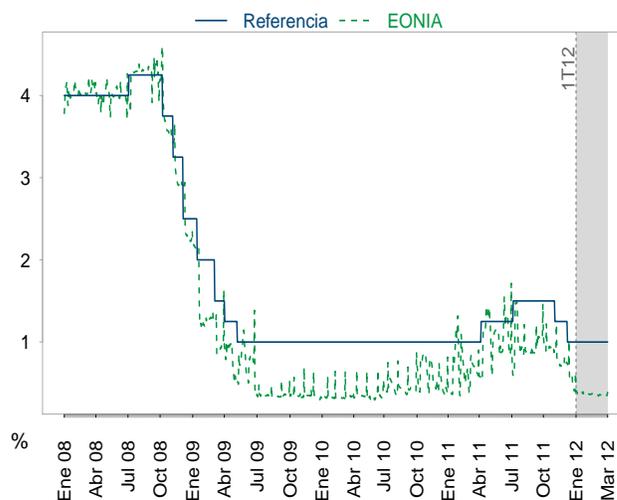
Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3), el Banco Central Europeo (1% - Gráfico 4) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5% - Gráfico 5) y Japón (entre 0% y 0,1% - Gráfico 6) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Adicio-

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

nalmente, el Banco Central de Inglaterra aumentó en GBP50 billones su programa de compra de activos hasta un total de GBP325 billones como medida de estímulo económico, y Japón anunció que aumentaría su programa de compra de activos en JPY10 trillones, con el mismo fin. Además, cabe señalar que el

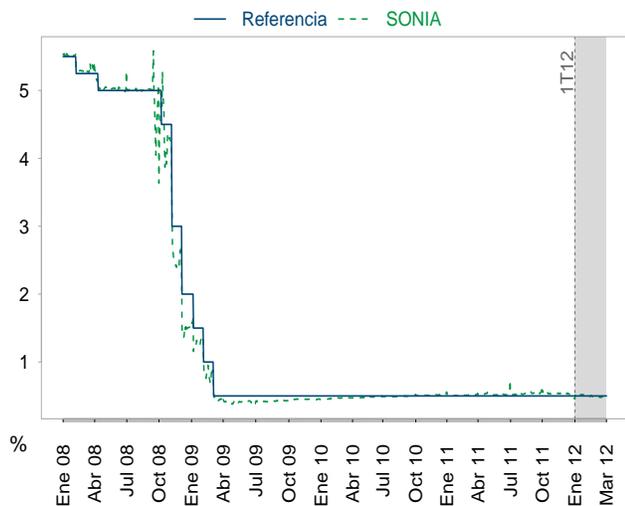
¹⁸En el reporte de Perspectivas Económicas de septiembre, el FMI pronosticó un crecimiento para Japón de 2,3% para el 2012 y de 2% para el 2013

¹⁹Corresponde a la meta de crecimiento de largo plazo.

²⁰En el 3T11 Brasil, Perú, Chile, México y Colombia crecieron 2,1%, 6,6%, 3,7%, 4,5% y 7,5%, respectivamente

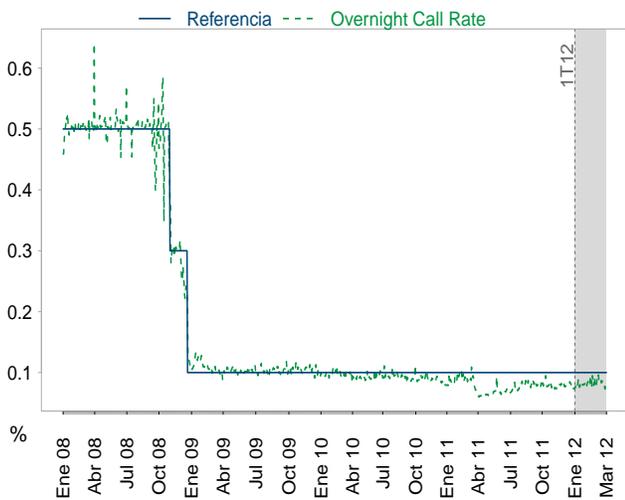
²¹El mercado esperaba un crecimiento de 5,8% para Colombia, de 4,2% para Chile, de 1,5% para Brasil, de 5,5% para Perú y de 3,7% para México

Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

BCE realizó la segunda²² operación de financiación a tres años, anunciada el pasado mes de diciembre, y en la cual colocó EUR529.530,81 millones entre 800 bancos europeos. La medida, según lo indicó el BCE,

²²En la primera subasta el BCE colocó EUR489190,75 millones entre 523 bancos europeos

ha sido efectiva para mejorar la situación de financiamiento de los bancos y para fortalecer la confianza.

Como se puede observar en la Cuadro 1, algunos países como Colombia aumentaron sus tasas de referencia, mientras que otros como Brasil, ante la incertidumbre sobre el contexto internacional, las redujeron.

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

	Ene de 2012	Mar de 2012	Variación (p.b)
Brasil	11 %	9,75 %	-125
Rumania	6 %	5,25 %	-75
Noruega	1,75 %	1,50 %	-25
Serbia	9,75 %	9,50 %	-25
Suecia	1,75 %	1,50 %	-25
Tailandia	3,25 %	3 %	-25
Israel	2,75 %	2,50 %	-25
Indonesia	6 %	5,75 %	-25
Chile	5,25 %	5 %	-25
Islandia	4,75 %	5 %	25
Colombia	4,75 %	5,25 %	50

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

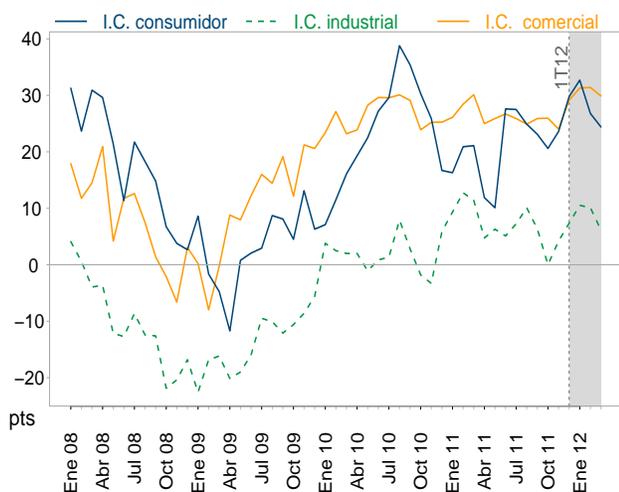
4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el periodo analizado, la percepción de riesgo a nivel local aumentó aunque aún se encuentra en un nivel relativamente bajo respecto a su historia. Este 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 el corto y mediano plazo.

Como se ve en el Gráfico 7, respecto a los índices de confianza que publica Fedesarrollo²³, en primer lugar, el índice de confianza comercial aumentó levemente (0.47 puntos) manteniendo un nivel elevado y durante

²³Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

el trimestre alcanzó su máximo desde agosto de 2006 (31.4 puntos). En segundo lugar, el índice de confianza industrial cayó 1,22 puntos al pasar de 7,36 puntos en diciembre a 6,14 en marzo, sin embargo, respecto al promedio del 4T2011 el promedio se ubicó 5,07 puntos por encima. Por último, el índice de confianza del consumidor cayó 5.4 puntos aunque su promedio del trimestre se ubicó por encima de su promedio en 4T2011 y 1T2011.

El comportamiento del índice de confianza comercial durante enero y febrero se explica principalmente por la mejora de sus tres componentes: i) situación actual de los negocios, ii) el nivel de existencias y iii) expectativas del comportamiento de las empresas para el siguiente semestre. En el mes de marzo se presentó una desmejora en la situación actual y el nivel de existencias aunque se mantuvo la dinámica de las expectativas futuras.

Respecto al índice de confianza de los industriales, éste presentó un retroceso durante el último mes de los tres componentes que lo componen: i) volumen actual de pedidos, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de producción para los siguientes tres meses. Sin em-

bargo cabe destacar que durante los dos primeros meses al menos un componente presentó mejoras²⁴.

Adicionalmente, respecto al comportamiento del índice de confianza de los consumidores, la caída observada durante el trimestre se puede explicar principalmente por el deterioro en el mes de febrero del componente de expectativas y en marzo del componente de condiciones actuales. Sin embargo, cabe destacar que tanto en diciembre de 2011 como en enero del presente año el índice había alcanzado niveles que no se observaban desde octubre de 2010 y en el índice se encuentra actualmente en niveles relativamente altos lo que aún permite inferir una perspectiva favorable por parte de los consumidores.

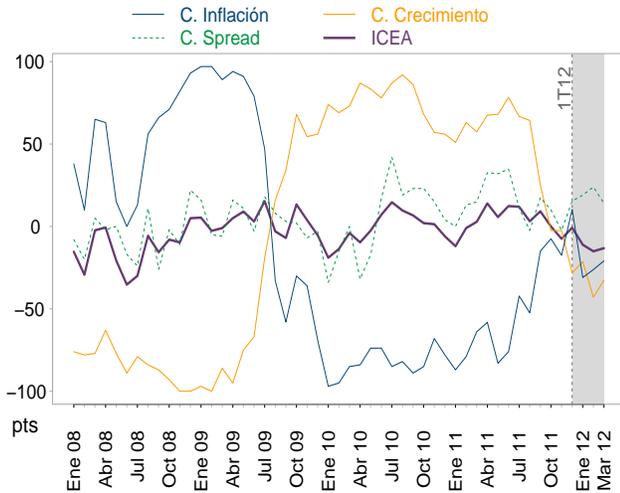
Por otra parte, se analizó el índice de confianza de la economía ICEA que publica Fedesarrollo. El índice reflejó un deterioro en las expectativas de los agentes respecto a inflación, crecimiento económico y spread de deuda soberana. Particularmente, el deterioro se debe a la importante desmejora en enero del componente de expectativas de inflación y al importante deterioro del componente de crecimiento en febrero. Cabe destacar que, niveles por debajo de 14 puntos (observado en marzo), no se presentaban desde enero del 2010.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registraron un aumento para los plazos entre 0 y 3 años y una disminución para aquellos mayores a 3 años, tendencia que se mantiene respecto al 4T2011. Los márgenes presentaron las siguientes variaciones: menos de un año: +46 p.b., entre 1 y 3 años: +21 p.b., entre 3 y 5 años: -39 p.b. y a más de 5 años: -12 p.b. (Gráfico 9).

Finalmente, el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días aumentó 0,43 p.b., lo que se explica por un aumento de la tasa de tesorería en 0,33 p.b. frente a una disminución en la tasa de los títulos TES a 30 días de 0,10 p.b. (Gráfico 10); estos movimientos pueden

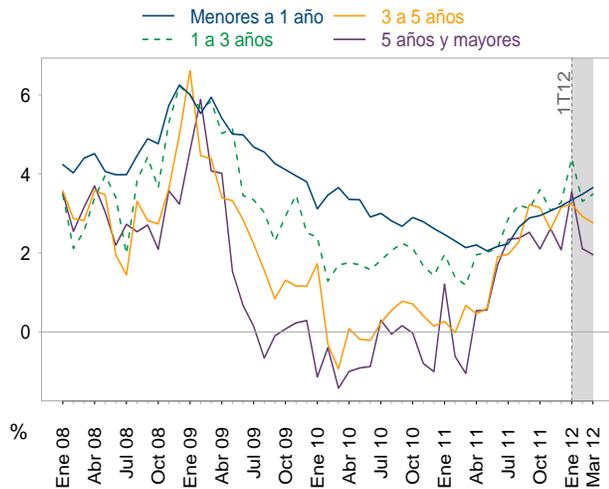
²⁴En enero el componente de expectativas de producción mejoró considerablemente al pasar de 30,5% a 43,1%. En febrero mejoraron los componentes que miden el volumen actual de pedidos y el nivel de existencias.

