



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre de 2011

Banco de la República

Febrero 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

Juan Manuel García

Recuadros

Recuadro 1: Alfredo Ivan Hincapie, Karen Juliet Leiton y Lina Vanessa Patiño

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado Cambiario	6
2.2	Mercado Monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	7
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	11
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	16
6	Mercado Monetario y Renta Fija	18
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	24
6.3	Contratos de Futuros de TES	25
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	26
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	29
	Recuadro 1: Comportamiento de la Pendiente de la Curva Cero Cupón de los TES en Colombia (2008 - 2011)	30
7	Mercado Primario de Deuda Privada	38
8	Mercado Accionario	40

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	Cartera bruta respecto a Inversiones en Títulos de Deuda Pública Interna Emitidos o Garantizados por la Nación	13
12	VIX V.S Índices de Monedas	14
13	Credit Default Swaps 5 años	15
14	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	15
15	Tasas de Cambio LATAM	16
16	COP/USD V.S LACI	17
17	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Derechos Netos a Futuro	18
18	Futuros TRM	18
19	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	19
20	Indice de Precios al Consumidor	19
21	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	20
22	Posición Neta del BR en el Mercado Monetario	20
23	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011	21
24	Tasas de Interes Activa y Pasiva (2008 - 2011)	21
25	Márgen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)	21
26	Crecimiento Anual de Cartera	22
27	Curva Cero Cupón EE.UU.	22
28	Curvas Cero Cupón Países de la Región	23
29	Proyección de Vencimientos TES	24
30	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	24
31	Curvas Spot Colombia. Dic. 2010, Jun. 2011 y Sep. 2011	25
32	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (15 - 1 años)	25
33	Monto Promedio Negociado por plazos de TES	25
34	Monto Promedio Diario Negociado de TES	26
35	Total Transado SEN Y MEC de TES	26
36	Precio de Contratos de TES a Futuro	26
37	Cantidad de Contratos Abiertos de TES a Futuro	27
38	Volumen de Negociación de TES a Futuro	27
39	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	27
40	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	27
41	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	28
42	Spreads Deuda Soberana LATAM	28

43	Credit Default Swaps 5 años	28
44	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	29
45	Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED	29
46	Diferencia: Tasas Cero Cupón 10 años - Tasas Cero Cupón 1 año	30
47	Tasas de Política Monetaria	31
48	Monto Total Colocado (2010 - 2011)	38
49	Monto Colocado por Sector	38
50	Colocaciones por Tasa de Interés	39
51	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	39
52	Monto Colocado VS Monto Demandado	39
53	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	40
54	Tasa de Colocación - Margen sobre el IBR	40
55	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	41
56	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	41
57	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	42
58	IGBC y Volumen Transado Diario	42
59	S&P MILA 40	43
60	Capitalización Bursátil/PIB*	43

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)	15
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	16
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 2011	20
8	Comportamiento de las pendientes durante el periodo analizado	31
9	Ciclo a la baja: Diferencias de promedios (1 mes antes y 1 mes después del ciclo)	32
10	Ciclo al alza: Diferencias de promedios (1 mes antes y 1 mes después del ciclo)	33
11	Septiembre 2009-Abril 2010: Diferencias de promedios	34

1 Introducción

Este reporte hace una descripción del comportamiento de los mercados financieros tanto colombianos como internacionales así como una descripción de los principales factores que permiten explicar el comportamiento de estos mercados. El análisis se centra en el periodo comprendido entre octubre y diciembre de 2011. Adicionalmente, se presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los Bancos Centrales.

El presente documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera, y la segunda un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres, se describen los principales acontecimientos a nivel internacional y en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel local. Estas dos secciones permiten entender el contexto económico, de percepción de riesgo y las decisiones de política tomadas tanto a nivel local como internacional. Posteriormente, en la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global (haciendo énfasis en el comportamiento de la región) y local y la sección seis continúa con 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, y finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios de la región y el colombiano.

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado Cambiario

Durante el 2011 el dólar se fortaleció frente al euro y se debilitó frente a la libra y el yen. Adicionalmente, la mayoría de monedas de Asia, Latinoamérica y de otros emergentes presentaron un debilitamiento frente al dólar, donde se destaca la devaluación de las monedas de Sudáfrica, India y Polonia. Por otro lado, las monedas que presentaron mayor revaluación fueron las de Japón y China.

En el cuarto trimestre de 2011 las monedas de países desarrollados y emergentes presentaron un comportamiento mixto frente al dólar. Las monedas que más se devaluaron frente al dólar fueron la rupia india, la corona checa y el zloty polaco; las que más se revaluaron fueron el dólar australiano, el dólar canadiense y el sol peruano.

Las monedas de los países emergentes, incluyendo el peso colombiano, presentaron pequeñas variaciones, y presentaron en general un comportamiento revaluacionista en octubre, devaluacionista en noviembre y no presentaron una tendencia definida en diciembre, en línea con el comportamiento de la percepción de riesgo a nivel internacional en esos meses.

2.2 Mercado Monetario

Durante el año 2011 continuaron los estímulos monetarios por parte de los países desarrollados mediante tasas de referencia bajas (en mínimos históricos) y compras de activos. Por su parte, algunos bancos centrales de Latinoamérica, incrementaron sus tasas de política a principios de año ante la evolución favorable de sus economías y sus consecuentes riesgos inflacionarios. Sin embargo, en el segundo semestre del año, el deterioro en el contexto internacional los llevó a hacer una pausa en los ciclos contraccionistas, e incluso Brasil anunció recortes (-150 p.b). Las excepciones fueron Colombia, que aumentó la tasa en el último trimestre (25 p.b.), y México, que durante todo el año mantuvo su tasa inalterada.

Durante el período analizado, los bancos centrales de los países desarrollados mantuvieron su tasa de referencia en mínimos históricos. El Banco Central Europeo (BCE) disminuyó en 50 p.b. su tasa de interés de referencia y los bancos centrales de Inglaterra y Japón anunciaron el incremento en el valor de sus programas de compra de activos.

En Colombia, durante el cuarto trimestre de 2011, el Banco de la República aumentó la tasa de referencia 25 p.b. en la reunión de noviembre, pero posteriormente, ante la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial, en la reunión de diciembre mantuvo la tasa inalterada.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En el año, con excepción de Brasil, las curvas de Latinoamérica presentaron aplanamientos. Durante el cuarto trimestre los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, presentaron comportamientos diferentes. En el caso de Colombia, la desvalorización de los TES denominados en pesos, en particular en el corto y mediano plazo, obedeció a las expectativas e incorporación del incremento en noviembre de 25 p.b. en la tasa de política monetaria.

En el 2011, los Tesoros se valorizaron, especialmente en el tercer trimestre, debido a la situación en Europa, incertidumbre acerca del crecimiento en las economías desarrolladas, el recorte de la calificación de EE.UU por parte de S&P y la operación twist de la Reserva Federal (FED). Durante el trimestre se presentaron dos tendencias: primero, una tendencia de valorización durante octubre ante la mayor percepción de riesgo a nivel internacional debido a la situación fiscal de algunos países europeos; y segundo, de desvalorización debido al optimismo del mercado ante las medidas de los bancos centrales para proveer liquidez a sus economías y el otorgamiento del paquete de ayuda a Grecia.

Los bonos de la deuda externa en dólares de Colombia y de los países de la región se valorizaron durante el trimestre analizado. En 2011, la deuda soberana de la región se valorizó debido a la caída en las tasas de los bonos del Tesoro, buenos fundamentales de las economías de la región y aumentos en las calificaciones crediticias.

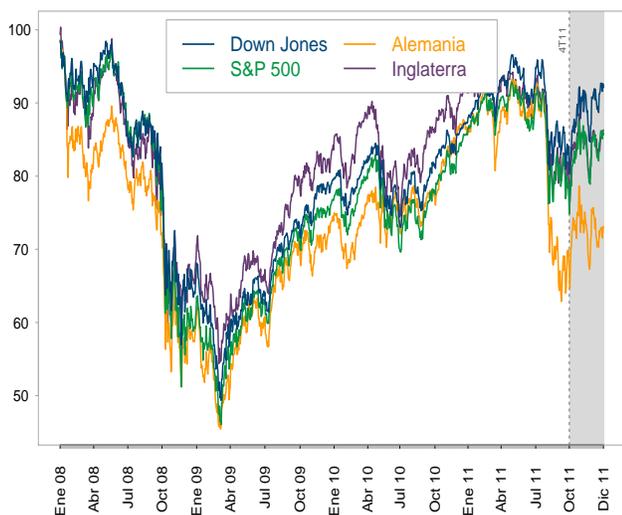
2.4 Mercado accionario

Durante el año 2011, se observó una importante desvalorización en los mercados de renta variable tanto de países desarrollados como emergentes ante el aumento de la percepción de riesgo internacional. No obstante, durante el cuarto trimestre del 2011, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes (a excepción de los índices de países asiáticos) presentaron recuperaciones parciales. A pesar de lo anterior, solo los índices accionarios de Estados Unidos lograron recuperar en su totalidad las pérdidas presentadas hasta el inicio del trimestre. En Estados Unidos, los índices accionarios se valorizaron ante señales de recuperación de su economía y la menor percepción de riesgo internacional. En Europa, el Eurostoxx 50 se valorizó ante la disminución de la percepción de riesgo internacional, medidas conjuntas por parte de diversas organizaciones y los estímulos monetarios por parte del Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra. Por otra parte, en América Latina, todos los índices a excepción del IGBC de Colombia (cuyo comportamiento estuvo influenciado por la alta cantidad de emisiones presentadas durante el periodo analizado) presentaron recuperaciones ante la menor percepción de riesgo internacional y otros factores particulares de cada mercado.

3 Entorno internacional

En el cuarto trimestre de 2011, con excepción de Asia, los índices accionarios se recuperaron frente a las desvalorizaciones que presentaron en lo corrido del año¹ (Gráfico 1) y la percepción de riesgo internacional disminuyó aunque se mantuvo en niveles altos² (Gráfico 2). A pesar de la disminución de la percepción de riesgo internacional durante el trimestre, durante el año aumentó alrededor del 30%³.

Gráfico 1: Índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 Diciembre 2007

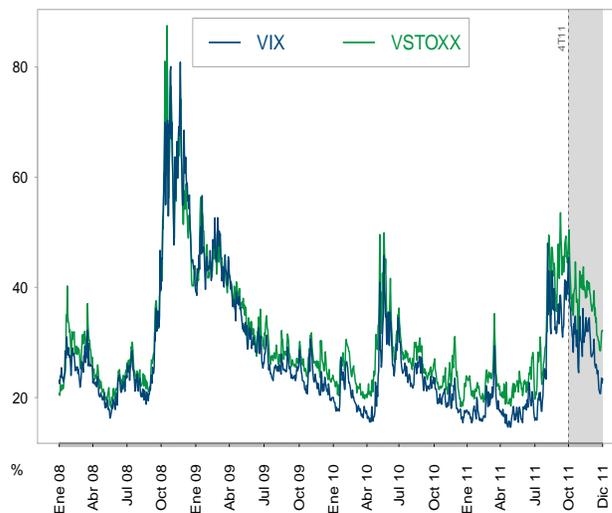
La desaceleración económica de algunas economías desarrolladas y el riesgo de una nueva recesión a nivel mundial motivó que se tomaran medidas conjuntas por parte de distintos Bancos Centrales y organizaciones internacionales. En noviembre, la Reserva Federal (FED) anunció la reducción en el precio de los swaps

¹Los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones aumentaron durante el trimestre 11,1%, 7,9% y 12%, respectivamente. Asimismo, el Eurostoxx aumentó 6,3% impulsado por valorizaciones en las bolsas de Alemania (7,2%) y Francia (6%). Los índices accionarios de Japón y China cayeron 2,8% y 6,8%, respectivamente, mientras que el de Inglaterra aumentó 8,7%.

²En el periodo analizado el VIX pasó de 42,96 a 23,4 y el VSTOXX pasó de 46,67 a 32,15.

³El VIX aumentó 31,8% durante el año y el VSTOXX 34,4%.

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



Fuente: Bloomberg.

en dólares que mantiene con el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y los Bancos Centrales de Japón, Canadá y Suiza, en 50 puntos básicos, con el objetivo de inyectar liquidez en dólares al sistema financiero⁴. Por su parte, los líderes del G-20 llegaron a unos acuerdos en pro de la estabilidad financiera y económica, entre los cuales se destacan una mayor supervisión financiera, y la ampliación de los recursos del FMI así como el aumento de su capacidad de monitoreo. Adicionalmente, el FMI anunció la creación de una nueva línea de crédito⁵ para ayudar a países con problemas de liquidez de corto plazo.

En Estados Unidos se observaron importantes signos de recuperación económica que se reflejaron en el mercado laboral⁶ y manufacturero⁷, y que estimularon la confianza de los consumidores al finalizar el año⁸.

⁴La medida entró en vigor el 5 de diciembre y estará vigente hasta febrero de 2013.

⁵La línea precautoria y de liquidez.

⁶En el trimestre la tasa de desempleo pasó de 9,1%, en septiembre a 8,5%, en diciembre.

⁷El ISM manufacturero aumentó a 53,9 puntos en diciembre frente a los 51,6 puntos registrados en el mes de septiembre.

⁸En diciembre, el índice de confianza del consumidor de la Conference Board alcanzó su nivel más alto desde el mes de abril

Asimismo, la actividad económica en el tercer trimestre marcó un ritmo de crecimiento anual de 1,8%, siendo el mejor registro del año a pesar de haberse ubicado por debajo de las expectativas⁹. Sin embargo, la recuperación sigue siendo moderada. Por tal motivo, la Fed redujo sus proyecciones de crecimiento al estimar que éste se ubicaría entre 1,6% y 1,7% en el 2011, y entre 2,5% y 2,9% en el 2012¹⁰. Además, se conoció que la delegación del Congreso, formada por miembros republicanos y demócratas, no logró ningún acuerdo sobre medidas para reducir el déficit del Gobierno en USD1,2 billones en los próximos diez años. Ante la ausencia de un plan, se activarían recortes automáticos en gastos domésticos y de defensa que comenzarían en 2013.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región¹¹, la crisis de deuda de algunos países europeos y las consecuentes disminuciones en las calificaciones de deuda soberana¹². En este contexto, la Comisión Europea¹³ y el Banco Central Europeo (BCE)¹⁴ disminuyeron las proyecciones de crecimiento del bloque para el 2012 a 0,5% y a un rango entre -0,4% y 1%, respectivamente.