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



Fuente: Fedesarrollo.

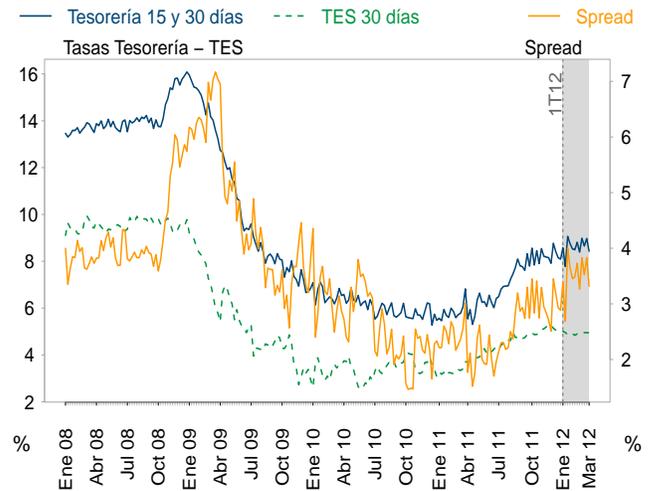
Gráfico 9: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

estar asociados a una mayor percepción de riesgo.

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



Fuente: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

Gráfico 11: VIX V.S. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

En 1T12 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, lo que se refleja en la dismi-

nución registrada en el índice USTW de 0,8%. Las monedas que presentaron mayor revaluación frente al dólar estadounidense fueron el zloty polaco, el rublo ruso y el peso mexicano con 9,7%, 8,7% y 8,1%, respectivamente (Cuadro 2). Adicionalmente, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY) y Latinoamérica (LACI) reflejaron revaluación de las monedas de 1,5% y 4,5%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2011	1T12	País	2011	1T12
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	2.5%	-2.9%	Korea	1.6%	-1.7%
Gran Bretaña	-0.7%	-2.9%	India	18.0%	-4.1%
Australia	-0.4%	-1.3%	Hong Kong	-0.2%	0.0%
Nueva Zelanda	-0.9%	-5.1%	China	-4.7%	0.1%
Canadá	2.1%	-2.2%	Malasia	2.7%	-3.3%
Dinamarca	2.2%	-2.7%	Tailandia	4.7%	-2.3%
Suiza	0.3%	-3.8%	Indonesia	0.8%	0.9%
Japón	-5.7%	7.7%	índice ADXY	0.8%	-1.5%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	1.5%	-7.7%	Islandia	6.0%	3.1%
Brasil	12.2%	-2.1%	Rusia	5.1%	-8.7%
México	12.4%	-8.1%	Polonia	15.6%	-9.7%
Argentina	8.2%	1.8%	Rep. Checa	4.4%	-5.8%
Perú	-3.9%	-1.0%	Israel	7.6%	-2.7%
Chile	11.0%	-6.0%	Sur África	21.9%	-5.2%
índice LACI	10.1%	-4.5%	USTW	-0.2%	-0.8%

Fuente: Bloomberg.

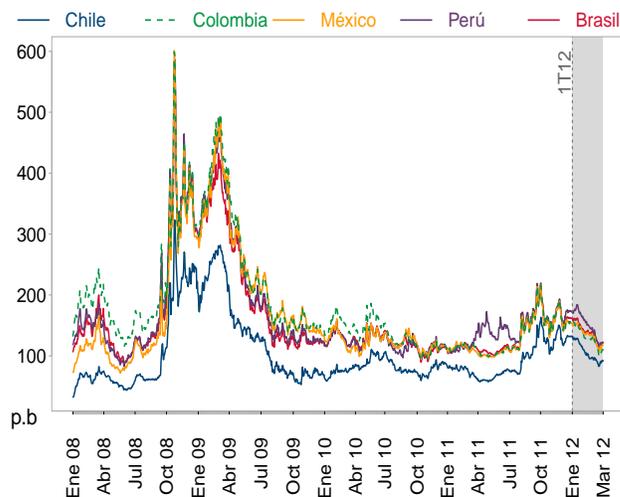
En el trimestre analizado las monedas de los países emergentes presentaron en general un comportamiento revaluacionista, que se presentó principalmente en enero, cuando la percepción de riesgo a nivel internacional disminuyó. Adicionalmente, vale la pena resaltar que en el trimestre los precios de los productos básicos presentaron un aumento (en el Cuadro 3 se presentan las principales variaciones) y que los CDS de las economías de la región presentaron una disminución con respecto al trimestre anterior²⁵ (Gráfico 12).

Con respecto a la volatilidad de las monedas de la región, en el trimestre analizado se presentó una disminución para todos los países, aunque permaneció en niveles altos. Adicionalmente, el real brasilero continuó siendo la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional el 97% de los días²⁶, se-

²⁵Los CDS presentaron las siguientes variaciones entre el 29 de diciembre de 2011 y el 30 de marzo de 2012: Colombia -45 pb, Brasil -40 pb, México -36pb, Perú -52pb y Chile -40pb

²⁶Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 12: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

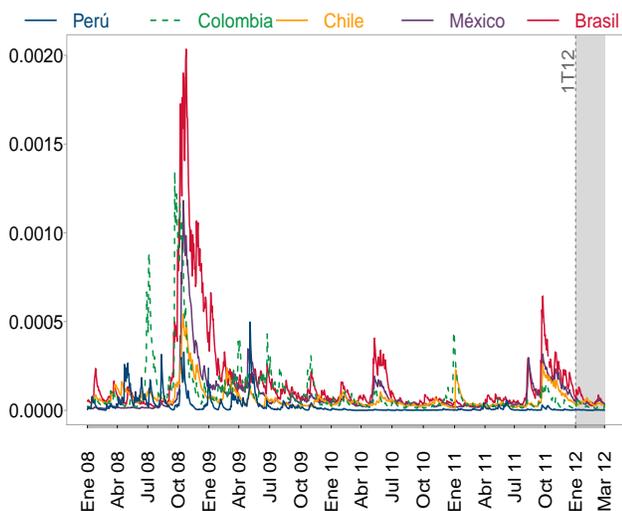
	30 Dic 2012	30 Mar 2012	Variación
Soya	11.9	14.0	18%
Plata	27.8	32.3	16%
Cobre	7554.0	8480.0	12%
Oro	1564	1668	7%
Cacao	2145	2288	7%
Aluminio	1971	2099	6%
Petróleo	98.8	103.0	4%
Aceite de palma	1360	1405	3%
Trigo	6	6	2%
Ganado	124	125	1%
Café	111.8	113.0	1%
CRB INDEX	305.3	308.5	1%

Fuente: Bloomberg.

guida por el peso mexicano (3%) (Gráfico 13).

Vale la pena resaltar que el Gobierno de Brasil decidió extender el impuesto sobre las transacciones financieras a los préstamos entre dos y cinco años y decidió eximir del pago de dicho gravamen a las operaciones financieras que realicen los exportadores para cubrir el riesgo cambiario.

Gráfico 13: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

País	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2010	3059	8967	0	41952	4466.0
2011	3719	3737	12000	58305	4614.0
Ene 2012	0	1297	0	0	0.0
Feb 2012	360	2381	0	2539	0.0
Mar 2012	480	1883	0	12086	0.0
1T12	840	5561	0	14625	0.0
RI dic 11	32302	46096	41979	352012	142475.0
1T12/ RI	3%	12%	0%	4%	0%

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

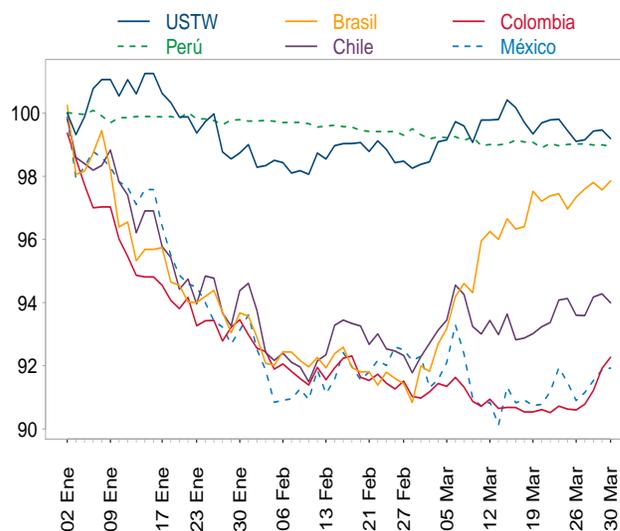
5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el primer trimestre de 2012 el tipo de cambio pasó de \$1.939 a \$1.785 por dólar²⁷. La revaluación del peso colombiano ascendió a 7,7%, resultando inferior a la presentada por la moneda de México (8,1%) y superior a la presentada por las monedas de Chile

²⁷ Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

(6%), Brasil (2,1%) y Perú (1%) (Gráfico 5 y Gráfico 14).

Gráfico 14: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 02 de enero 2012

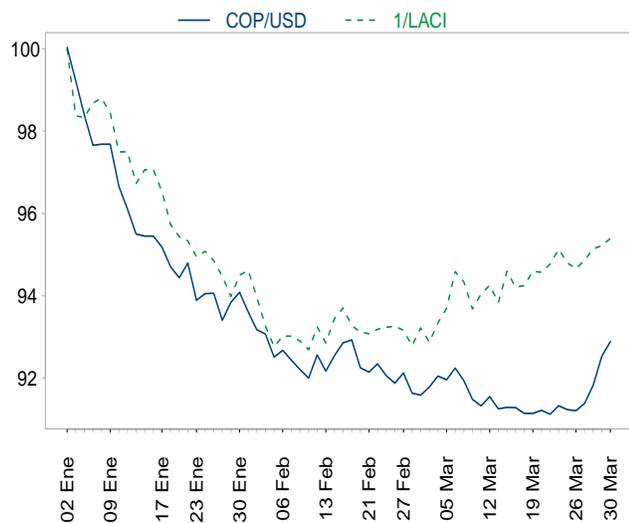
Cuadro 5: Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica

País	Dep	ΔCDS	ΔEMBI
México	-8.1%	-23.4%	-15.4%
Chile	-6.0%	-30.5%	-14.0%
Brasil	-2.1%	-24.5%	-15.4%
Colombia	-7.7%	-29.5%	-25.0%
Perú	-1.0%	-29.3%	-20.6%

Fuente: Set FX y Bloomberg.

Durante el periodo analizado el peso presentó una tendencia revaluacionista, al igual que las demás monedas de la región, que estuvo particularmente acentuada en el mes de enero (Gráfico 15). Este comportamiento estuvo asociado a la disminución en la percepción de riesgo a nivel internacional. Adicionalmente, en ese periodo se contaba con mayor liquidez por la operación que realizó el Banco Central Europeo a finales de 2011 otorgando liquidez por tres años (EUR489.191 millones a 523 bancos europeos).

Gráfico 15: COP/USD V.S LACI



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre 2012

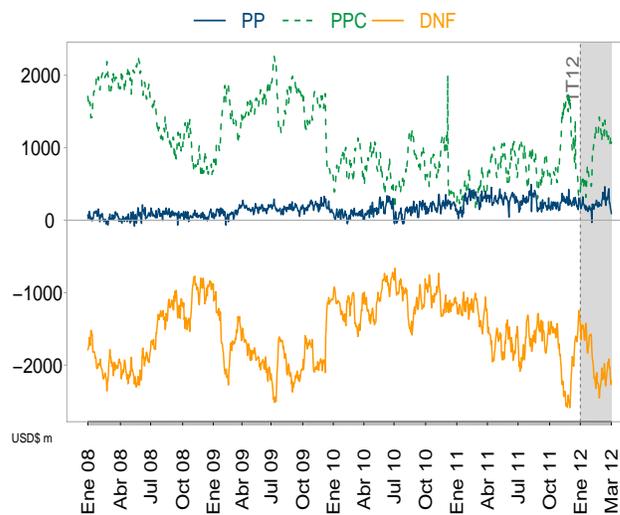
A nivel local la revaluación estuvo soportada por datos positivos como la tasa de desempleo, la inflación por debajo de las expectativas del mercado, el dato de déficit fiscal²⁸ y el aumento de la perspectiva de la calificación de deuda colombiana por parte de DRBS ratings. Además, la revaluación también estuvo influenciada por oferta neta de divisas por parte de algunos agentes.

Vale la pena resaltar que el 3 de febrero, el Banco de la República anunció que aumentaría el nivel de reservas internacionales a través de compras diarias de por lo menos US\$20 millones por al menos tres meses contados a partir del 6 de febrero. Este programa fue extendido el 24 de febrero hasta al menos el 4 de agosto del 2012. Además, el 30 de enero el Ministro de Hacienda anunció que no monetizaría US\$2200 millones en 2012 (US\$1000 millones por dividendos de Ecopetrol y US\$1200 millones por regalías) y afirmó que el

²⁸El Ministerio de Hacienda anunció que, con datos preliminares, el déficit del sector público consolidado durante 2011 fue 2,2% del PIB, inferior al 2,9% presentado en diciembre (Marco Fiscal de Mediano Plazo). Por lo anterior, el déficit del Gobierno Nacional Central pronosticado para 2012, pasó a 3.0% (anunciado en diciembre) a 2,8%.

Gobierno no traería durante lo restante del año dólares para la financiación de sus gastos. Por otra parte, el 6 de marzo el Ministerio de Agricultura anunció que durante 2012 realizaría un programa de coberturas por \$35.000 millones, que se utilizarían para subsidiar primas de opciones de tasa de cambio para los agroexportadores.

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



Fuente: Banco de la República.

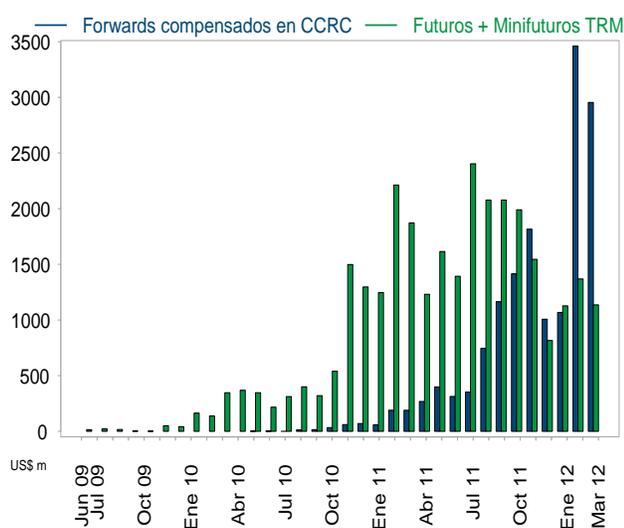
Respecto a la balanza cambiaria²⁹, las cifras muestran que en el primer trimestre de 2012 se presentaron ingresos netos de divisas por la cuenta de capital por US\$3128 millones y egresos netos de divisas por la cuenta corriente por US\$2301 millones. Los reintegros netos de capital privado fueron inferiores en US\$3228 millones a los observados en el mismo periodo del año anterior. La principal fuente de divisas, al igual que en trimestres anteriores fue la inversión directa neta, que presentó reintegros por US\$4.112 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$2529 millones). La inversión de portafolio neta presentó reintegros por US\$717 millones fren-

²⁹La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

te a US\$184 millones durante el mismo periodo del año anterior, y el rubro préstamo neto presentó reintegros por US\$900 millones frente a US\$1188 millones, del mismo periodo del año anterior. Por otra parte, el rubro de operaciones especiales³⁰ registró salidas por US\$5.463 millones.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)³¹ de los IMC aumentó US\$654 millones frente al trimestre anterior (*Gráfico 16*). El promedio de la PPC durante este trimestre se ubicó en US\$931 millones, superior al promedio observado en los años 2010 (US\$742 millones) y 2011 (US\$740 millones).

Gráfico 17: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

³⁰ incluye los movimientos de divisas provenientes de cuentas corrientes de compensación y movimientos de divisas por operaciones de derivados

³¹ 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.

En cuanto a los futuros de TRM³², durante el primer trimestre de 2012 se negociaron un total de 70.555 contratos, número inferior al negociado durante el 4T11 (83.737 contratos) y totalizando un monto de US\$3.527 millones. Al 30 de marzo de 2012 la posición abierta ascendía a 5.846 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en abril de 2012. Respecto a los mini futuros de TRM³³, se negociaron un total de 20.561 contratos, inferior al número negociado en el trimestre anterior (32.712 contratos) y totalizando US\$103 millones (*Gráfico 17*). La posición abierta de mini futuros al 30 de marzo ascendió a 2.905 contratos.

Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la CRCC presentaron un aumento significativo, pasando de US\$4.237 millones en el 4T11 a US\$7.482 millones en el 1T12 (*Gráfico 17*).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el primer trimestre de 2012, los bancos centrales de la región tomaron decisiones diferentes con respecto a sus tasas de política monetaria. México y Perú las mantuvieron inalteradas³⁴, los bancos centrales de Chile y Brasil anunciaron recortes, y el Banco de la República (BR) hizo dos incrementos.

Las autoridades monetarias mencionaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones, las dificultades de la deuda soberana de Europa y la incertidumbre acerca de cómo se resolvería la situación, el lento ritmo de crecimiento de las economías avanzadas, y los signos de desaceleración en algunas economías emergentes.

³² Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

³³ Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

³⁴ México no ha modificado su tasa de referencia desde mediados de 2009

El Banco Central de Chile redujo sorpresivamente en 25 p.b. su tasa de política monetaria hasta 5,0% en enero, y las siguientes dos reuniones la mantuvo inalterada.

Por su parte, el banco central de Brasil anunció dos recortes en las reuniones de enero y marzo, de 50 p.b. y 75 p.b., respectivamente, dejando la tasa de política monetaria en 9,75%, siendo más expansionista de lo esperado por los analistas, que habían pronosticado para la reunión de marzo un recorte de 50 p.b.. La entidad señaló que estaba ajustando las condiciones monetarias con el fin de mitigar los efectos de un ambiente global más restrictivo. Vale la pena destacar que en marzo se conoció que durante el 4T11 la economía brasilera presentó el peor crecimiento económico desde 2003 (El crecimiento fue 2,7% frente a un esperado de 2,8%).

En cuanto al BR, éste realizó dos incrementos sucesivos de 25 p.b. de la tasa de referencia en las reuniones de enero y febrero pasándola de 4,75% a 5,25%. En los comunicados que acompañaron estas decisiones, el BR mencionó, entre otras cosas, los niveles elevados de los precios de las materias primas³⁵, los niveles históricamente altos de los términos de intercambio, los altos precios de la vivienda nueva y usada, el fuerte dinamismo de la economía colombiana³⁶, el alto grado de endeudamiento de los hogares, y el alto índice de confianza de los consumidores (Gráfico 18 y Cuadro 6).

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

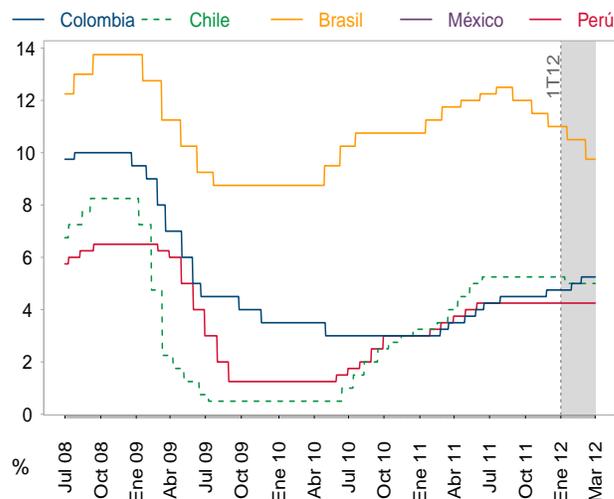
País	Variación 1T12*	Variación 2012*	T.R Mar-12
Colombia	+50	+50	5.25%
Chile	-25	-25	5.00%
Perú	0	0	4.25%
Brasil	-125	-125	9.75%
México	0	0	4.50%

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

³⁵Incluyendo el Petróleo, cuyo precio aumentó durante el trimestre

³⁶Durante el trimestre analizado se conoció que en el año 2011 el PIB aumentó 5,9%, más de lo esperado (5,8%).

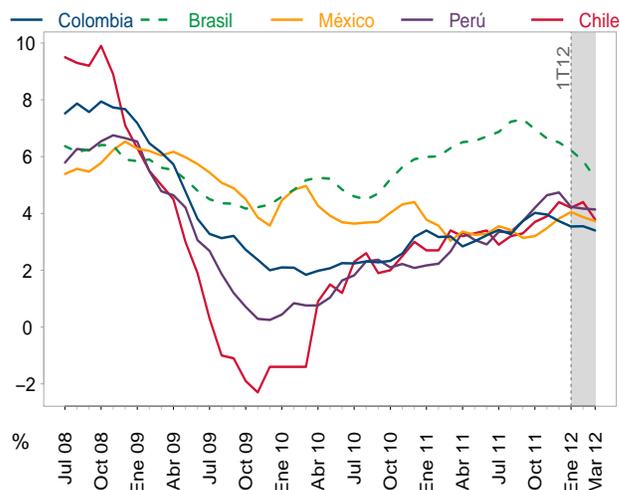
Gráfico 18: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Respecto a los datos de inflación, en marzo Perú presentó una inflación anual por fuera del rango meta de 2012, superando el límite máximo (3%) en 123 p.b.. Los demás países registraron inflaciones dentro del rango meta (Gráfico 19 y Cuadro 7).

Gráfico 19: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2011

País	Anual Marzo 2012	Rango meta 2012
Colombia	3.40%	2.0% - 4.0%
Brasil	5.24%	2.5% - 6.5%
Chile	3.80%	2.0% - 4.0%
México	3.73%	2.0% - 4.0%
Perú	4.23%	1.0% - 3.0%

Fuente: Bloomberg.

La tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) se mantuvieron en niveles cercanos al de la tasa de referencia durante todo el período de análisis. Por su parte, la tasa de corte de la subasta de expansión del BR estuvo por encima de la tasa de referencia en dos (2) ocasiones, el 13 de marzo y el 30 de marzo³⁷, pese a que en esta última fecha no se presentó sobredemanda³⁸ (Gráfico 20).