El deterioro de las condiciones económicas de la Zona Euro y el aumento de la tasa de desempleo motivaron

al ubicarse en 64,5 puntos. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan se ubicó en 69,9 puntos alcanzando su mejor nivel desde el mes de junio.

⁹El mercado esperaba un crecimiento del PIB de 2,0% (anualizado).

¹⁰Las proyecciones anteriores se realizaron en el mes de junio. Las proyecciones para 2011 eran entre 2,7% y 2,9% y para 2012 entre 3,3% y 3,7%

¹¹En 3T11 el crecimiento económico de la Zona Euro fue de 0,2%. Además, la tasa de desempleo aumentó de 10,1% en septiembre a 10,3% en noviembre.

¹²Moody's redujo la calificación de deuda de Italia de Aa2 a A2, de España de Aa2 a A1, de Hungría de Baa3 a Ba1 y de Bélgica de Aa1 a Aa3. Por su parte, Fitch redujo la calificación de deuda de Italia de AA- a A+, de España de AA+ a AA- y de Portugal de BBB- a BB+. Finalmente, Standard and Poor's redujo la calificación de deuda de Bélgica de AA+ a AA. El outlook de las calificaciones es negativo

¹³En mayo se había proyectado un crecimiento de 1,8%.

¹⁴En septiembre el crecimiento proyectado se ubicaba entre un rango de 0,4% y 2,2%.

al BCE a reducir su tasa de referencia en 50 p.b., hasta situarla en 1%. Además, tomó medidas adicionales con el fin de apoyar la reactivación de la economía y disipar el riesgo de una crisis de liquidez en la región. Entre ellas se encuentran el anuncio de dos operaciones de financiación a tres años¹⁵, la ampliación de la lista de colaterales permitidos¹⁶ y la reducción del requerimiento de reservas de 2% a 1%. Es importante resaltar que el BCE continuó con su programa de compra de bonos de gobierno de algunos países, en un periodo en el que los costos de financiación llegaron a niveles muy elevados.

La crisis de deuda de algunos países europeos y el temor de un posible contagio de la crisis motivó la toma de medidas conjuntas entre los líderes del bloque para restablecer la estabilidad financiera en Europa. En primer lugar, los jefes de Estado de la Zona Euro presentaron una propuesta a inversionistas privados para que éstos iniciaran una negociación con el fin de aceptar unas pérdidas “voluntarias” de un 50% sobre la deuda griega¹⁷. Además, aprobaron un nuevo préstamo para este país de hasta EUR100 billones de euros por parte de la UE y el FMI y la ampliación de la capacidad de préstamo del European Financial Stability Facility a EUR1 trillón. Finalmente, los líderes de los 17 países de la Zona Euro y otros seis países no miembros (Bulgaria, Dinamarca, Letonia, Lituania, Polonia y Rumania) acordaron un pacto sobre disciplina presupuestaria, por el cual los países no podrán tener un déficit estructural superior al 0,5% del PIB y, en caso que el déficit general exceda el 3%, serán sancionados automáticamente¹⁸. Además, los países miem-

¹⁵En la primera subasta el BCE colocó EUR489190,75 millones entre 523 bancos europeos a una tasa de 1%, superado notablemente los pronósticos de los analistas que esperaban una demanda de liquidez entre EUR160000 y EUR300000 millones.

¹⁶Acepta como colateral algunos títulos respaldados con activos con calificación mínima de A (antes AAA), así como préstamos que cumplan ciertos criterios.

¹⁷El objetivo de esta medida es conseguir que Grecia reduzca su nivel de deuda al 120% del PIB del 2011 al 2020. Además, si los inversionistas privados y las partes interesadas aceptaban el acuerdo voluntariamente, éste no activaría los contratos de CDS de deuda de Grecia.

¹⁸La nueva norma deberá ser de carácter constitucional. Los miembros con exceso de déficit deberán presentar a la Comisión

bros realizarán un aporte conjunto de EUR200 billones al FMI. Adicionalmente, se acordó adelantar para julio de 2012¹⁹ el lanzamiento del fondo permanente de rescate de la Eurozona (Mecanismo Europeo de Estabilidad - ESM), el cual sustituirá al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (el cual es temporal). El ESM tendría una capacidad de préstamo de EUR500 billones.

Japón continuó mostrando una recuperación tras el terremoto que sacudió al país en el mes de marzo. Se conoció que en el 3T11, el PIB aumentó un 1,4%, presentando su primer avance desde septiembre de 2010.

Por otra parte, el crecimiento de las economías emergentes mantuvo un ritmo moderado. En India, el PIB del 3T11 creció un 6,9%, el menor registro en más de dos años, como consecuencia de una menor demanda global y de la caída en la producción industrial²⁰. Asimismo, en 3T11, el PIB de China creció 9,1%, moderándose frente al 9,5% del 2T11 y continuando con la gradual desaceleración que inició en el primer trimestre de 2010, cuando alcanzó un crecimiento de 11,9%. Además, en noviembre, la producción industrial aumentó un 12,4%, siendo éste el menor aumento registrado desde agosto de 2009. En este contexto, y dado que las presiones inflacionarias se redujeron, el Banco Central de China disminuyó por primera vez desde 2008 el requerimiento de reservas de los bancos en 50 pb²¹, con el fin de aliviar la escasez de crédito y elevar la actividad de la economía.

En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento mostraron resultados mixtos. En el 3T11, el PIB de Brasil, Perú y Chile presentó crecimientos in-

y al Consejo Europeo para su aprobación, un programa detallando las reformas estructurales necesarias para asegurar una efectiva corrección duradera del déficit excesivo. La ejecución del programa y los planes de los presupuestos anuales, serán supervisados por la Comisión y el Consejo.

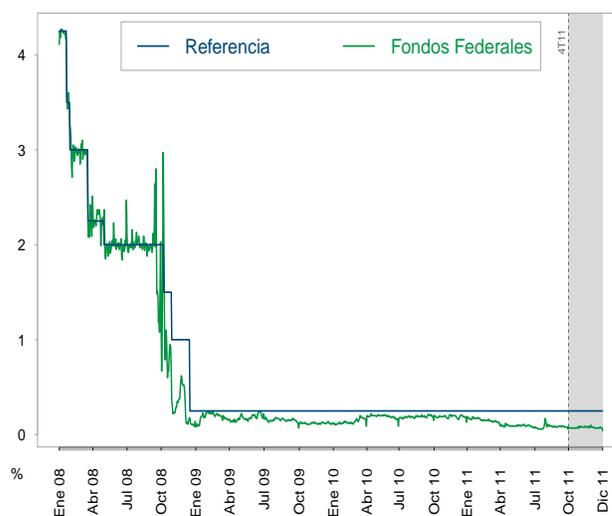
¹⁹Anteriormente, el ESM debía entrar a operar en julio de 2013.

²⁰En octubre, la producción industrial descendió 4,7%, la primera contracción en más de dos años.

²¹El requerimiento de reservas se ubicó en 20% para bancos grandes y en 18% para bancos pequeños.

feriores a los registrados en 2T11²², en contraste con el PIB de Colombia y México que sorprendieron con crecimientos superiores a los del 2T11 y a los esperados por el mercado²³.

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



Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3), el Banco Central de Inglaterra (0,5% - Gráfico 5) y el Banco Central de Japón (entre 0% y 0,1% - Gráfico 6) mantuvieron sus tasas de interés de referencia inalteradas en mínimos históricos. Adicionalmente, el Banco Central de Inglaterra aumentó en GBP75 billones su programa de compra de activos hasta un total de GBP275 billones para impulsar la economía y Japón anunció que aumentaría su programa de compra de activos en JPY5 trillones²⁴ con el mismo fin. Por otro lado, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés en 50 p.b. (Gráfico 4).

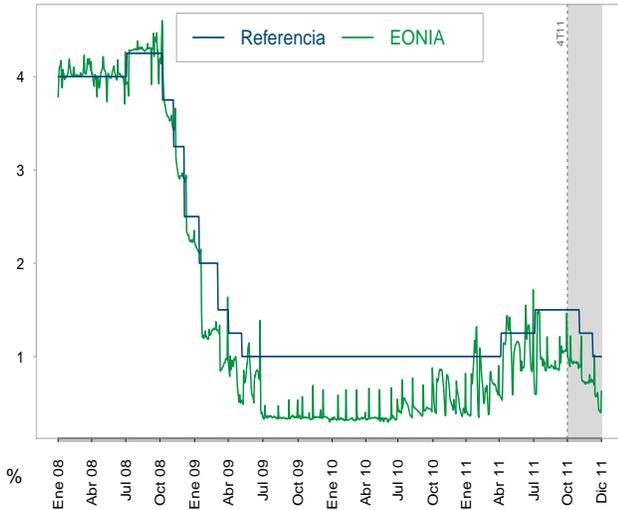
Como se puede observar en la Cuadro 1, algunos

²²Brasil, Perú y Chile crecieron 2,12%, 6,5% y 4,8%, respectivamente

²³Colombia y México crecieron 7,7% y 4,5%, respectivamente, cuando el mercado esperaba era 6% y 3,9%.

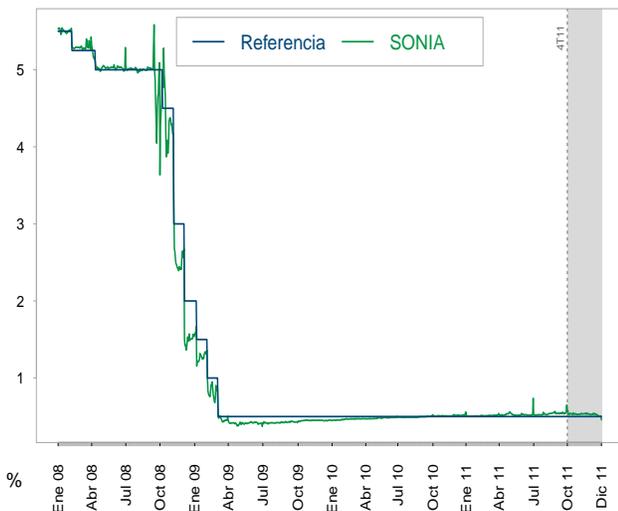
²⁴El programa de compra de activos aumentaría de JPY10 trillones a JPY15 trillones, aproximadamente

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

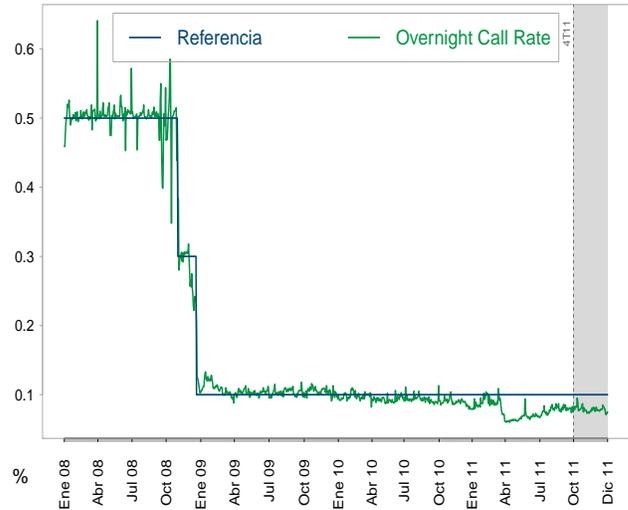
Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

países como Colombia aumentaron sus tasas de referencia, mientras que otros como Brasil, ante la incertidumbre sobre el contexto internacional, las redujeron.

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

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

	Ene 2011	Dic 2011	Δ 4T11 (p.b)	Δ 2011 (p.b)
Colombia	3.00 %	4.75 %	25	175
India	6.25 %	8.50 %	25	225
China	5.81 %	6.56 %	0	75
Tailandia	2.25 %	3.25 %	-25	100
Suecia	1.25 %	1.75 %	-25	50
Israel	2.00 %	2.75 %	-25	75
Zona Euro	1.00 %	1 %	-50	0
Dinamarca	1.05 %	0.70 %	-85	-35
Brasil	10.75 %	11 %	-100	25
Serbia	11.50 %	9.75 %	-150	-175

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 los indicadores de percepción de riesgo a nivel local reflejaron resultados mixtos.

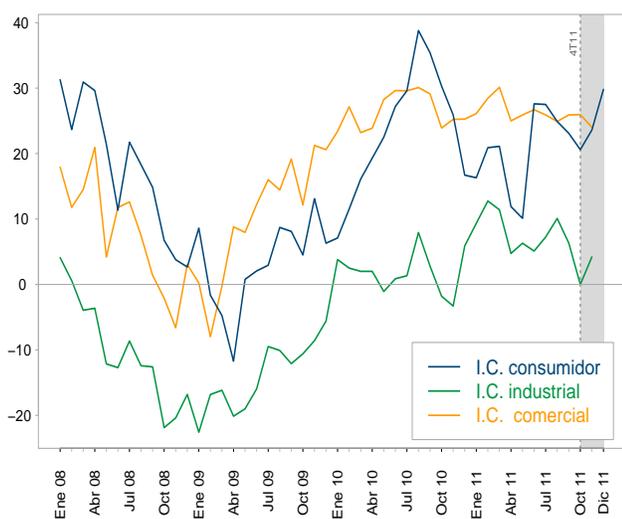
En primer lugar, como se ve en el Gráfico 7²⁵ los índi-

²⁵Los 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

ces de confianza comercial e industrial²⁶ disminuyeron y se ubicaron por debajo de su promedio anual. El índice de confianza comercial pasó de 25,9% en septiembre a 24,03% en noviembre (-1,87 pps) y el índice de confianza industrial pasó de 6,33% en septiembre a 4,2% en noviembre (-2,13 pps). Cabe resaltar que estos índices alcanzaron durante el 4T2011 sus valores mínimos en lo corrido del 2011.

Por su parte, el índice de confianza del consumidor pasó de 23,1% en septiembre a 29,8% en diciembre. El valor de diciembre alcanzó el máximo del año y adicionalmente se ubicó 8,35 pps por encima del promedio anual y aumentó 13,1 pps respecto al mismo mes del 2010.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

El comportamiento del índice de confianza comercial se explica principalmente por el deterioro en las perspectivas de los agentes frente a la situación futura 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.

²⁶Cabe aclarar que en el momento de elaboración de este informe los índices de confianza comercial e industrial que construye Fedesarrollo se encontraban disponibles hasta el mes de noviembre.

sus negocios pese a que el componente referente a la situación actual de los negocios mejoró. Por su parte, el deterioro del índice de confianza industrial se explica por el deterioro en la percepción respecto a la producción para el próximo trimestre que cayó fuertemente durante el trimestre (-22 pps). En cuanto al índice de confianza del consumidor, su comportamiento se asocia principalmente a una mejora en las expectativas a futuro.

Adicionalmente, el índice de confianza en la economía ICEA²⁷, disminuyó 10 pps y se ubicó por debajo de su promedio anual (Gráfico 8). El deterioro del índice se presentó debido a un peor balance en su componente de expectativas de crecimiento económico que cayó fuertemente durante el periodo analizado²⁸. Los demás componentes presentaron una mejora²⁹.

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, presentando las siguientes variaciones: menos de un año: +30 p.b., entre 1 y 3 años: +15 p.b., entre 3 y 5 años: -7 p.b. y a más de 5 años: -44 p.b. (Gráfico 9). Este comportamiento puede estar asociado con el incremento de la tasa de política monetaria en el mes de noviembre y a su transmisión según el plazo.

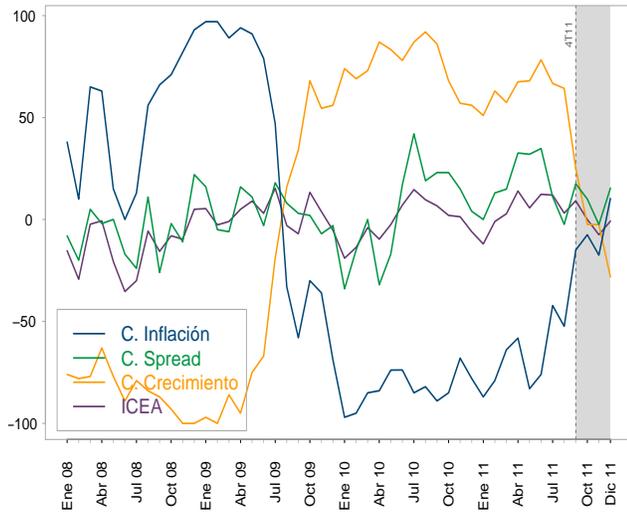
Asimismo, el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días aumentó 0,15 p.b., lo que se explica por un aumento de la tasa de tesorería en 0,30 p.b. frente a un aumento en la tasa de los títulos TES a 30 días de 0,15 p.b. (Gráfico 10).

²⁷Calculado por Fedesarrollo y la BVC a partir de las percepciones y expectativas de los analistas financieros que administran los fondos de inversión más representativos del mercado. El índice está compuesto por las expectativas de los administradores con respecto al desempeño de la economía, la inflación y la evolución del spread de deuda soberana durante los próximos seis meses.

²⁸El porcentaje de administradores que esperan que en los próximos 6 meses el crecimiento aumente respecto a los que creen que disminuya pasó de 25% en septiembre a -28% en diciembre.

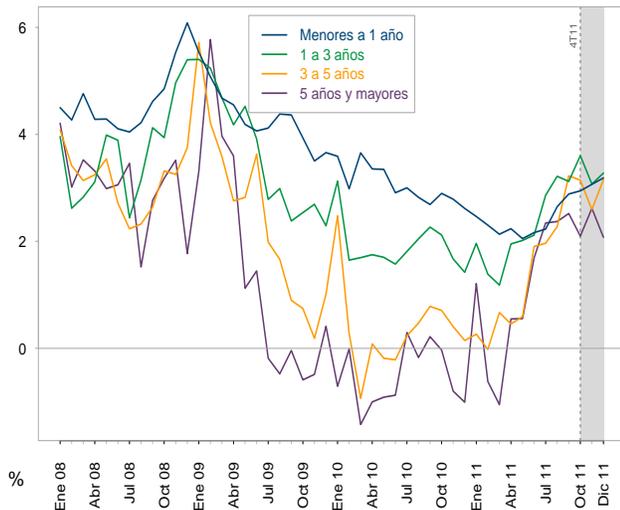
²⁹El porcentaje de administradores que espera que la inflación y el spread de deuda soberana aumenten, frente a los que esperan lo contrario pasó de 15% a -10% y de -17,5% a -25%, respectivamente.

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



Fuente: Fedesarrollo. Los componentes de spread e inflación fueron invertidos.

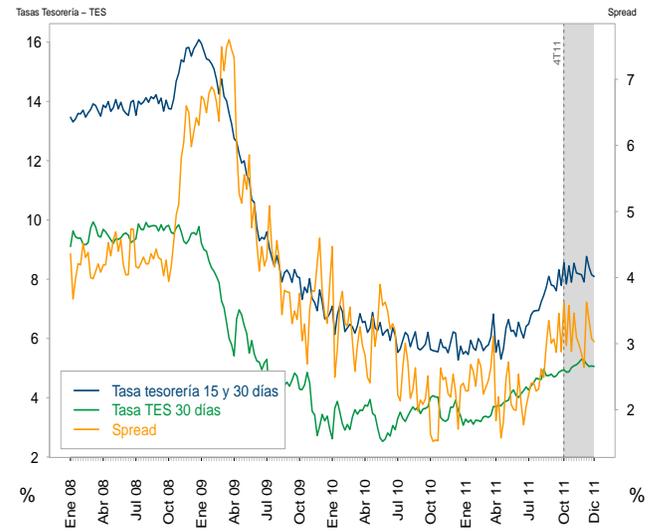
Gráfico 9: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Por último, el porcentaje de cartera bruta de los bancos respecto al porcentaje de inversiones en TES de los bancos (Gráfico 11) aumentó 0,15 puntos. Este comportamiento refleja una leve sustitución de títulos de

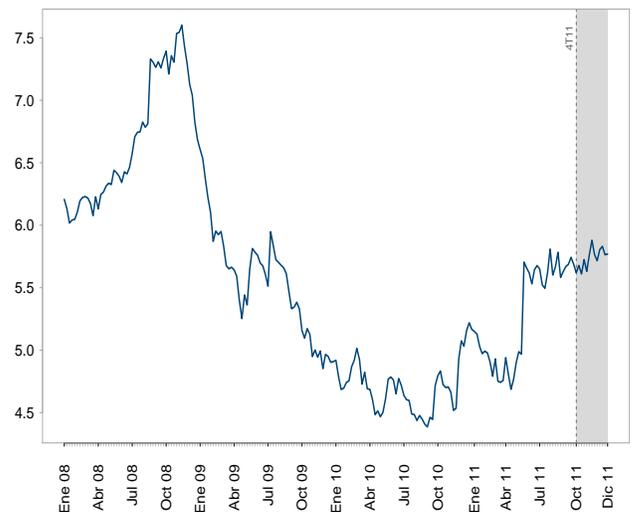
Gráfico 10: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

deuda pública por cartera bruta a lo largo del trimestre posiblemente reflejando un mayor apetito por riesgo.

Gráfico 11: Cartera bruta respecto a Inversiones en Títulos de Deuda Pública Interna Emitidos o Garantizados por la Nación



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República.

En conclusión, a partir de los indicadores presentados

anteriormente se puede establecer que los agentes locales perciben un contexto actual mixto dados los resultados positivos de la economía; sin embargo, mantienen la incertidumbre en torno al contexto internacional y su impacto futuro sobre la economía colombiana.

5 Mercado Cambiario

En 4T11 el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, lo que se refleja en el aumento registrado en el índice USTW de 0,7%. Las monedas que presentaron mayor devaluación frente al dólar estadounidense fueron la rupia india, la corona checa y el zloty polaco con 8,4%, 7,1% y 4,4%, respectivamente (Cuadro 2). Adicionalmente, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY) y Latinoamérica (LACI) presentaron pequeñas variaciones; el ADXY reflejó una revaluación de las monedas de 0,5% y el LACI de 0,1% (Cuadro 2 y Gráfico 12).

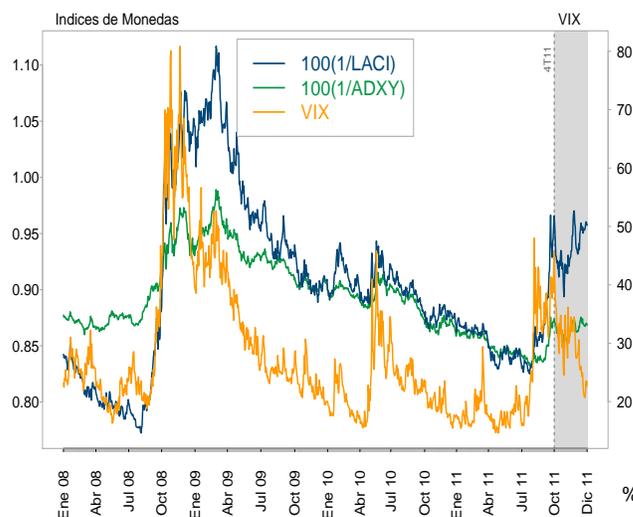
Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2011	4T11	País	2011	4T11
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	2.5%	3.3%	Korea	1.6%	-2.2%
Gran Bretaña	-0.7%	0.3%	India	18.0%	8.4%
Australia	-0.4%	-5.4%	Hong Kong	-0.2%	-0.2%
Nueva Zelanda	-0.9%	-2.0%	China	-4.7%	-1.4%
Canadá	2.1%	-2.8%	Malasia	2.7%	-0.7%
Dinamarca	2.2%	3.2%	Tailandia	4.7%	1.1%
Suiza	0.3%	3.3%	Indonesia	0.8%	1.3%
Japón	-5.7%	-0.2%	índice ADXY	0.8%	-0.5%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	1.5%	0.7%	Islandia	6.0%	3.7%
Brasil	12.2%	-0.7%	Rusia	5.1%	-0.1%
México	12.4%	0.3%	Polonia	15.6%	4.4%
Argentina	8.2%	2.3%	Rep. Checa	4.4%	7.1%
Perú	-3.9%	-2.7%	Israel	7.6%	1.7%
Chile	11.0%	0.0%	Sur África	21.9%	-0.1%
índice LACI	10.1%	-0.1%	USTW	-0.2%	0.7%

Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, en 2011 las monedas que más se apreciaron frente al dólar estadounidense fueron el yen (5,7%) y yuan chino (4,7%), mientras las que más se devaluaron fueron el rand sudafricano (21,9%), la rupia india (18%) y el zloty polaco (15,6%). En cuanto a las monedas de la región, en el 2011 la mayoría de estas se devaluaron: el peso mexicano 12,4%, el real brasilero 12,2%, el peso chileno 11% y el peso co-

Gráfico 12: VIX V.S Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

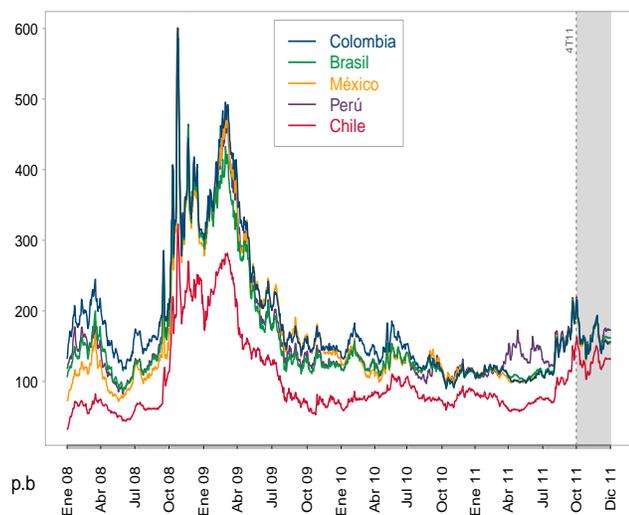
lombiano 1,5%, mientras que el sol peruano se revaluó 3,9%.

En el trimestre analizado las monedas de los países emergentes presentaron pequeñas variaciones, y presentaron en general un comportamiento revaluacionista en octubre, devaluacionista en noviembre y no presentaron una tendencia definida en diciembre. En la sección 3.1 se hace un recuento de las principales noticias que afectaron el comportamiento de las monedas en esos tres periodos. Vale la pena resaltar que en el 4T11 los precios de los productos básicos presentaron un comportamiento mixto (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 anterior³⁰ (Gráfico 13).