Gráfico 20: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

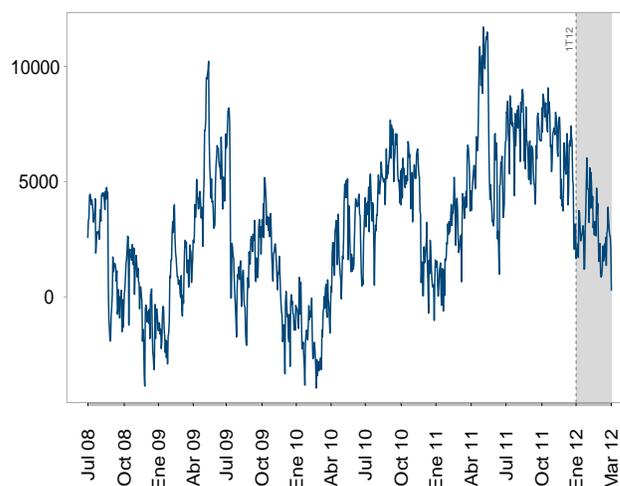
Los saldos de expansión del BR disminuyeron, y los saldos de depósito de contracción aumentaron en menor medida, de tal manera que los saldos netos de ex-

³⁷En ambas fechas la tasa de corte fue 5,40%

³⁸El 30 de marzo el cupo de la subasta era \$2.900 mm y la demanda fue \$835,6 mm.

pansión presentaron caídas y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero disminuyó, terminando el trimestre en cerca de \$294 mm, nivel inferior al registrado a finales de diciembre de \$3.138 mm, y al observado a finales de marzo de 2011 cuando se ubicó en \$4.599 mm (Gráfico 21).

Gráfico 21: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

En febrero el BR reanudó las compras de USD20 millones diarios en el mercado cambiario, lo que aumentó la liquidez. Por su lado, la DGCPTN aumentó su saldo en el BR³⁹ (Gráfico 22). El mayor incremento de este saldo se presentó en el mes de enero ante los mayores ingresos,⁴⁰ provenientes de traslado de impuestos, privatizaciones y colocaciones de TES.

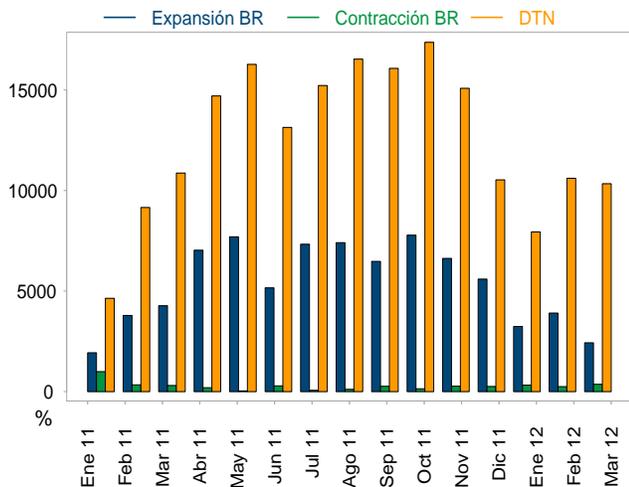
Como había sucedido los trimestres anteriores, en el 1T12 las tasas del mercado monetario continuaron aumentando, reflejando el incremento de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa⁴¹ aumentó 93 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 56 p.b.

³⁹El saldo de la DGCPTN en el BR pasó de \$5.419 mm el 29 de diciembre de 2011 a \$10.272 mm el 30 de marzo de 2012.

⁴⁰Los pagos permanecieron relativamente constantes

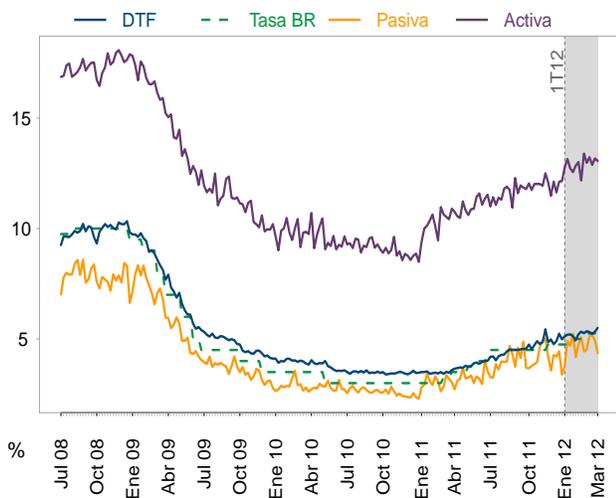
⁴¹Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su

Gráfico 22: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011



Fuente: Banco de la República.

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



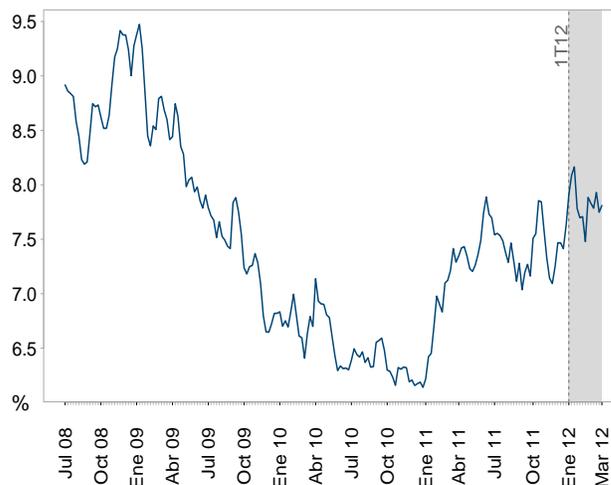
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

(Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,53 % a 7,85 %⁴² (Gráfico 24).

ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

⁴²Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen

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



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

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento. Con datos disponibles a marzo de 2012, los montos promedio de las carteras de consumo, microcrédito y comercial aumentaron 27 %, 24 % y 16 %, respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 17 %⁴³ (Gráfico 25). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁴⁴, en el primer trimestre los intermediarios financieros percibieron que el crecimiento de la demanda de crédito disminuyó, en especial, el de la demanda de consumo, cuya modalidad impulsó el crecimiento de la cartera total en el año 2011. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios seguirían teniendo preferencia por

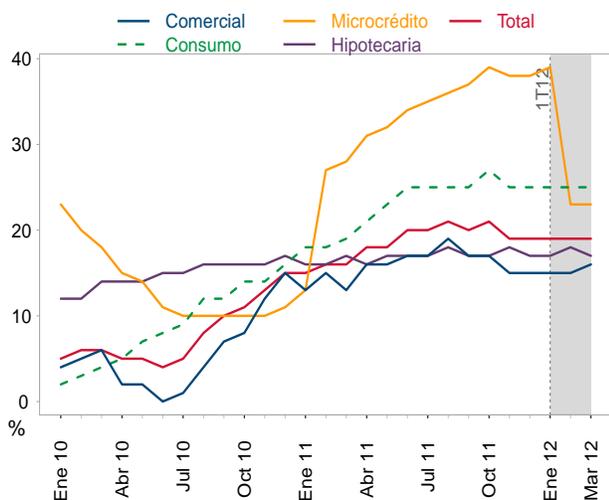
frecuencia semanal. El promedio del 4T11 se calculó con datos semanales entre el 7 de octubre y el 30 de diciembre de 2011, y el promedio del 1T12 se calculó con datos semanales entre el 6 de enero y el 30 de marzo de 2012.

⁴³Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior

⁴⁴Realizada durante las dos primeras semanas de marzo.

la opción de otorgar créditos frente a otras alternativas de inversión, lo que es explicado por la búsqueda de mayores rentabilidades y para mantener el nicho de mercado.

Gráfico 25: Crecimiento Anual de Cartera



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

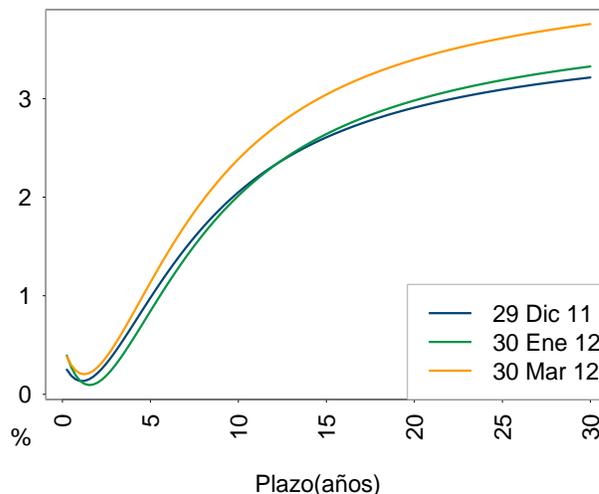
6.2 Mercado de Deuda Pública

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

En el primer trimestre de 2012, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron un aumento en todos los plazos (Gráfico 26). Lo anterior, debido a la menor percepción de riesgo por parte de los inversionistas ante a la publicación de algunos datos económicos favorables a nivel mundial, las operaciones de liquidez de algunos bancos centrales, y la aprobación del segundo paquete de rescate de Grecia.

Por su parte, durante el 1T12 los bonos de deuda pública interna de los países de la región, presentaron comportamientos diferentes. Los bonos de Chile se desva-

Gráfico 26: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

lorizaron, mientras que los bonos de Brasil, México y Perú registraron valorizaciones (Gráfico 27).