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 conti-

³⁰Los CDS presentaron las siguientes variaciones entre el 30 de diciembre y el 30 de septiembre de 2011: Colombia -44 pb, Brasil -40 pb, México -43pb, Perú -29pb y Chile -23pb

Gráfico 13: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	30 Sep 2011	30 Dic 2011	Variación
Pétroleo	79.2	98.8	25 %
Aceite de palma	1180.0	1360.0	15 %
Maíz	5.6	6.4	15 %
Trigo	6	6	14 %
Cobre	7132	7554	6 %
CRB INDEX	298	305	2 %
Carbón	80.2	75.3	-6 %
Algodón	96	90	-7 %
Plata	30	28	-7 %
Arroz	16	15	-7 %
Aluminio	2207.0	1970.5	-11 %
Cacao	2665.5	2145.2	-20 %

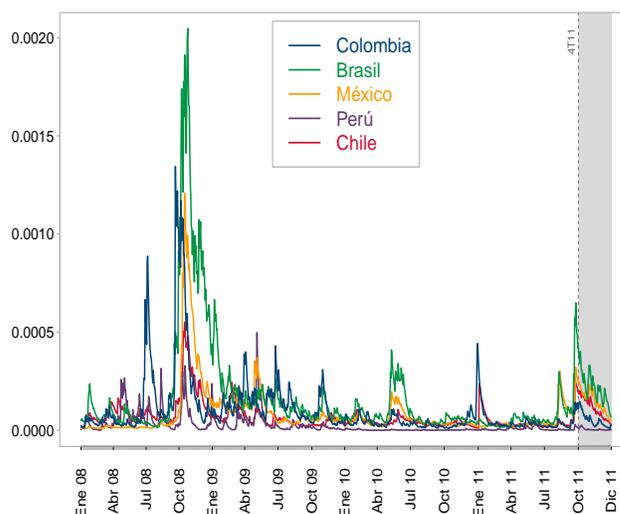
Fuente: Bloomberg.

nuó siendo la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional el 97 % de los días³¹, seguida por el peso mexicano (3 %) (Gráfico 14).

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado la mayoría de países analizados disminuyeron su intervención cambiaria, con excepción de Perú, que realizó compras netas por USD2.206 millones (Cuadro 4). Vale la pe-

³¹Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 14: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

na resaltar que el Banco Central de Chile culminó su programa de acumulación de reservas internacionales de 2011, por un monto total de USD12.000, tal como lo había anunciado en el inicio del programa (enero 3) y que el Banco Central de Brasil realizó en el trimestre subastas de swaps cambiarios de compra³² por US\$4.136 millones. Adicionalmente, en octubre la Junta Directiva del Banco de la República decidió reemplazar el mecanismo de subasta de intervención en el mercado spot, por subastas de opciones de volatilidad por un monto de USD200 millones cuando la TRM se desvíe +/- 4,0 % de su promedio móvil de orden 20, mientras que el Banco Central de México suspendió las subastas mensuales de opciones³³ y anunció que realizará diariamente subastas de venta de

³²Bajo el contrato, el Banco Central acuerda recibir de los inversionistas la tasa interbancaria en reales a cambio de pagar una tasa fija en dólares.

³³El Banco de México subastaba el último día de cada mes derechos de venta de dólares al mismo Banco de México. Dichos derechos se podían ejercer total o parcialmente cualquier día dentro del mes inmediatamente siguiente al de la subasta respectiva, siempre y cuando el tipo interbancario de referencia del día anterior no fuera mayor al promedio de los veinte días hábiles inmediatamente anteriores

dólares en el mercado de contado por USD400 millones diarios a un tipo de cambio que, como mínimo sea 2% mayor al tipo de cambio del día anterior³⁴.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	1T11	2T11	3T11	4T11	2011	2011/RI
Colombia	1240	1219	1260	0	3719	12%
Perú	497	-435	1469	2206	3737	8%
Chile	3100	3150	3200	2550	12000	29%
Brasil*	37247	14478	9870	-4135	57461	16%
México**	1614	1200	1200	600	4614	3%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. 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\$18,692 mill en lo corrido del año

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el cuarto trimestre de 2011 el tipo de cambio pasó de \$1.915 a \$1.939 por dólar³⁵. La depreciación del peso colombiano ascendió a 0,7%, resultando superior a la presentada por la moneda de México (0,3%) y presentando un comportamiento contrario al de las monedas de Perú y Brasil, que se revaluaron 2,7% y 0,7%, respectivamente. Por su parte, el peso chileno se mantuvo estable (Cuadro 5, Gráfico 15).

Cuadro 5: Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica

País	2011			4T 2011		
	Dep	ΔCDS	ΔEMBI	Dep	ΔCDS	ΔEMBI
México	12.4%	34.8%	37.2%	0.3%	-22.2%	-20.7%
Chile	11.0%	53.7%	59.3%	0.0%	-14.5%	-5.0%
Brasil	12.2%	45.2%	14.9%	-0.7%	-19.9%	-24.1%
Colombia	1.5%	37.8%	11.5%	0.7%	-21.6%	-24.0%
Perú	-3.9%	51.9%	26.8%	-2.7%	-14.9%	-28.2%

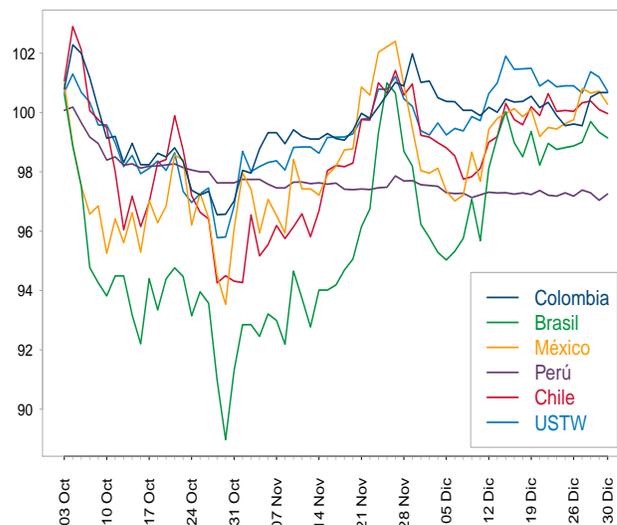
Fuente: Set FX y Bloomberg.

Teniendo en cuenta los datos del año 2011, el peso colombiano fue una de las monedas menos depreciadas

³⁴Decisión tomada el 29 de noviembre

³⁵Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

Gráfico 15: Tasas de Cambio LATAM



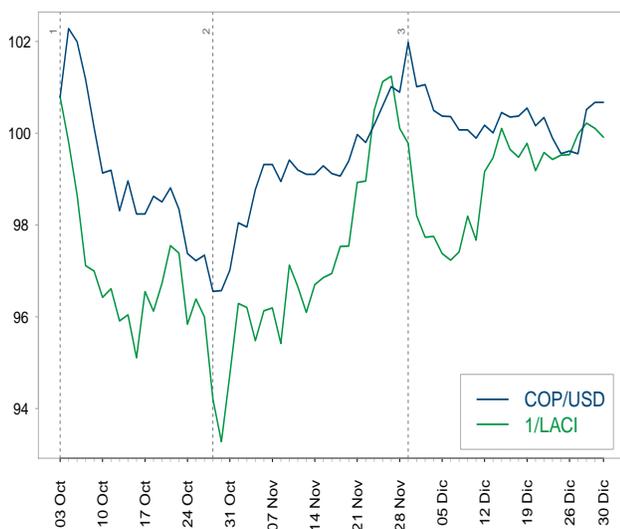
Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de septiembre 2011

de la región (1.5%)(Cuadro 5). La menor depreciación estuvo influenciada por el buen desempeño de la economía, soportado por la publicación de datos positivos de crecimiento económico, producción industrial y desempleo, entre otros.

El comportamiento del peso colombiano en el periodo analizado se puede dividir en tres periodos (Gráfico 16). El primero es el comprendido entre octubre 1 y 27, en el cual el peso se revaluó en un contexto de disminución en la percepción de riesgo a nivel internacional ante la adopción de estímulos monetarios por varios bancos centrales de las principales economías y noticias positivas sobre medidas frente a la crisis de deuda de la zona euro. A nivel local, en ese periodo se presentaron ventas netas de divisas por parte de inversionistas extranjeros y del sector público, a la vez que se conocieron datos positivos de producción industrial³⁶.

³⁶En septiembre la producción industrial presentó una variación de 9.5% con respecto al mismo periodo del año anterior, mientras el mercado esperaba un aumento de 3.6%.

Gráfico 16: COP/USD V.S LACI



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de septiembre 2011

El segundo periodo es el comprendido entre octubre 27 y noviembre 29, periodo en el cual el peso presentó una tendencia devaluacionista en un entorno de alta percepción de riesgo a nivel mundial ante: (i) la publicación de indicadores desfavorables en Estados Unidos³⁷, China³⁸ y la Zona Euro³⁹; (ii) el anuncio de que el primer ministro griego tenía la intención de convocar un referendo para aprobar las medidas fiscales (posteriormente fue descartado); (iii) el anuncio de que el Comité Presupuestario de Estados Unidos no había llegado a un acuerdo para disminuir el gasto público; y (iv) la dificultad de colocación de deuda por parte de Alemania⁴⁰.

El tercer periodo es el comprendido entre noviembre 29 y diciembre 29, periodo en el cual el peso se revaluó levemente en un contexto de disminución en la

³⁷En octubre el índice ISM manufacturero se ubicó en 50.8 (esp: 52) y se crearon 80 mil empleos no agrícolas, 15 mil menos de lo esperado por el mercado.

³⁸En octubre el PMI manufacturero se ubicó en 50.4 (esp: 51.8).

³⁹La tasa de desempleo de la Zona Euro septiembre aumentó en septiembre a 10.2% (esp: 10%).

⁴⁰El 23 de noviembre Alemania tenía un monto máximo a colocar de EUR6 bil. y asignó EUR3.64 bil.

percepción de riesgo a nivel internacional asociada a (i) el acuerdo de los líderes de la Unión Europea de establecer una nueva regla fiscal, de realizar un aporte para aumentar el fondo de estabilidad financiera y de adelantar la fecha del lanzamiento del fondo permanente de rescate de la Eurozona; (ii) la publicación de datos positivos de confianza y del sector manufacturero de Estados Unidos⁴¹; y (iii) la reducción en el precio de los swaps en dólares (50 p.b.) entre la Reserva Federal y otros bancos centrales⁴².

En cuanto a la balanza cambiaria⁴³, las cifras muestran que en el cuarto trimestre de 2011 se presentaron ingresos netos de divisas por la cuenta de capital por US\$1363 millones y egresos netos de divisas por la cuenta corriente por US\$1401 millones. Los reintegros netos de capital privado fueron inferiores en US\$2612 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\$3.727 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$2254 millones). La inversión de portafolio neta presentó reintegros por US\$1374 millones y el rubro préstamo neto por US\$125 millones frente a entradas por US\$1264 millones y salidas por US\$954 millones, respectivamente, del mismo periodo del año anterior.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)⁴⁴ de los IMC disminuyó US\$157 millones frente al trimestre anterior (Gráfico 17). El promedio de la PPC durante este tri-

⁴¹El índice de confianza de la Conference Board aumentó de 40.9 a 56 puntos (esp: 44.4). El ISM manufacturero aumentó de 50.8 a 52.7 puntos (esp: 51.8).

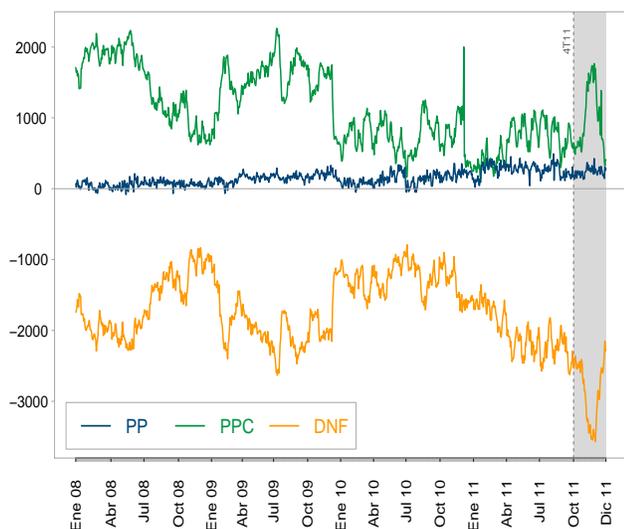
⁴²Zona Euro, Inglaterra, Japón, Canadá y Suiza

⁴³La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

⁴⁴La 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 liquiden en m/l.

mestre se ubicó en US\$995 millones, superior al promedio observado en el año 2010 (US\$731 millones) y en los tres primeros trimestres de 2011 (US\$656 millones).

Gráfico 17: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Derechos Netos a Futuro



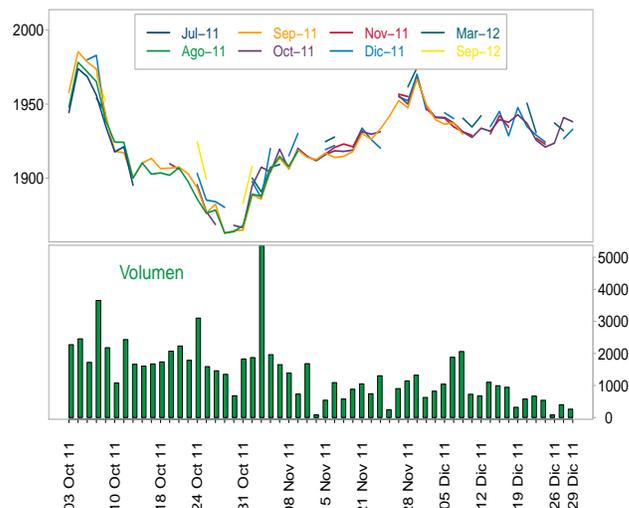
Fuente: Banco de la República. Millones de dólares.

En cuanto a los futuros de TRM⁴⁵, durante el cuarto trimestre de 2011 se negociaron un total de 83.737 contratos, número inferior al negociado durante el 3T11 (125.980 contratos) y totalizando un monto de US\$4.187 millones. Al 29 de diciembre de 2011 la posición abierta ascendía a 5.961 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en marzo de 2012. El Gráfico 18 muestra que los movimientos en los precios de los contratos a futuro presentaron un comportamiento similar al de los movimientos de la tasa de cambio en el mercado de contado. Respecto a los mini futuros de TRM⁴⁶, se negociaron un total de 32.712 contratos, inferior al número negociado en el trimestre anterior (51.621 contratos) y totalizando US\$163 millones. La posición abierta de mini futuros al 30 de diciembre ascendió a 2.536 contratos.