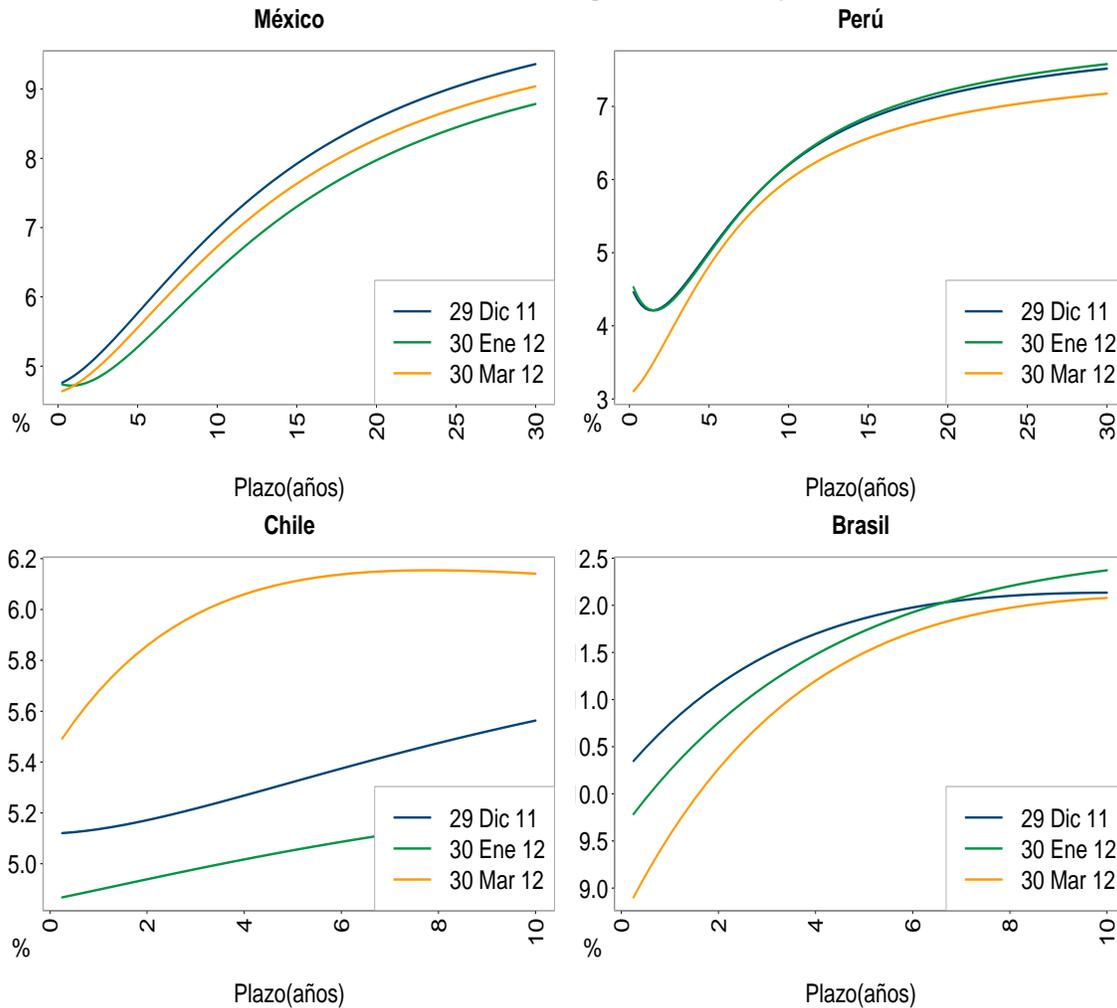
6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 29 de diciembre de 2011 y el 30 de marzo de 2012, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$145.000 mm a \$149.000 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 \$7.212 mm⁴⁵. 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 1T12 era aproximadamente \$813 mm.

⁴⁵ A marzo 30 se habían colocado cerca de \$4.515 mm en subastas, cerca de \$702 miles de millones en convenidas y \$2.013 mm en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de marzo.

Gráfico 27: Curvas Cero Cupón Países de la Región

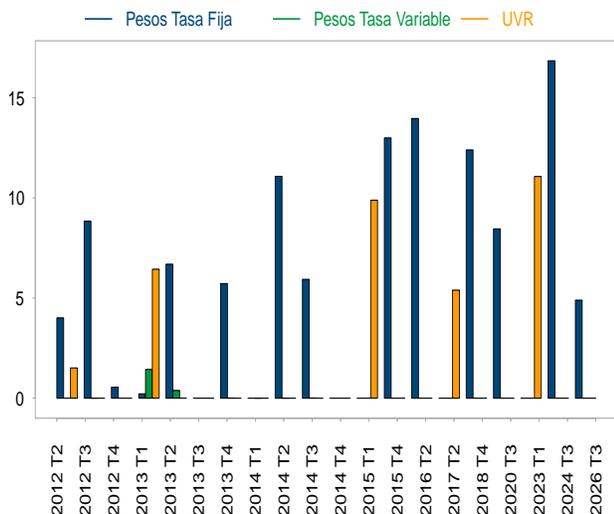


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Es importante mencionar que a comienzos del año el Gobierno informó que se habían reducido las necesidades de liquidez al menos durante el primer semestre, y en consecuencia, se suspendieron las subastas de TES de corto plazo hasta la última semana de junio, cuando serían revisadas las necesidades de liquidez del segundo semestre. 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 30 de marzo, se observa que en el año 2012 los vencimientos representan un 10% del saldo en circulación, de los cuales cerca del 6% corresponden al tercer trimestre del año.

Gráfico 28: Proyección de Vencimientos TES



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

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

A diferencia del trimestre anterior, en el cual los bonos de Colombia presentaron desvalorizaciones, durante el primer trimestre de este año las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos registraron reducciones y la curva se aplanó. En promedio las tasas disminuyeron 4 p.b. entre 0 y 2 años, 35 p.b. entre 2 y 5 años, y 40 p.b. entre 5 y 15 años⁴⁶ (Gráficos 29 y 30). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 42 p.b durante el período analizado, al pasar de 224 p.b. el 29 de diciembre de 2011 a 182 p.b. el 30 de marzo de este año (Gráfico 31).

Las tasas de corto plazo presentaron comportamiento estable debido a que el efecto alcista del sorpresivo aumento de la tasa de referencia de 25 p.b. en la reunión de enero (hasta 5,0%) fue compensado por la respuesta del mercado al anuncio del Ministerio de Hacienda de suspender las subastas de bonos de corto plazo. Posteriormente, las tasas aumentaron ante expectativas de un nuevo incremento de la tasa de referencia

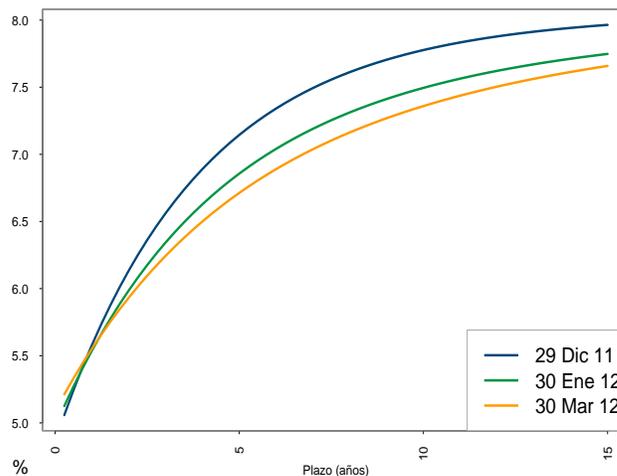
⁴⁶Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

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



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

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



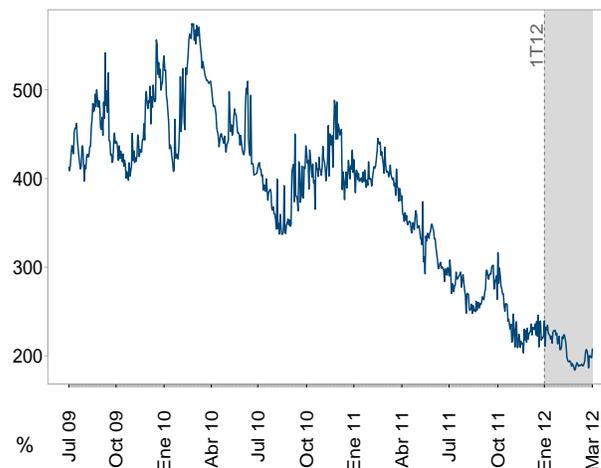
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

en febrero, que efectivamente se llevó a cabo, dejando la tasa en 5,25%, pero éste fue compensado por las mayores disponibilidades de liquidez. En cuanto a las tasas de mediano y largo plazo, al parecer su com-

portamiento estuvo relacionado con el optimismo de los participantes del mercado ante anuncios positivos en materia fiscal⁴⁷, la colocación exitosa de bonos de deuda externa⁴⁸, así como la reducción de la percepción de riesgo de los agentes locales gracias a la aprobación del segundo paquete de ayuda a Grecia, y a la publicación de algunos datos económicos favorables a nivel mundial. Adicionalmente, las tasas estuvieron influenciadas por la disminución de las expectativas de inflación ante las decisiones de política monetaria del BR durante el trimestre, y el dato de inflación de febrero que resultó inferior al pronosticado por el mercado. También cabe resaltar que en marzo hubo mayores disponibilidades de liquidez proveniente, en parte, de vencimientos de TES.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$8.500 mm⁴⁹, superior al observado en el mismo período del año 2011 (\$4.600 mm) (Gráficos 33, 32). En el Gráfico 31 puede observarse que en enero, febrero y marzo el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo medio de la curva (plazos entre 2 y 5 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en mayo de 2014 cuya participación pasó de 18% a 22% entre el

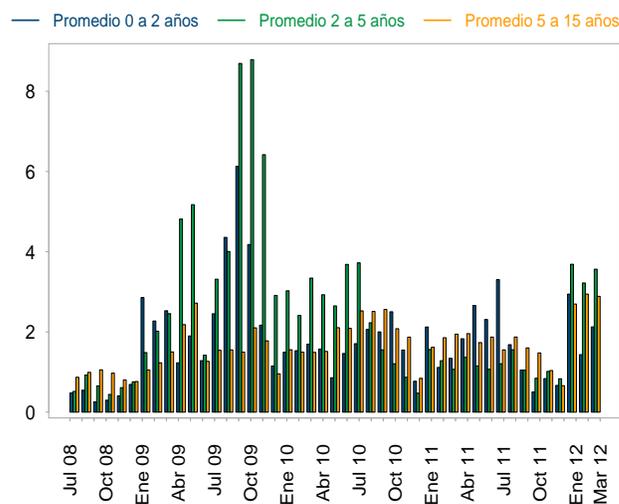
Gráfico 31: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

4T11 y el 1T12, seguidos de los títulos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 33% a 19%. Por su parte, la participación de los bonos que vencen en agosto de 2012 pasó de 16% a 15%.

Gráfico 32: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



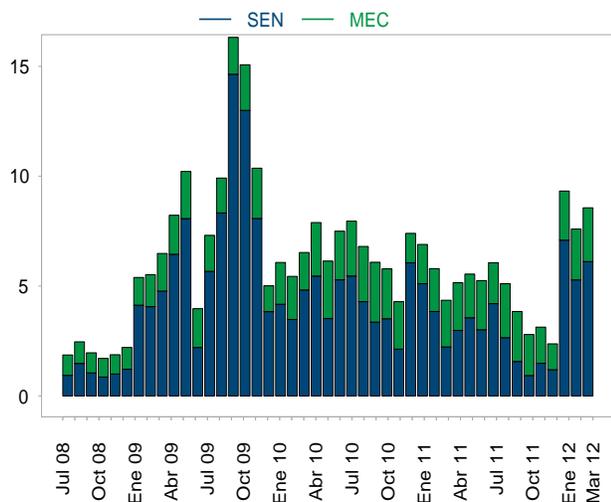
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. Billones de pesos.

⁴⁷A principios de febrero el Ministerio de Hacienda anunció que, con datos preliminares, el déficit del sector público consolidado (SPC) durante 2011 había sido 2,2% del PIB, inferior al estimado en diciembre (2,9%) gracias a un mejor desempeño fiscal del Gobierno central y las regiones. Por lo anterior, el déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) pronosticado para 2012 pasó de 3,0% a 2,8%. De acuerdo con la entidad, la mayor disponibilidad de recursos en caja y la disminución en el déficit proyectado, permitieron que se redujeran las necesidades de liquidez de la Tesorería al menos durante el primer semestre del año.

⁴⁸Se colocaron US\$1.500 millones a 30 años a una tasa inferior a las tasas de colocación de bonos que anteriormente se subastaron a plazos similares (los bonos vencen en 2041 y fueron colocados a una tasa de 4,964% después de recibir demandas por cerca de US\$3.600 millones. En 2009 estos bonos fueron colocados a una tasa de 6,198%. Los bonos que vencen en 2037 fueron colocados en 2006 y 2008 a tasas entre 6,601% y 7,453%, los bonos que vencen en 2033 fueron colocados en 2003 a 11,250% y 8,947%, y los bonos que vencen en 2028 fueron colocados a 11,587% en el año 2000). Estos recursos fueron utilizados para recomprar bonos de deuda externa con vencimiento entre 2013 y 2027, y el remanente sería utilizado para financiar necesidades presupuestales en dólares de 2012.

⁴⁹Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 33: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente: Deposito Central de Valores. Banco de la Republica. Billones de pesos.

6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES⁵⁰ negociados en la BVC presentaron una leve valorización durante el periodo analizado (Gráfico 34).

El número de contratos negociados a futuro de TES⁵¹ aumentó al pasar de 15.408 contratos a 49.798 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$12.449,5 mm. Respecto a las posiciones abiertas, durante el trimestre éstas ascendieron hasta 503 y 376 contratos para los contratos con vencimiento en marzo y junio de 2012, respectivamente).

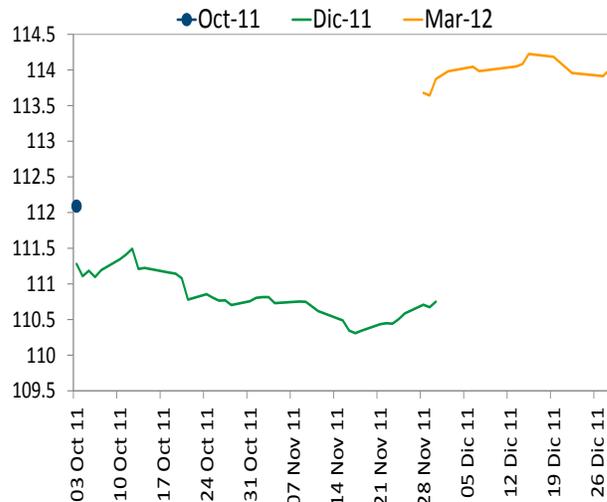
6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el primer trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se valo-

⁵⁰Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

⁵¹Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

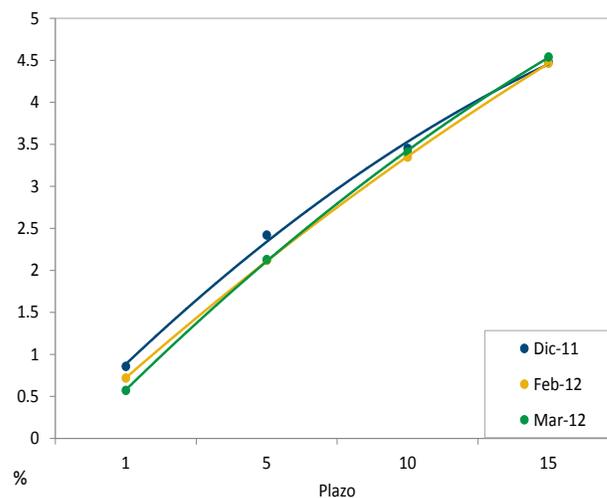
Gráfico 34: Precio de Contratos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

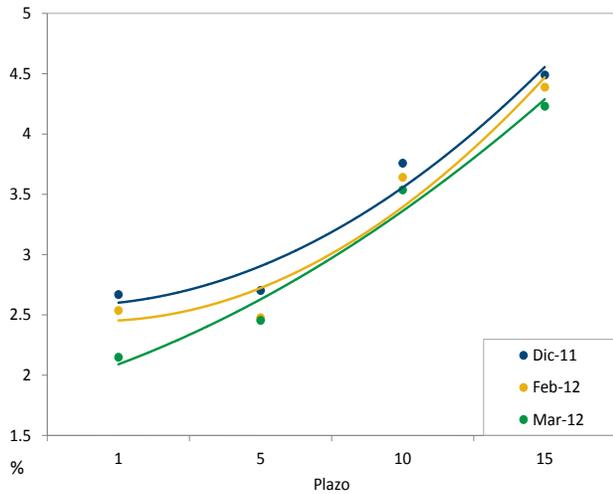
rizaron producto de las amplias condiciones de liquidez en el mercado monetario y de la disminución en la percepción de riesgo internacional (Gráficos 35, 36 y 37).

Gráfico 35: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



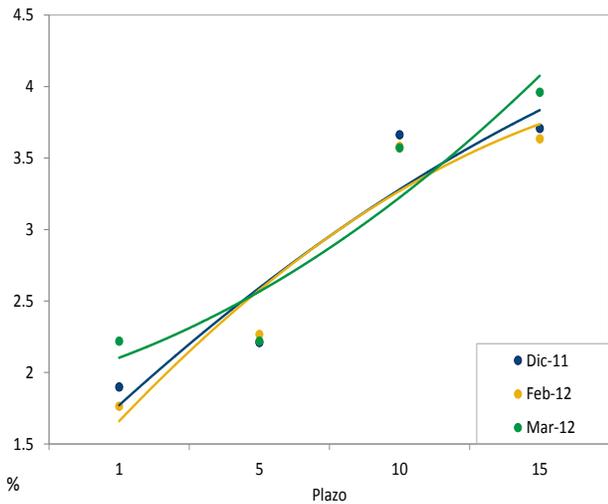
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

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

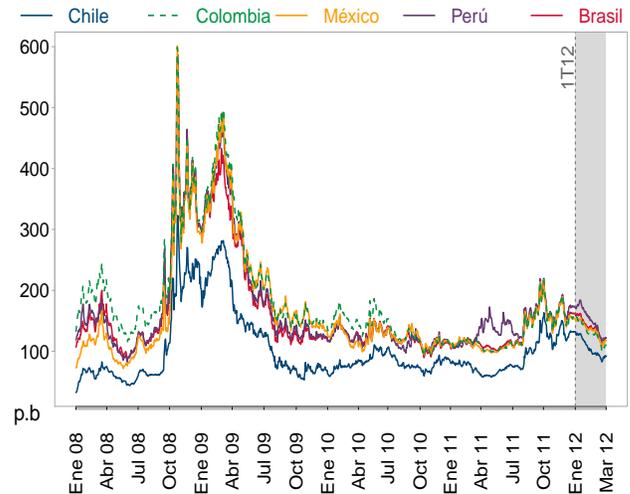


Fuente: Bloomberg.

Asimismo, siguiendo la tendencia presentada en la última parte del año pasado, las primas de riesgo hacia la región disminuyeron en el trimestre: el EMBI+ disminuyó 57 p.b. (-15,2%) y los EMBI país se redu-

jeron en promedio 37 p.b. (-19%)⁵² (Gráfico 39). Por su parte, los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años disminuyeron en promedio 42 p.b. (20%)⁵³ (Gráfico 38).

Gráfico 38: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Aunque las primas de riesgo de la región tuvieron una tendencia descendente durante la mayor parte del trimestre, en las últimas semanas de marzo se presentó un leve retroceso asociado al aumento en la percepción de riesgo en Europa.

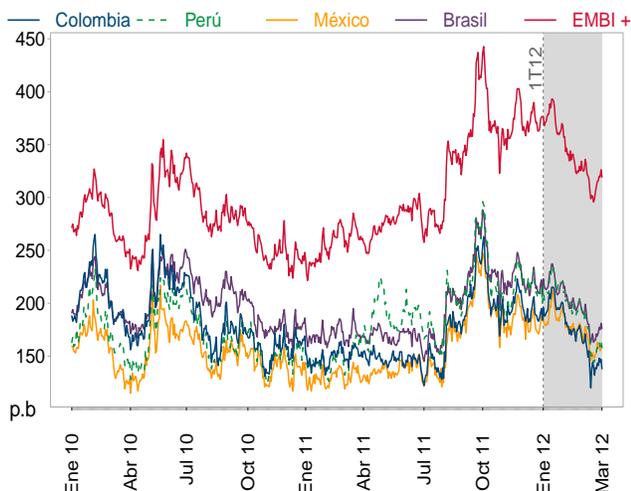
6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se valorizó en la parte corta y se desvalorizó en la parte larga, ocasionando un empinamiento de la curva (Gráfico 40). Este comportamiento pudo estar relacionado con la reapertura de la emisión de los bonos con vencimiento a 2041

⁵²Variaciones EMBI+ países: Colombia: -46 p.b. (-25%), Brasil: -32 p.b. (-15,4%), México: -29 p.b. (-2,4%) y Perú -41 p.b. (20,6%). EMBI Global Chile: -24 p.b. (-14%).

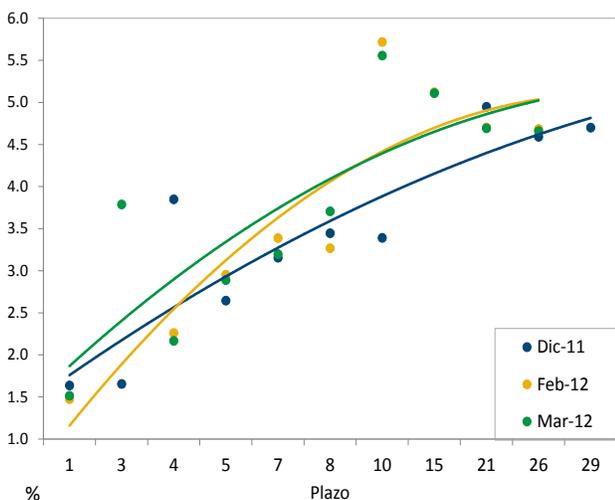
⁵³Variaciones: Colombia: -46 p.b. (-30%), Brasil: -39 p.b. (-24%), México: 36 p.b. (-23%), Chile: 40 p.b. (-30%) y Perú: 51 p.b. (29%)

Gráfico 39: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 40: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

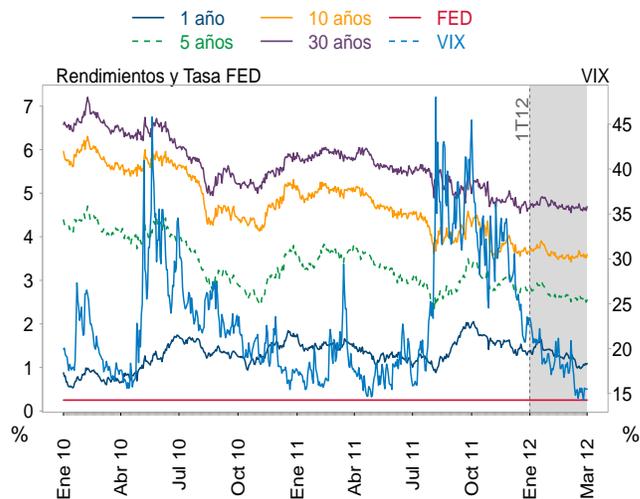
por US\$1.500 millones, cuyos recursos fueron utilizados para recomprar bonos de deuda externa con vencimiento entre 2013 y 2027, y para financiar necesidades presupuestales en dólares de 2012. Después de

la operación de recompra, el Gobierno aceptó bonos por un monto nominal de US\$578,3 millones⁵⁴, lo que implicó un ahorro fiscal de US\$58 millones en el servicio de la deuda de 2012.

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia disminuyó 46 p.b. (-25%) y el CDS a 5 años se redujo en 43 p.b. (21%), en línea con el comportamiento promedio de los países de la región.