⁴⁵Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

⁴⁶Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

Gráfico 18: Futuros TRM



Fuente: Banco de la República.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

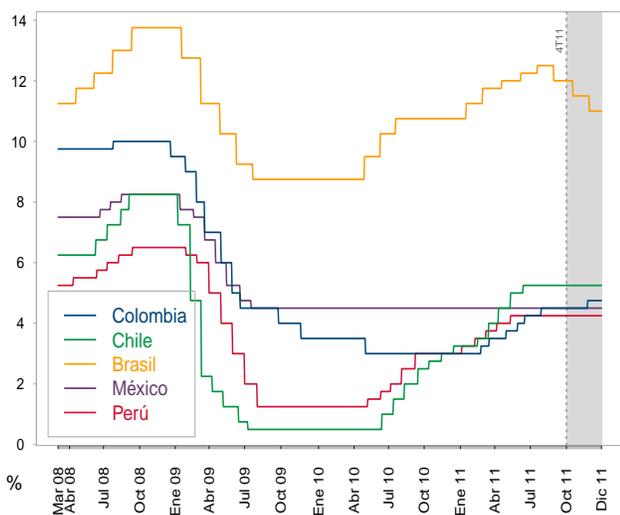
Durante el cuarto trimestre de 2011, los bancos centrales de México, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria⁴⁷, mientras que el de Brasil las disminuyó, dando continuidad al ciclo expansionista que comenzó en el trimestre anterior⁴⁸. Las autoridades monetarias mencionaron en los comunicados que sus decisiones se tomaron teniendo en cuenta el deterioro del entorno externo, los mayores riesgos financieros y las menores perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial, y sus posibles

⁴⁷México no ha modificado su tasa de referencia desde mediados de 2009

⁴⁸Después de aumentar la tasa 25 p.b. en julio, modificó su postura de política monetaria al anunciar un recorte sorpresivo de 50 p.b. de la tasa de referencia en el mes de agosto, dejándola en 12%.

implicaciones para cada país (Gráfico 19 y Cuadro 6).

Gráfico 19: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

País	Variación 4T11*	Variación 2011*	T.R Dic-11
Colombia	+25	+175	4.75 %
Chile	0	+200	5.25 %
Perú	0	+125	4.25 %
Brasil	-100	+25	11.0 %
México	0	0	4.50 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

El banco central de Brasil anunció dos recortes de 50 p.b. cada uno, en las reuniones de octubre y noviembre, dejando la tasa de política monetaria en 11,0%, en línea con lo esperado por los analistas. La entidad señaló que la decisión buscaba mitigar los efectos de un ambiente global más restrictivo. Vale la pena destacar, que previamente (el 3 de octubre), la entidad había reducido su pronóstico de crecimiento para 2011 de 4%⁴⁹ a 3,5%, debido a la desaceleración de la economía mundial.

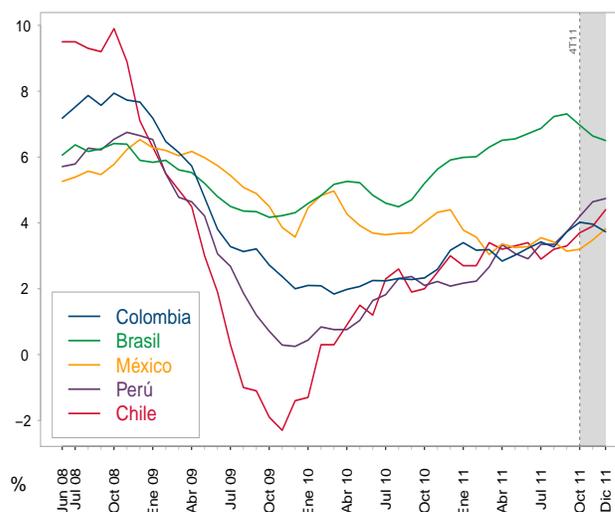
En cuanto al Banco de la República (BR), éste aumentó la tasa de referencia 25 p.b. en la reunión de

⁴⁹Pronóstico realizado en junio

noviembre de 4,50% a 4,75%. En el comunicado que acompañaba esta decisión, el BR mencionó, entre otras cosas, que los datos de inflación habían superado los esperados por el BR, y que por lo tanto se habían revisado al alza los pronósticos de corto plazo de la inflación. Sin embargo, la entidad recalzó que la decisión incorporaba la posibilidad de detectar a tiempo un cambio importante en el entorno externo, y de reaccionar rápidamente ante el mismo.

Respecto a los datos de inflación, estos sorprendieron al final del año llevando a que Perú y Chile presentaran una inflación anual por fuera del rango meta de 2011 en 174 p.b. y 40 p.b., respectivamente. Por su parte, Brasil, México y Colombia registraron inflaciones cercanas al límite superior pero dentro del rango meta (Gráfico 20 y Cuadro 7). Se debe resaltar que dentro de los componentes que presentaron aumentos, se encuentra el de alimentos.

Gráfico 20: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Por otro lado, en Colombia la tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) superaron la tasa de referencia durante todo el período de análisis, en magnitudes que fueron disminuyendo a medida que la DGC-

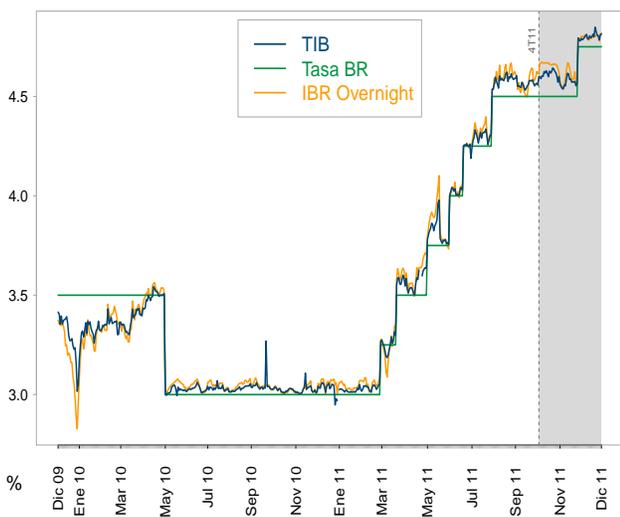
Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2011

País	Anual 2011	Rango meta 2011
Colombia	3.73%	2.0% - 4.0%
Brasil	6.50%	2.5% - 6.5%
Chile	4.40%	2.0% - 4.0%
México	3.82%	2.0% - 4.0%
Perú	4.74%	1.0% - 3.0%

Fuente: Bloomberg.

PTN reducía sus saldos en el BR %⁵⁰. De esta manera, después que el IBR y la TIB presentaron en promedio desviaciones de 16 p.b. y 11 p.b. frente a la tasa de referencia en el mes de octubre, en diciembre la desviación de ambas tasas fue en promedio de 5 p.b. (Gráfico 21). Vale la pena destacar que durante este trimestre, la tasa de corte de la subasta de expansión del BR estuvo por encima de la tasa de referencia en dos (2) ocasiones⁵¹.

Gráfico 21: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



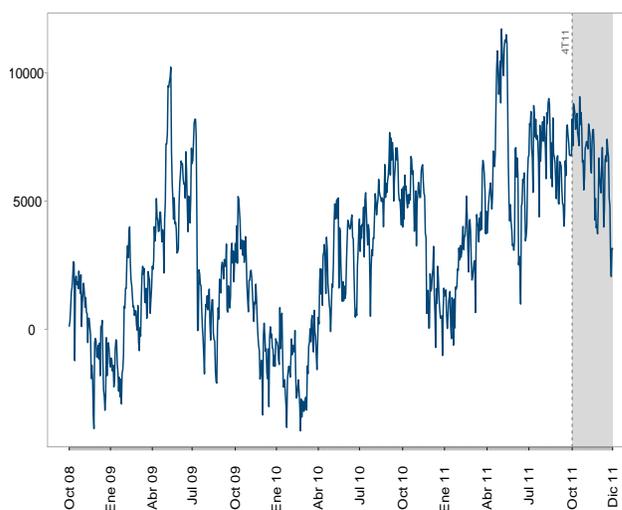
Fuente: Banco de la República.

⁵⁰La correlación entre los saldos de la DGCPTN y las desviaciones de la TIB y el IBR con respecto a la tasa de referencia es alta y positiva (71% durante el 4T11).

⁵¹La tasa de corte fue 4,75% el 3 de octubre (día anterior al cierre de bisemana) y 5,06% el 8 de noviembre (retiros de cuentas por festivos el fin de semana anterior y posterior a esa fecha).

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 expansión presentaron caídas y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero disminuyó, terminando el trimestre en cerca de \$3.100 mm, nivel inferior al registrado a finales de septiembre de \$6.770 mm, pero superior al observado a finales de diciembre de 2010 cuando se ubicó en \$1.600 mm (Gráfico 22).

Gráfico 22: Posición Neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

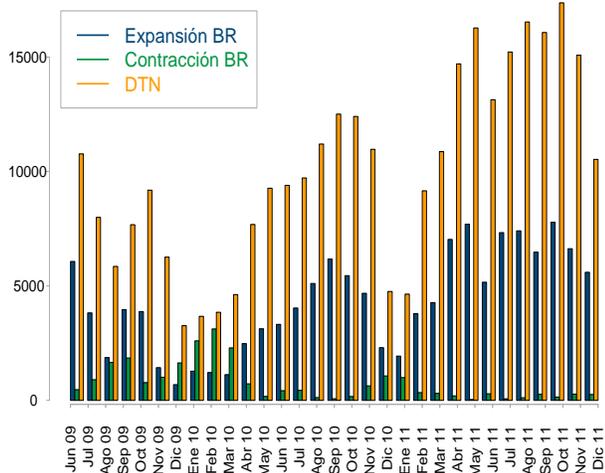
Durante el cuarto trimestre de 2011, a diferencia del trimestre anterior, el BR no realizó compras de divisas en el mercado cambiario, así que no hubo inyecciones de liquidez en moneda local por este motivo. Por su lado, la DGCPTN disminuyó significativamente su saldo en el BR⁵². Después de presentar en septiembre un promedio diario de aproximadamente \$16.000 mm, el saldo de la DGCPTN registró en diciembre un promedio diario de cerca de \$10.500 mm (Gráfico 23). El saldo se redujo debido a que durante el último trimestre del año disminuyeron los ingresos⁵³ y se pro-

⁵²El saldo de la DGCPTN en el Banco de la República pasó de \$17,8 billones el 30 de septiembre a \$5,4 billones el 29 de diciembre de 2011.

⁵³Pago de dividendos de Ecopetrol y colocaciones de bonos de deuda pública.

dujo un incremento en los gastos, ocasionado principalmente por inversiones y gastos de funcionamiento de fin de año⁵⁴.

Gráfico 23: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011



Fuente: Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Como había sucedido los trimestres anteriores, en el cuarto las tasas del mercado monetario continuaron aumentando, reflejando el incremento de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa⁵⁵ aumentó 41 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 15 p.b. (Gráfico 24). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,32% a 7,58%⁵⁶ (Gráfico 25).

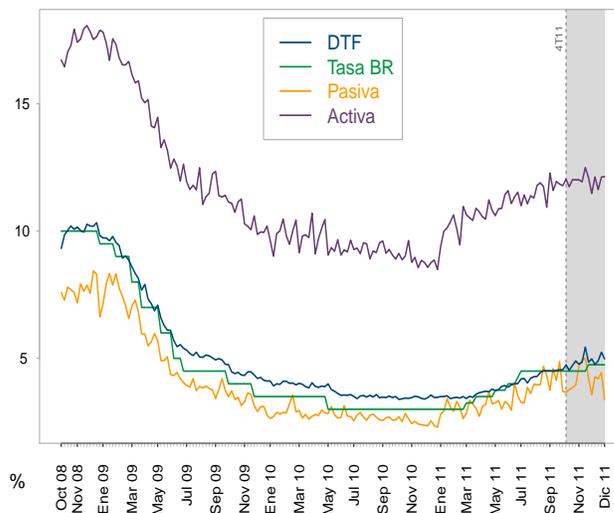
Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento. Con datos disponibles a

⁵⁴Nóminas, primas, mesadas pensionales, etc.

⁵⁵Se 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.

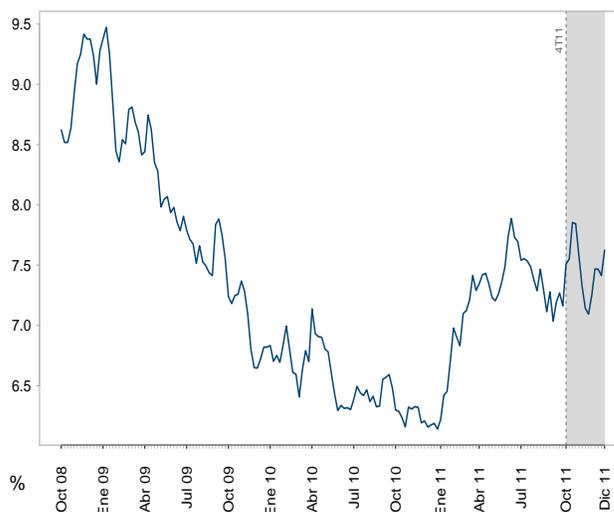
⁵⁶Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. El promedio del 3T11 se calculó con datos entre el 1 de julio y el 30 de septiembre de 2011, y el promedio del 4T11 se calculó con datos entre el 7 de octubre y el 30 de diciembre de 2011.