Por otra parte, la agencia calificadora DBRS ratings⁵⁵, que en la actualidad le tiene asignada a la deuda de Colombia una calificación BBB, aumentó la perspectiva de estable a positiva, mencionando la buena gestión macroeconómica y la capacidad del país para enfrentar choques adversos.

Gráfico 41: Rendimientos Deuda Externa de Colombia, Tasa FED y VIX



Fuente: Bloomberg.

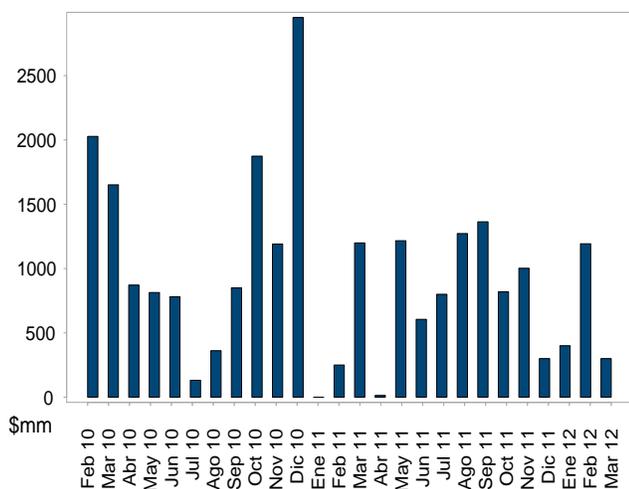
⁵⁴US\$226 millones del bono con vencimiento en 2013, US\$223,6 millones del bono con vencimiento en 2015, US\$42 millones del bono con vencimiento en 2016, y US\$87 millones del bono con vencimiento en 2027.

⁵⁵Dominion Bond Rating Service es una agencia de calificación establecida en Toronto, Canadá.

7 Mercado Primario de Deuda Privada

Durante primer trimestre de 2012 la dinámica del mercado primario de deuda privada respecto a colocaciones fue menor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con una disminución del 10% en el monto de colocación y un monto trimestral equivalente a \$1.892 mm (Gráfico 42). Si se compara con el mismo periodo del año anterior, los montos colocados fueron superiores en 30.61%. Se destacan dos características del comportamiento de las colocaciones durante el trimestre: i) el monto demandado fue un 20,25% mayor al de 4T2011, y ii) por primera vez se presentaron colocaciones en el mercado primario durante el mes de enero.

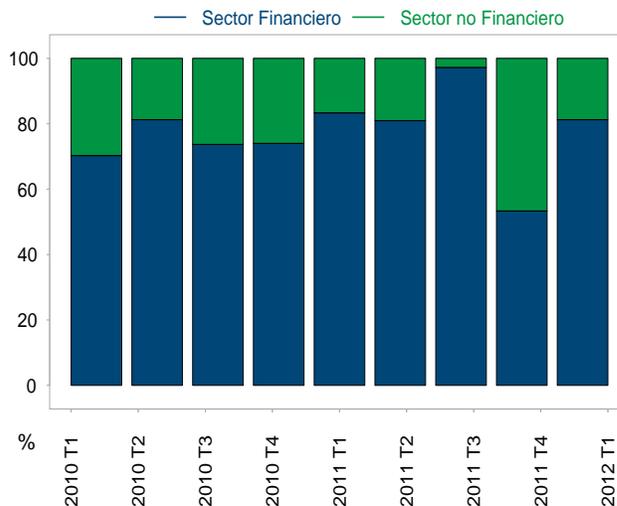
Gráfico 42: Monto Total Colocado (2010 - 2011)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre el sector financiero continuó siendo el principal emisor y aumentó su participación respecto al trimestre anterior con el 81,25% de las colocaciones (Gráfico 43). Las emisiones con mayor monto de colocación durante el trimestre fueron las de FINDETER (\$400 mm), Banco Popular (\$400 mm) y las de la Titularizadora Colombiana (\$327 mm).

Gráfico 43: Monto Colocado por Sector



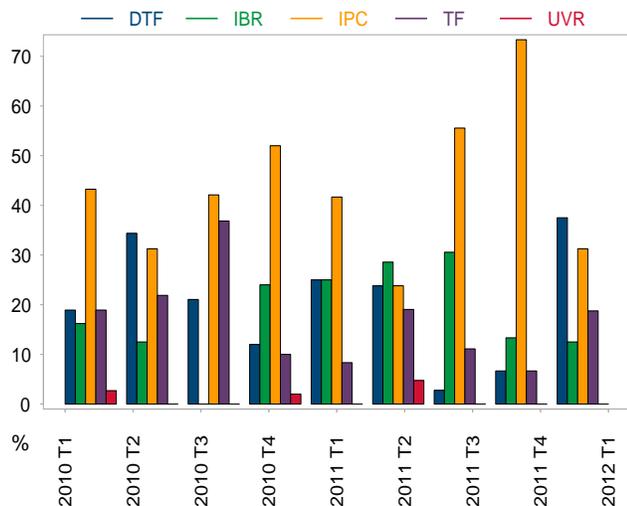
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, la proporción de colocaciones atadas al IPC, respecto al total de colocaciones, cayó 42% luego de haber crecido por dos trimestres consecutivos y luego de que representara durante el trimestre anterior el 73,3% de las colocaciones. La sustitución durante el trimestre de emisiones atadas al IPC fue llevada a cabo principalmente por colocaciones atadas a la DTF, que se incrementaron en un 30%, y a colocaciones atadas a una tasa fija, que crecieron un 12%. Las colocaciones atadas al IBR se mantuvieron estables.

Los plazos de colocación se ubicaron principalmente en periodos menores a 10 años con el 68% de las colocaciones (Gráfico 45). Sin embargo, cabe resaltar que el plazo de colocación entre 10 y 20 años continuó siendo el intervalo con mayor número de colocaciones (31,5%) a pesar de una caída del 27%. En cuanto a los demás plazos, el de 5 a 10 años representó el 28,09%, seguido por el plazo de 0 a 2 años en el que se colocaron el 21,32% de las colocaciones, luego de que en el trimestre anterior no se presentaran colocaciones atadas a dicho plazo. El plazo de 2 a 5 representó el 19% de las colocaciones.

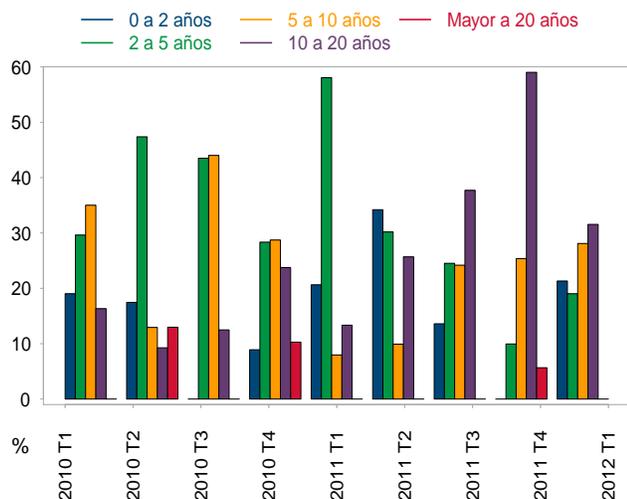
Por otra parte, la diferencia entre el monto demanda-

Gráfico 44: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 45: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



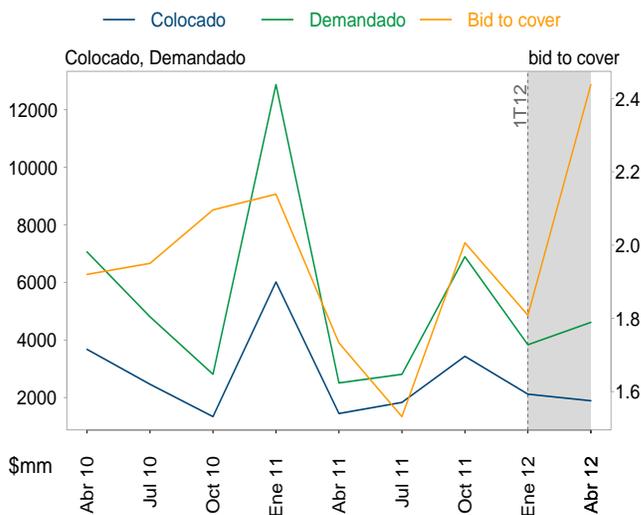
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

do y el monto ofrecido en las subastas aumentó frente al trimestre anterior (+0.62%) y alcanzó su máximo histórico lo que refleja el incremento en la dinámica de la demanda de deuda privada y la mayor liquidez del mercado. En el trimestre el monto demandado as-

cendió a 4.614 mm que equivalen a 2.4 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$3.837 mm, 1.8 veces) (Gráfico 46).

El incremento de la demanda pudo estar asociado al incremento de las colocaciones atadas a la DTF, a los menores plazos y a la mayor liquidez mencionada anteriormente. Las emisiones con mayor demanda fueron las de bonos ordinarios de Bancoldex indexadas a la DTF con una demanda importante de 4,88 veces el monto colocado, seguida de la emisión de CDTs de FINDETER con una demanda de 2,9 veces el monto colocado y la de Banco de Occidente con una demanda 2,6 veces el monto colocado.

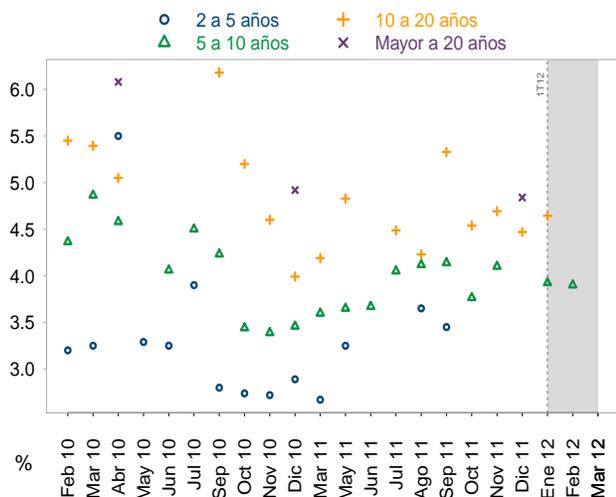
Gráfico 46: Monto Colocado VS Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por último, en el Gráfico 47 se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda privada. Durante el primer trimestre de 2012, el margen sobre la inflación de las colocaciones de deuda privada aumentó para el plazo de 10 a 20 años y disminuyó para plazo entre 5 y 10 años.

Gráfico 47: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

Durante el primer trimestre de 2012, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron valorizaciones principalmente ante la reducción de la percepción de riesgo internacional.

En Estados Unidos, la valorización de las bolsas se vió soportada por las señales de recuperación de esta economía, la publicación de resultados corporativos positivos y la publicación de los resultados de la prueba de estrés realizada por la FED a 19 bancos.

En Europa, el Eurostoxx se valorizó 6,9% durante el trimestre ante la disminución de la percepción de riesgo internacional y las medidas tomadas para aumentar el crecimiento y fortalecer la estabilidad financiera de la región, además de la publicación del crecimiento en el 4T11, el cual fue mayor al esperado.