Gráfico 24: Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2011)



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

Gráfico 25: Margén de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)

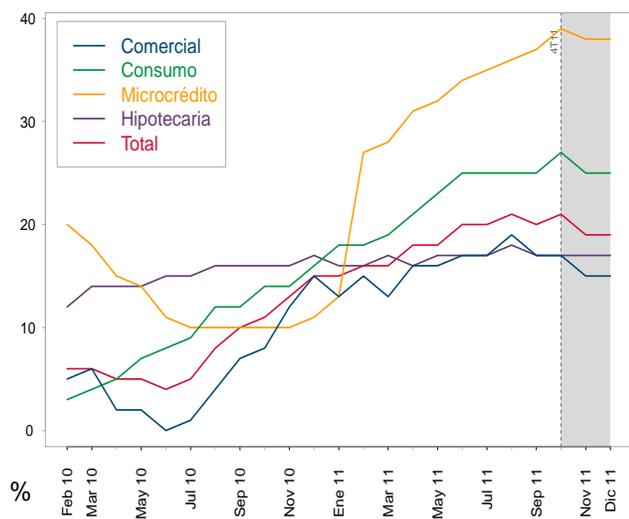


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República. El margen de intermediación se calcula así: $MI = \frac{1 + i_{activa}}{1 + i_{pasiva}} - 1$

diciembre de 2011, los montos promedio de las Carteras de microcrédito, de consumo y comercial aumentaron respecto al mismo mes del año anterior 38,41%,

25,17% y 15,34%⁵⁷, respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 17,78% (Gráfico 26). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁵⁸, en el cuarto trimestre los intermediarios financieros percibieron que la demanda para todos los tipos de crédito había continuado aumentando, pero los establecimientos de crédito declararon que la dinámica era cada vez menor, con algunas excepciones⁵⁹. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios seguirían teniendo preferencia por 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 26: 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.

⁵⁷ Estas variaciones se calculan comparando el monto promedio del último mes del trimestre anterior respecto al monto promedio del último mes del trimestre de análisis.

⁵⁸ Realizada durante las dos primeras semanas de diciembre.

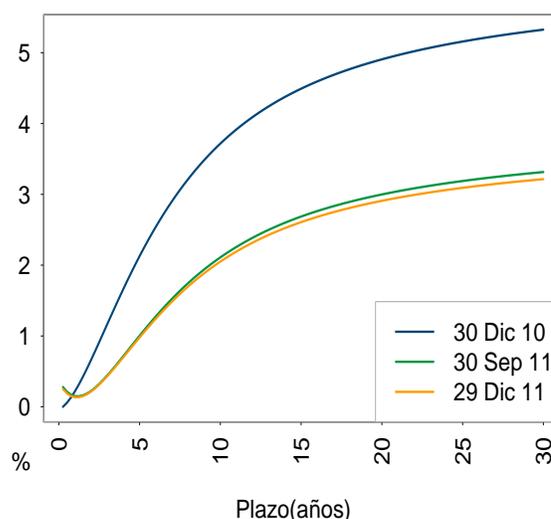
⁵⁹ Las excepciones son la cartera de consumo según las Compañías de Financiamiento Comercial y la cartera de microcrédito según las cooperativas.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

En el cuarto trimestre de 2011, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. disminuyeron en todos los plazos (Gráfico 27). Durante el trimestre se presentaron dos tendencias: inicialmente los bonos del tesoro se desvalorizaron ante las medidas de liquidez anunciadas por los bancos centrales de la zona euro e Inglaterra, y el otorgamiento del siguiente paquete de ayuda a Grecia. Posteriormente, en noviembre y parte de diciembre los Tesoros continuaron con la tendencia de valorización que venían presentando en el tercer trimestre, debido a los datos económicos débiles de Europa, la crisis fiscal en estos países y la incertidumbre sobre la efectividad de las medidas tomadas por sus gobiernos. Adicionalmente, la incertidumbre

Gráfico 27: Curva Cero Cupón EE.UU.



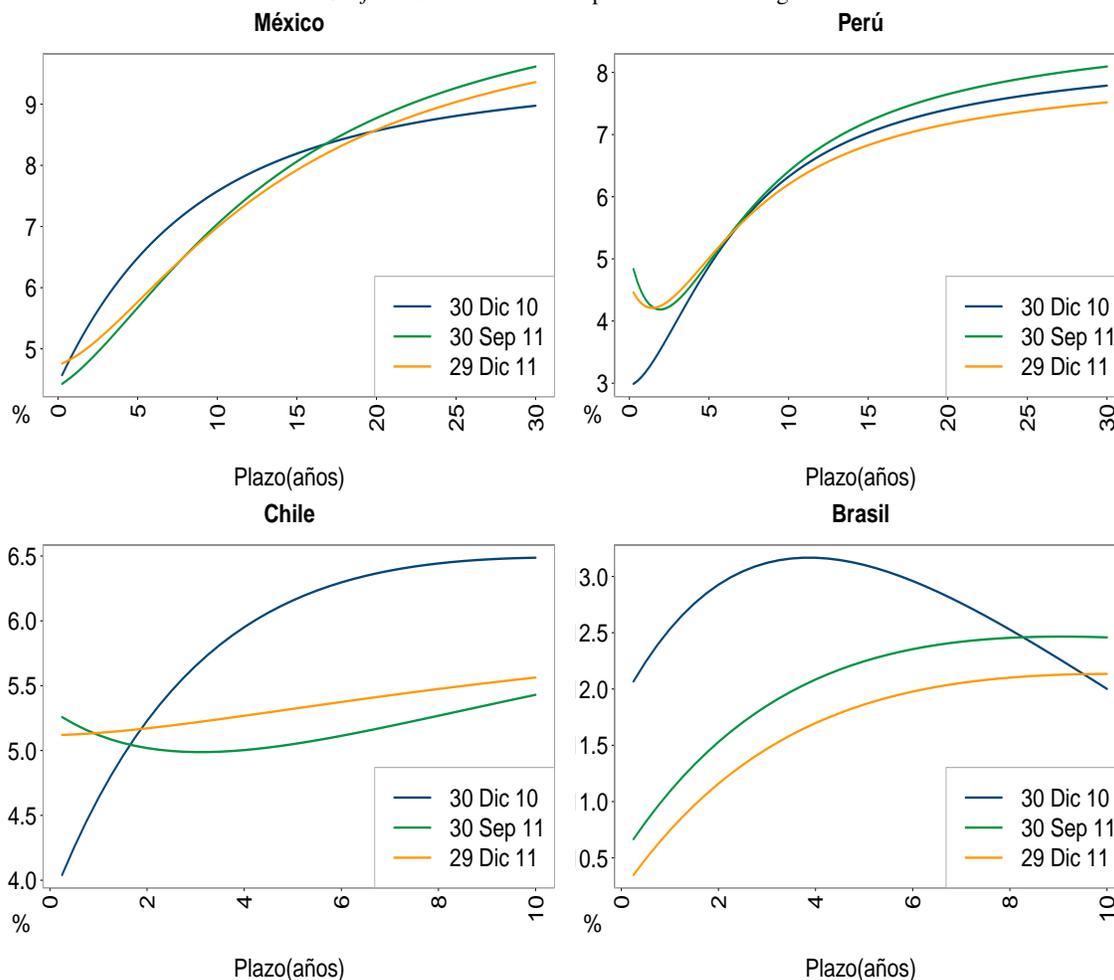
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

sobre el crecimiento de economías desarrolladas y de China, motivaron valorizaciones.

En línea con lo sucedido en el trimestre, en el total del 2011 los Tesoros se valorizaron, especialmente en el largo plazo. Este comportamiento estuvo asociado a la crisis fiscal en Europa, a los débiles fundamentales de las economías de esta zona y las subsecuentes reducciones en las calificaciones de deuda soberana. Además, las valorizaciones estuvieron motivadas por la incertidumbre sobre el límite de endeudamiento de EE.UU y la reducción en la calificación de EE.UU por parte de S&P de AAA a A+. Adicional a lo anterior, las compras de bonos de la operación Twist de la Reserva Federal generaron valorizaciones en las referencias de largo plazo.

Por su parte, durante el cuarto trimestre, los bonos de deuda pública interna de los países de la región presentaron comportamientos diferentes (*Gráfico 28*). Los bonos de Chile se desvalorizaron, igual que lo ocurrido con los de los tramos corto y medio de México, mientras que los bonos de Brasil y los del tramo largo de Perú, registraron valorizaciones.

Gráfico 28: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

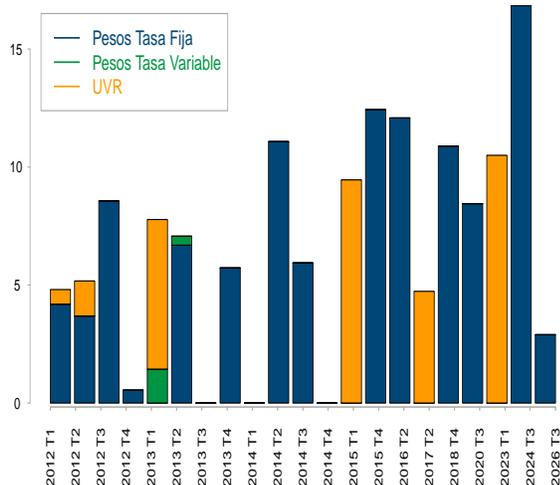
A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de septiembre y el 29 de diciembre de 2011, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$142.000 mm a \$145.000 mm. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2011 era de \$28.000 mm, de los cuales se colocaron bonos por un valor nominal cercano a \$25.600 mm⁶⁰.

En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2011 era de \$7.500 mm, y el saldo vigente era aproximadamente \$6.300 mm a finales del año.

En el *Gráfico 29* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 29 de diciembre, se observa que en el año 2012 los vencimientos representan un 12%, de los cuales cerca del 6% corresponden al tercer trimestre del año.

Gráfico 29: Proyección de Vencimientos TES



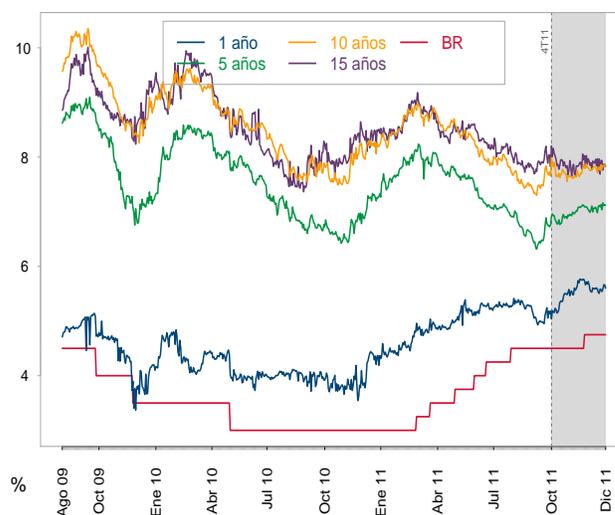
Fuente: Deposito Central de Valores, Banco de la República.

⁶⁰A diciembre 29 se habían colocado cerca de \$15.497 mm en subastas, cerca de \$3.673 mm en convenidas y \$6.597 mm en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 29 de diciembre.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

A diferencia del trimestre anterior, durante el cual los TES en pesos presentaron valorizaciones, especialmente en el corto y mediano plazo y la curva se aplanó, durante el cuarto trimestre la curva presentó un aplanamiento ocasionado por el aumento de las tasas de corto y mediano plazo. De esta manera, las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 34 p.b. entre 0 y 2 años, 34 p.b. entre 2 y 5 años, y 5 p.b. entre 5 y 15 años⁶¹ (*Gráficos 30 y 31*). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 41 p.b durante el período analizado, al pasar de 264 p.b. el 30 de septiembre a 223 p.b. el 29 de diciembre (*Gráfico 32*).

Gráfico 30: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR

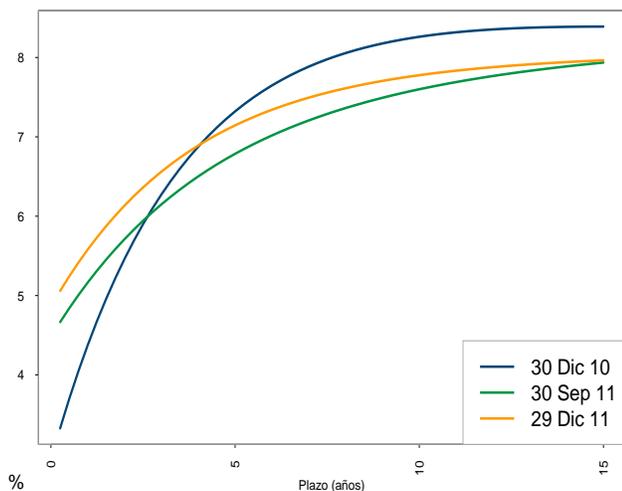


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

La desvalorización de los TES, especialmente los del tramo corto y medio, durante el trimestre estuvo asociada las expectativas e incorporación de un nuevo incremento en la tasa de política monetaria que se realizó en noviembre (+25 p.b.). Este comportamiento

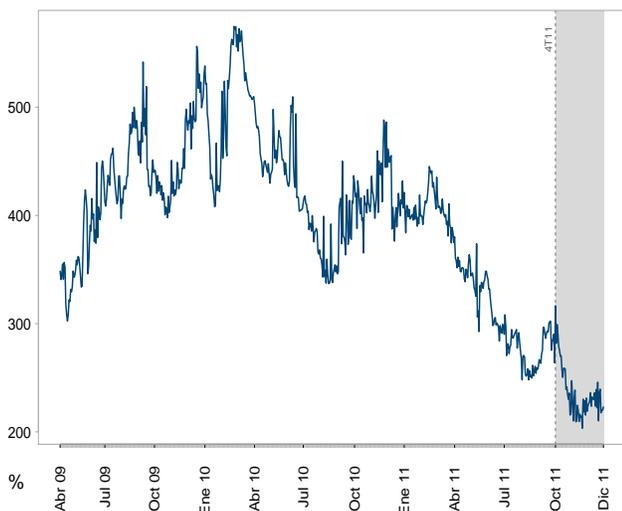
⁶¹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 31: Curvas Spot Colombia. Dic. 2010, Jun. 2011 y Sep. 2011



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. *0 a 2 años. **2 a 5 años. *** 5 a 15 años.

Gráfico 32: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (15 - 1 años)



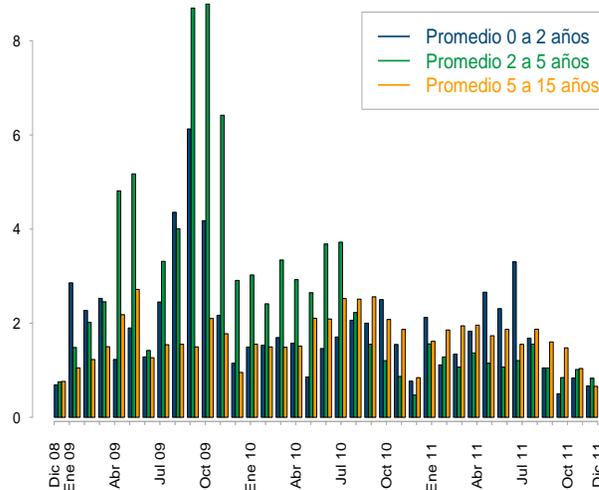
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

se dio en un ambiente de baja liquidez característica de fin de año.

El promedio diario de negociación de TES en el tri-

mestre fue \$2.800 mm⁶², inferior al observado en el mismo período del año 2010 (\$4.000 mm). En el Gráfico 33 puede observarse que en octubre y noviembre el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años), pero en diciembre los del tramo medio fueron los más negociados. Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 28% a 33% entre el tercer y el cuarto trimestre del año, seguidos de los títulos que vencen en mayo de 2014 cuya participación pasó de 13% a 18%. Por el contrario, la participación de los bonos que vencen en agosto de 2012 pasó de 29% a 16% (Gráficos 33, 34 y 35).

Gráfico 33: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



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

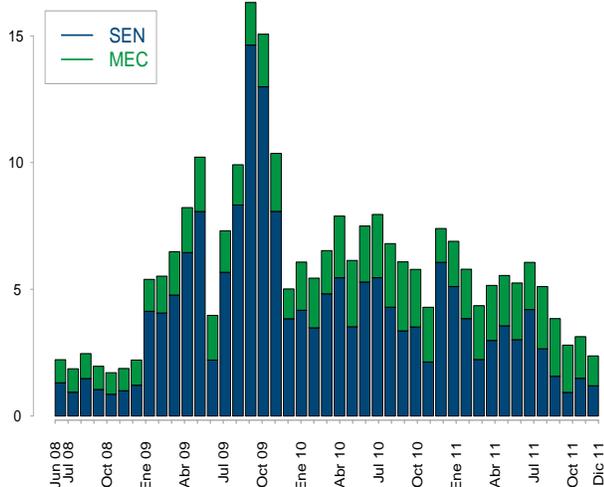
6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES⁶³ negociados en la BVC presentaron una leve desvalorización durante octubre y noviembre (Gráfico 36). En diciembre, el con-

⁶²Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

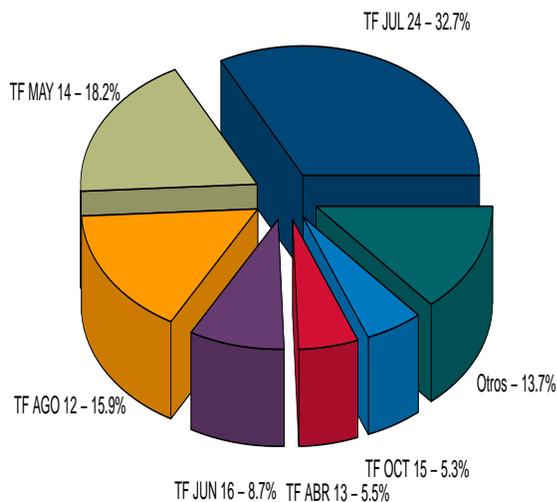
⁶³Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

Gráfico 34: Monto Promedio Diario Negociado de TES



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

Gráfico 35: Total Transado SEN Y MEC de TES



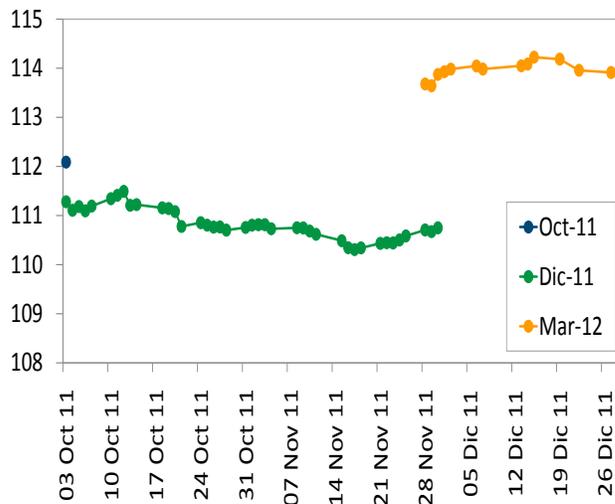
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

trato con vencimiento en marzo de 2012 presentó una leve valorización.

El número de contratos negociados a futuro de TES⁶⁴

⁶⁴Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y lar-

Gráfico 36: Precio de Contratos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

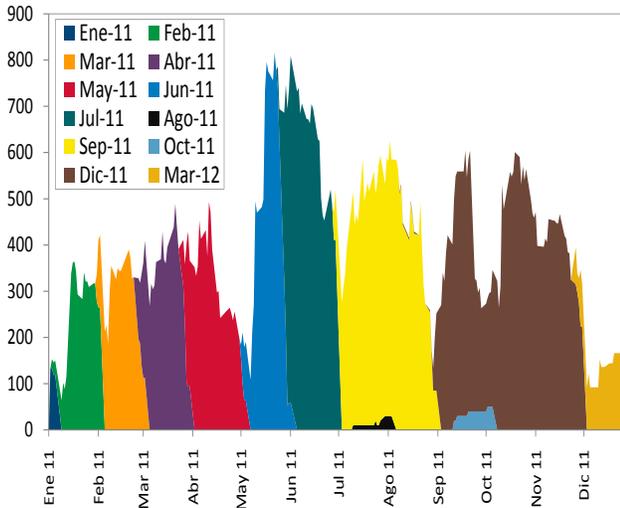
disminuyó al pasar de 37.220 contratos a 15.488 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$3.872 mm. Respecto a las posiciones abiertas, durante el trimestre éstas ascendieron hasta 50, 601 y 166 contratos para los contratos con vencimiento en octubre y diciembre de 2011, y marzo de 2012, respectivamente (Gráfico 37).

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el cuarto trimestre al igual que durante el año, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se valorizaron. En el trimestre se presentaron dos tendencias, los bonos se valorizaron en octubre y diciembre producto de las reducciones en el apetito por riesgo internacional y los buenos fundamentales de la región; mientras que en noviembre los bonos se desvalorizaron transitoriamente debido al nuevo aumento de la percepción de riesgo producto de por los datos económicos débiles de Europa y de otros países desarrollados. Siguiendo el comportamiento de

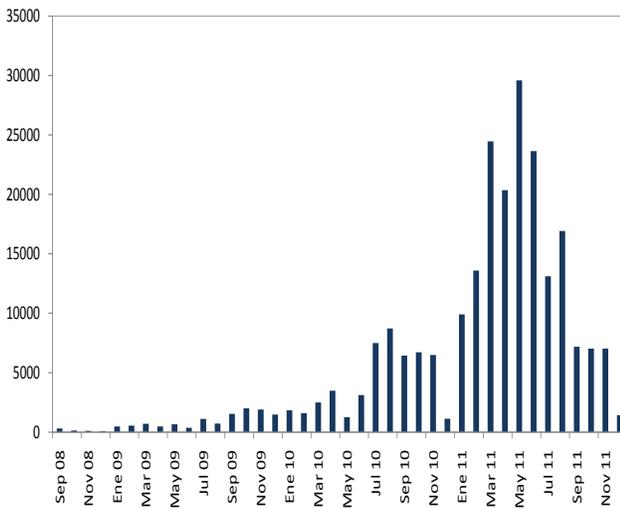
go plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

Gráfico 37: Cantidad de Contratos Abiertos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

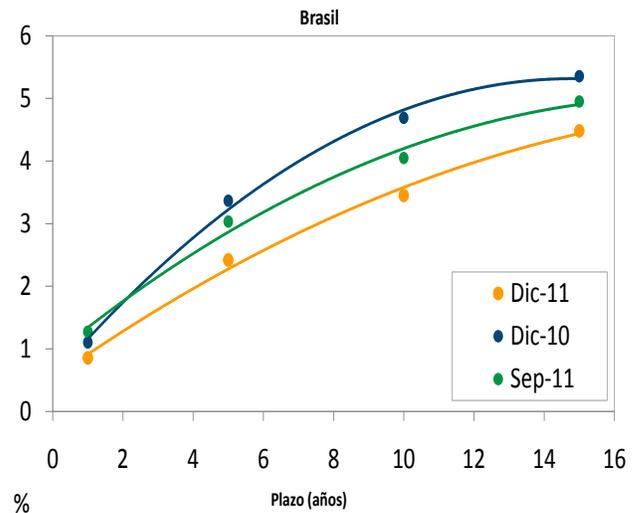
Gráfico 38: Volumen de Negociación de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia. Cantidad de contratos.

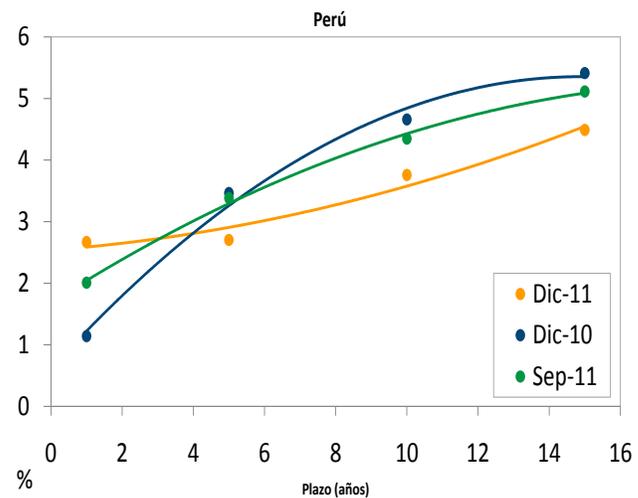
la región, la valorización en los bonos de deuda externa de Colombia ha reflejado los datos positivos y expectativas sobre la economía colombiana (Gráficos 39, 40 y 41).

Gráfico 39: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

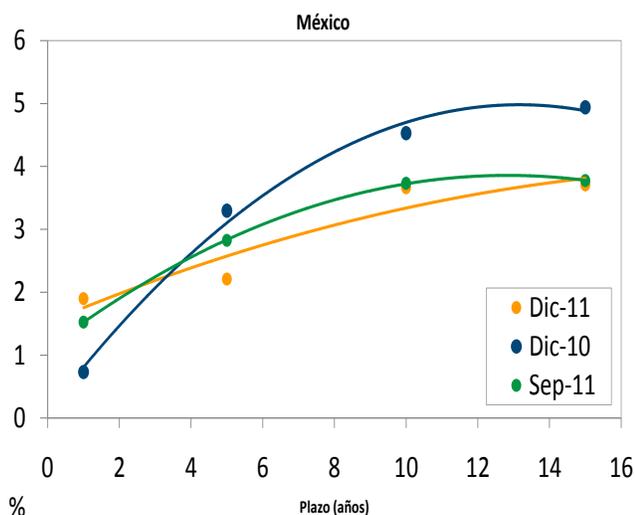
Gráfico 40: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Asimismo, después de un tercer trimestre de altos niveles en percepción de riesgo, las primas de riesgo hacia la región disminuyeron en el trimestre: mientras

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



Fuente: Bloomberg.

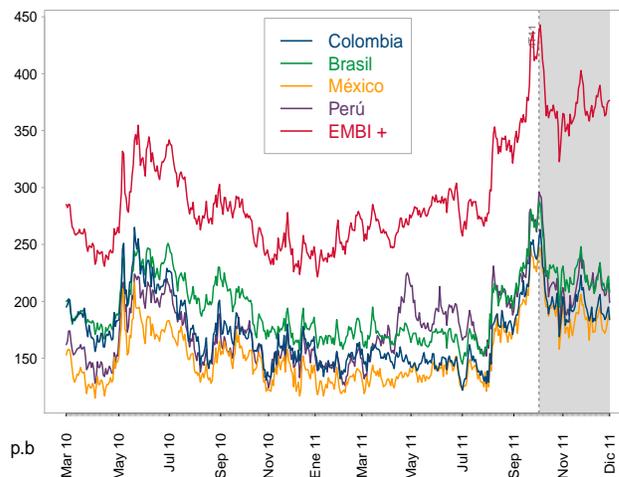
el EMBI+ disminuyó 45 p.b. (-10%), los EMBI país se redujeron en promedio 52 p.b. (-20%)⁶⁵, lo que muestra que la prima de riesgo hacia la región se redujo frente a otros emergentes (Gráfico 42). Por su parte, los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años disminuyeron en promedio 35 p.b. (19%)⁶⁶ (Gráfico 43). En el consolidado del año, las primas de riesgo aumentaron ante el ambiente de incertidumbre sobre la zona euro y la recuperación de los países desarrollados. El EMBI+ aumentó 128 p.b. al finalizar el año (52%) y en promedio los EMBI de los países de la región aumentaron 35 p.b. (25%). Los CDS a 5 años para los países de la región aumentaron 48 p.b. en promedio al cierre de 2011.

En cuanto a las calificaciones crediticias de la región, durante el trimestre, Fitch elevó la calificación de deuda de Perú en moneda extranjera de largo plazo a BBB

⁶⁵Variaciones EMBI+ países: Colombia: -58 p.b. (-24%), Brasil: -66 p.b. (-24%), México: -49 p.b. (-21%) y Perú -78 p.b. (78%). EMBI Global Chile: -9 p.b. (-5%).