En América Latina, los distintos índices presentaron valorizaciones (Gráfico 48), impulsados por los altos niveles de los precios de las materias primas y otros factores particulares de cada mercado. Por otra parte,

en la Gráfico 49, se puede observar que los coeficientes de variación⁵⁶ de los índices bursátiles de la región tuvieron una reducción importante con respecto al trimestre anterior. Durante la primera mitad del periodo analizado, el IPSA de Chile presentó el menor coeficiente de variación de la región mientras que en la segunda mitad del periodo, el MEXBOL de México fue el índice que presentó el menor coeficiente de variación. Por su parte, el coeficiente de variación del IGBC, se ubicó en la mitad entre los coeficientes de la región.

Gráfico 48: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre de 2007

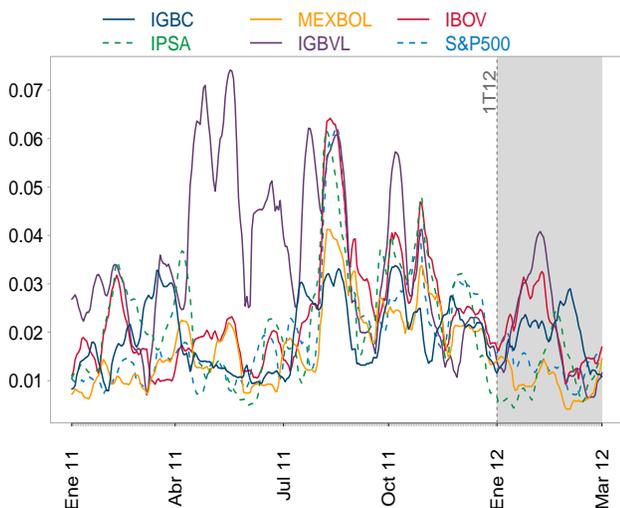
En materia de volatilidad condicional⁵⁷, durante el 1T12, el promedio en la región disminuyó con respecto al trimestre anterior. El IPSA de Chile fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo analizado seguido por el MEXBOL de México (Gráfico 50). Por su parte, se debe resaltar que el Merval de Argentina tuvo la mayor volatilidad condicional durante gran parte del periodo.

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano

⁵⁶El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 2.

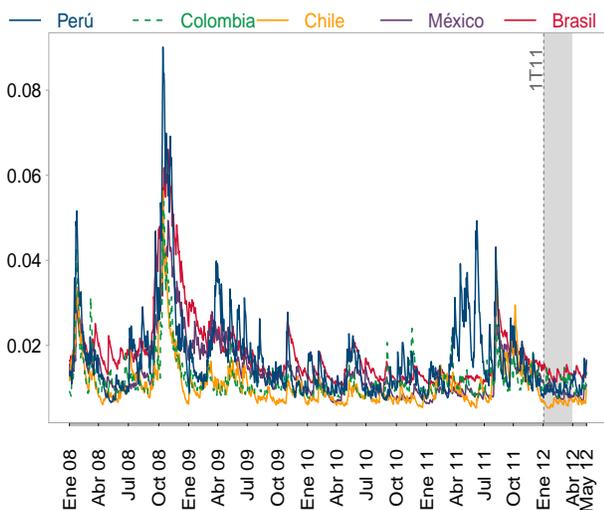
⁵⁷Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 49: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. Ventana móvil de 20 días.

Gráfico 50: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



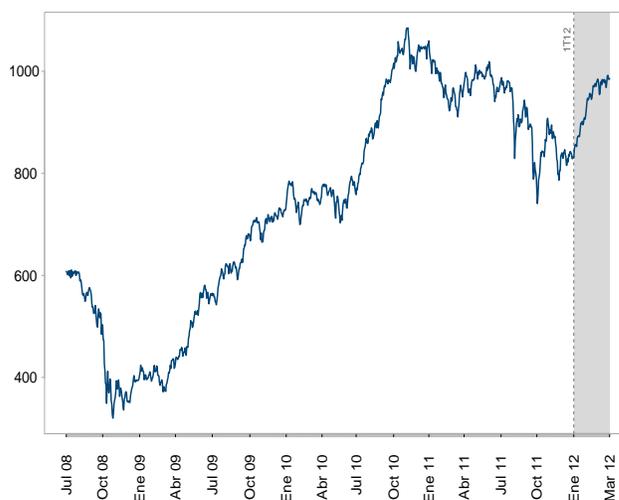
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

(MILA), en enero, el volumen de negociaciones⁵⁸ a través de este mercado fue de US\$ 3.4 millones mientras que este valor se redujo a US\$ 930.000 y US\$

⁵⁸Fuente: MILA.

407.000 en febrero y marzo respectivamente. Durante el 2012, los inversionistas colombianos compraron en el MILA acciones de Chile y Perú por \$310 millones netos; a su vez, los inversionistas chilenos y peruanos vendieron acciones colombianas por un monto neto de \$33 millones. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 51) presentó un aumento de 18.3% durante el periodo analizado.

Gráfico 51: S&P MILA 40

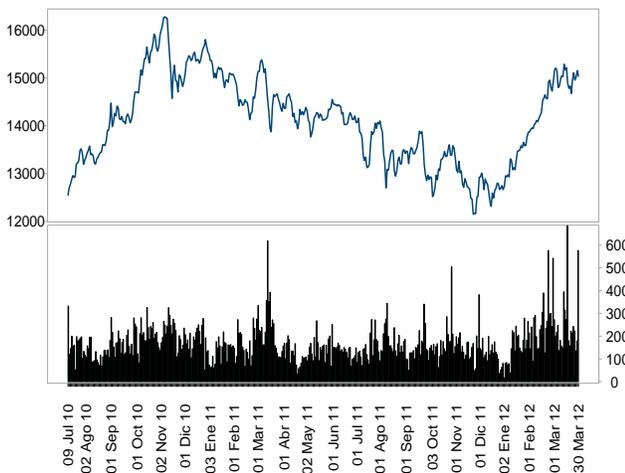


Fuente: Bloomberg.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario aumentó considerablemente frente al trimestre anterior, evidenciando un mayor apetito por parte de los inversionistas en renta variable. Durante el 1T12, se negociaron diariamente en promedio \$223 mm, mayor al promedio negociado en el 4T11 (\$151 mm) (Gráfico 52).

El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron valorizaciones durante el periodo analizado (18.7%, 10.9% y 15.6% respectivamente) debido a la publicación de resultados corporativos positivos, los buenos fundamentales de la economía colombiana y a los altos precios internacionales de las materias primas. Se debe resaltar que la valorización de estos índices también estuvo soportada por el alto peso que tienen las compañías

Gráfico 52: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg. Volumen: miles de millones de pesos.

petroleras y por la recuperación de algunas acciones puntuales que habían sido fuertemente castigadas en el 2011. En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 126 contratos frente a 159 contratos negociados en el 4T11⁵⁹ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

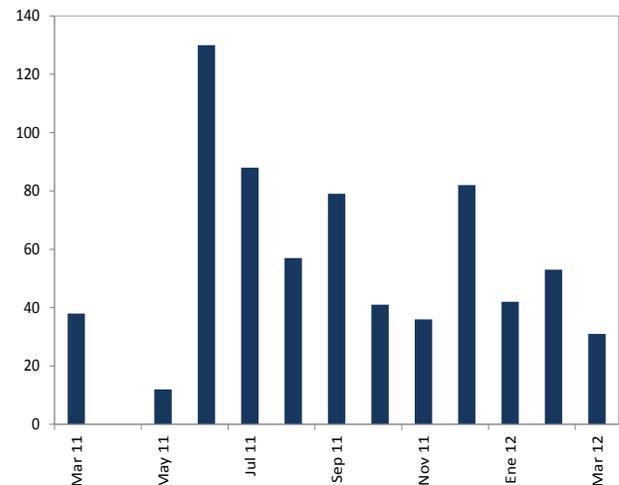
Durante el periodo analizado se mantuvo la demanda neta en el mercado secundario por parte de los extranjeros (su posición neta equivale al 47,22% de las compras de los activos locales), seguida por los programas de ADR y los fondos⁶⁰ (la posición neta equivale al 33,4% y 13,4% de las compras respectivamente). Por otra parte, los mayores vendedores netos continuaron siendo las personas naturales (la posición neta equivale al 69,9% de las ventas, superior al 37% de las ventas del 2011), las sociedades comisionistas de bolsa (12% de las ventas) y las sociedades de inversión (11,3% de las ventas).

Aunque se redujo el volumen de emisiones con respecto al trimestre anterior, las ofertas presentadas en

⁵⁹El valor de cada contrato es igual a 25.000 pesos multiplicados por el valor del COLCAP

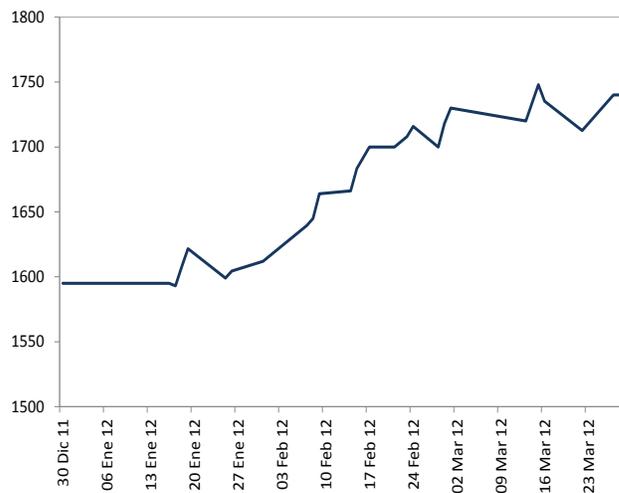
⁶⁰Fondos diferentes a fondos de pensiones y cesantías

Gráfico 53: Contratos Abiertos Futuros Colcap



Fuente: CRCC. Número de contratos.

Gráfico 54: Precio de Contratos de Colcap a Futuro

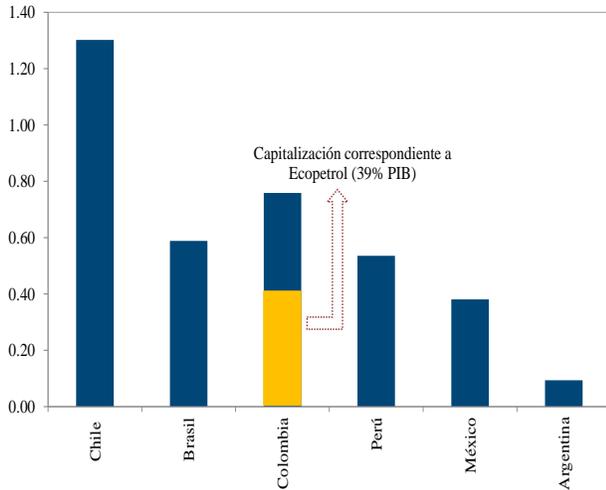


Fuente: CRCC.

el periodo analizado fueron colocadas en su totalidad. Bancolombia, adjudicó el monto máximo anunciado de \$1,63 billones de pesos, colocando \$1,1 billones en el mercado colombiano y los restantes \$500 mm en

el exterior. Por su parte Construcciones El Condor adjudicó \$162,5 mm, tras una demanda que duplicó la oferta.

Gráfico 55: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, con datos estimados del PIB de 2011⁶¹ y datos de capitalización bursátil a febrero 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 130 % de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; después le siguen las bolsas de Colombia (78,8 %) y Brasil (58,8 %). En el mismo año, los indicadores de Perú, México y Argentina se ubicaron en 53,5 %, 38 % y 9,3 %, respectivamente (Gráfico 55).

⁶¹ Fuente: FMI.