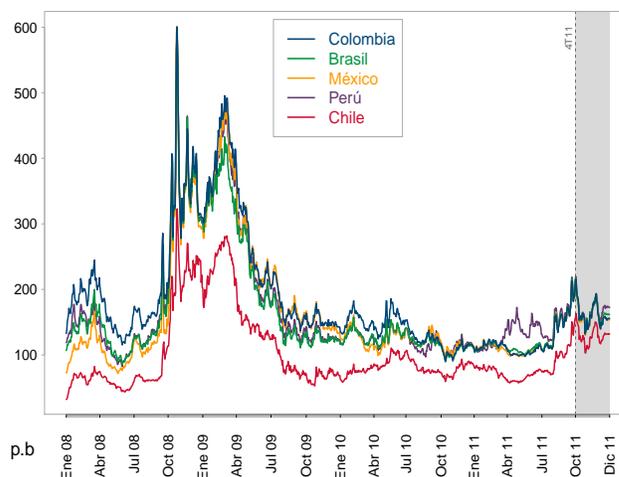
⁶⁶Variaciones: Colombia: -43 p.b. (-22%), Brasil: -40 p.b. (-20%), México: 44 p.b. (-22%), Chile: 30 p.b. (-15%) y Perú: 22 p.b. (14%)

Gráfico 42: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

desde BBB-, con panorama estable, ante la fuerte resistencia de ese país a los choques externos gracias a una política económica flexible, y a su robusta posición externa explicada por un endeudamiento externo moderado y por el aumento de sus reservas internacionales⁶⁷. Por su parte, Standard & Poor's elevó la

⁶⁷Esta decisión estuvo en línea con lo anunciado por Standard

calificación de Brasil a BBB de BBB-, con panorama estable, gracias al compromiso del gobierno en la implementación de políticas económicas prudentes para cumplir con las metas fiscales, y la perspectiva de crecimiento sostenido pese a la desaceleración de la economía mundial.

Aunque las primas de riesgo disminuyeron al comparar el cierre del trimestre, en promedio las primas de riesgo se ubicaron en el trimestre en niveles superiores al promedio del período pasado. Lo anterior puede indicar que las primas de riesgo corrigieron el alto nivel de cierre del trimestre anterior pero en promedio, las primas de riesgo de la región aumentaron en el trimestre.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Siguiendo la tendencia presentada en la región, durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se valorizó en los todos los tramos de la curva (Gráfico 44). De igual forma, todas las referencias de los TES Globales⁶⁸ se valorizaron.

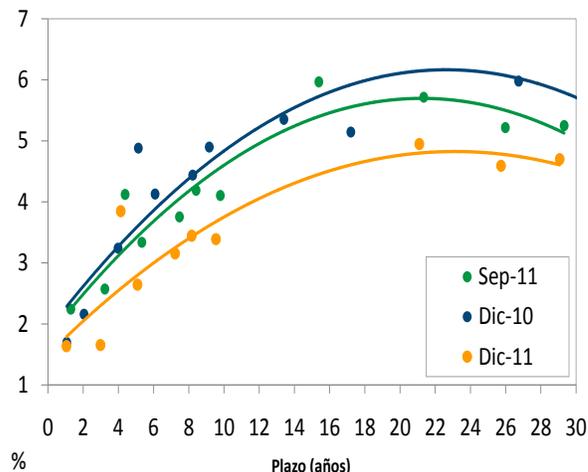
En el año, los bonos colombianos presentaron un comportamiento positivo relacionado con las reducciones en las tasas de los bonos del Tesoro americano, buenos fundamentales económicos del país y de la región, exitosas colocaciones de bonos en el mercado internacional y el aumento de la calificación crediticia del país a grado de inversión por parte de Moody's, Fitch y S&P (Gráfico 45).

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia disminuyó 58 p.b. (-23%) 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. En el año, el EMBI Colombia

& Poor's el pasado 30 de agosto, que realizó el mismo incremento en la calificación

⁶⁸TES denominados en pesos pagaderos en dólares emitidos en los mercados internacionales

Gráfico 44: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

y el CDS a 5 años aumentaron 15 p.b. (9%) y 43 p.b. (38%), respectivamente. Es importante destacar que el CDS a 5 años de Colombia (156 p.b.) finalizó el año en niveles inferiores a Perú (172 p.b.) y Brasil (161 p.b.); y similar al de México (153 p.b.).

Gráfico 45: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED

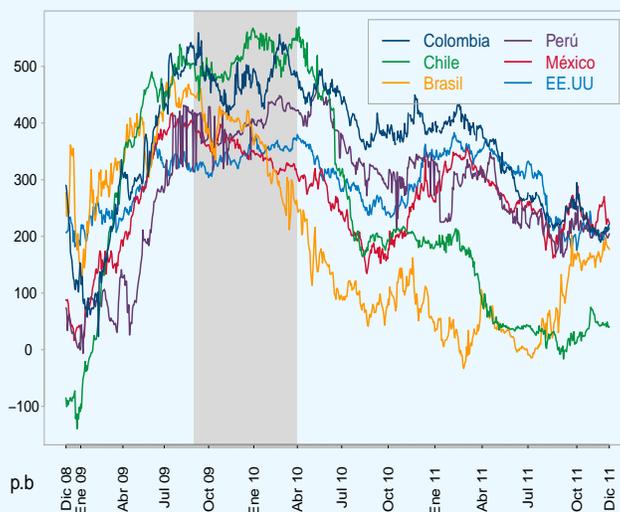


Fuente: Bloomberg.

Recuadro 1: Comportamiento de la Pendiente de la Curva Cero Cupón de los TES en Colombia entre 2008 y 2011

En el Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados (DODM) se hace seguimiento periódico a las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos⁶⁹ de Colombia y de los bonos de deuda interna denominados en moneda legal de EE.UU., Brasil, Chile, México y Perú. Periódicamente se analiza, entre otras cosas, la evolución de la pendiente de cada curva cero cupón, definida como la diferencia entre las tasas de largo plazo y las tasas de corto plazo, debido a que puede proveer información acerca de la percepción de riesgo de los agentes y sus expectativas de la actividad económica, que a su vez están relacionadas con la evolución de la inflación y de las tasas de corto plazo. Debido a que el plazo máximo de los bonos de los países mencionados es diferente⁷⁰, para realizar comparaciones de sus pendientes se calcula la diferencia entre las tasas cero cupón a diez (10) años y las tasas cero cupón a un (1) año. La evolución de esta diferencia para Colombia y los demás países se muestra en el *Gráfico 46*. Es importante mencionar que el comportamiento de las pendientes puede diferir entre países, debido a las características de cada uno de los mercados, y a las respuestas de estos ante choques externos. El propósito de este recuadro es explicar por qué la pendiente de Colombia (línea naranja), presentó el mayor nivel de la región desde mediados de 2010 hasta mediados de 2011. Es importante mencionar que en este período, la diferencia entre la pendiente de Colombia y las pendientes de los otros países de la región fue alta, en comparación con las diferencias observadas desde 2007⁷¹.

Gráfico 46: Diferencia: Tasas Cero Cupón 10 años - Tasas Cero Cupón 1 año



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM. Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años

En el *Gráfico 46* y el *Cuadro 8* se muestra el período comprendido entre diciembre de 2008 y noviembre de 2011,

⁶⁹También se hace seguimiento al comportamiento de la Curva Cero Cupón de TES denominados en Unidades de Valor Real (UVR).

⁷⁰México y Perú tienen bonos a 30 años, Colombia a 15 años, Chile a 9 años y Brasil a 10 años.

⁷¹En 2010 la diferencia entre la pendiente de Colombia y los otros países de la región alcanzó un valor máximo de 240 p.b., mientras que entre 2007 y 2009 esta diferencia había sido en promedio 158 p.b.

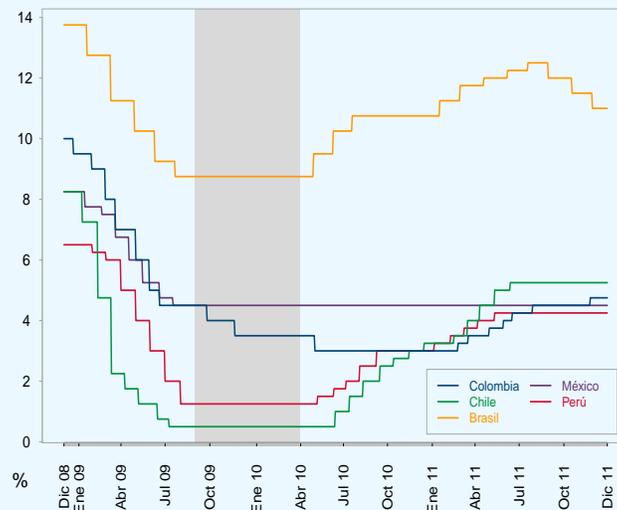
Cuadro 8: Comportamiento de las pendientes durante el periodo analizado

País	Etapa 1 (dic 2008 - sep 2009)			Etapa 2 (sep 2009 - mar 2010)			Etapa 3 (abr 2010 - nov 2011)		
	Var. 1 año	Var. 10 años	Dif. 10-1	Var. 1 año	Var. 10 años	Dif. 10-1	Var. 1 año	Var. 10 años	Dif. 10-1
Chile	-613	-25	588	53	82	29	364	-129	-493
Brasil	-477	-342	135	152	-37	-189	-96	-147	-51
Peru	-576	-228	348	32	53	22	174	-35	-209
Mexico	-357	-38	319	16	-56	-72	-51	-117	-66
EEUU	-20	83	103	-6	30	36	-30	-186	-156
Colombia	-506	-197	309	-65	-79	-14	123	-123	-247

Fuente: Bloomberg. Puntos básicos.

en el que se identifica un aumento generalizado de las pendientes hasta mediados de 2009, un comportamiento mixto entre mediados de 2009 y 2010, y una disminución a partir del segundo semestre de 2010. Estos períodos no necesariamente coinciden con los ciclos de política monetaria de cada país, que como se mostrará más adelante, se dieron en diferentes momentos y explican en gran medida la evolución de dichas pendientes (Gráfico 47). Debido a la importante relación entre las tasas de política monetaria (TPM) y las pendientes, el análisis se enfocará en la comparación de los puntos de inicio y finalización, y la magnitud de los ciclos de política monetaria de cada país. De esta manera, el análisis de lo ocurrido con las pendientes de los países se dividirá en tres partes:

Gráfico 47: Tasas de Política Monetaria



Fuente: Bloomberg.

- El ciclo de recortes de las tasas de referencia de los países de la región, ocurrido entre diciembre de 2008 y mediados de 2009 (2010 en el caso de Colombia).
- El período comprendido entre septiembre de 2009 y abril de 2010 cuando las posturas de política monetaria de los países fueron diferentes.

- El ciclo más reciente de incrementos de las tasas de política monetaria, que comenzó a mediados de 2010 en la mayoría de países (en Colombia comenzó en febrero de 2011). Para efectos de este documento, se analizará lo ocurrido hasta finales de 2011.

Además del análisis de política monetaria, se analizan factores particulares (tributarios, participación de extranjeros, calificación de deuda soberana) de cada uno de los mercados de deuda pública de la región, los cuales pueden contribuir a explicar las diferencias en las pendientes.

Ciclos de recortes de tasas de política monetaria

El período en el que las pendientes de los países de la región tuvieron incrementos, corresponde a la post-crisis, y se caracterizó por el deterioro de la actividad económica en los mismos, lo que generó un ciclo de recortes de las TPM por parte de los bancos centrales para brindar estímulo monetario a sus economías. Los primeros recortes fueron anunciados entre diciembre de 2008 y febrero de 2009, y, con excepción de Colombia que recortó la tasa en abril de 2010, estos ciclos finalizaron a mediados de 2009. En consecuencia, las tasas cero cupón de 1 año disminuyeron, lo que a su vez explica en gran medida el incremento en las pendientes de la región (*Cuadro 9*).

Cuadro 9: Ciclo a la baja: Diferencias de promedios (1 mes antes y 1 mes después del ciclo)

País	Inicio	Final	TPM	1	10	Dif. 10 - 1
Chile	09-Ene-09	09-Jul-09	-775	-546	12	558
México	16-Ene-09	17-Jul-09	-375	-297	63	361
Perú	05-Feb-09	06-Ago-09	-450	-453	-134	319
Brasil	21-Ene-09	22-Jul-09	-500	-293	-21	272
Colombia	19-Dic-08	30-Abr-10	-700	-582	-337	245

Fuente: Bloomberg. Puntos básicos.

Por su parte, las tasas cero cupón de largo plazo (10 años) descendieron debido a la disminución en la percepción de riesgo internacional luego de la crisis, y el consecuente apetito por activos de economías emergentes, lo que compensó en parte el empinamiento causado por la caída en las tasas de corto plazo. En particular, además del contexto internacional, las tasas de largo plazo en Colombia fueron de las que más disminuyeron ante la reducción en las expectativas de inflación, la publicación de datos por debajo de los esperados⁷² y por las compras de TES por parte del BR para otorgar la liquidez de fin del 2009. Así, la variación en la pendiente de Colombia se explica por una fuerte caída en las tasas de corto plazo (después de Chile, fue el país que realizó mayores recortes a su tasa de referencia), compensada por un comportamiento a la baja de las tasas de largo plazo durante este período.

Por otro lado, las pendientes de Chile, México y Perú fueron las que más aumentaron. Sin embargo, como al principio del período se encontraban en niveles atípicamente bajos⁷³, no se convirtieron en las curvas más empinadas

⁷²La inflación en 2009 y principios de 2010 resultó consistentemente inferior a las esperadas: marzo (0.5% vs. esp: 0.65%), abril (0.32% vs. esp: 0.43%), mayo (0.01% vs. 0.21%), junio (-0.06% vs. 0.08%), julio (-0.04% vs. esp. 0.07%), agosto (0.04% vs. esp. 0.06%), septiembre (-0.11% vs. esp +0.10%), octubre(-0.13% vs esp +0.07%), noviembre (-0.07% vs. esp +0.08%), diciembre 0.08% (esperado +0.10%), febrero (0.83%, vs esp: 1.01%), marzo (0.83% vs. 0.97%).

⁷³Negativos en el caso de Chile, o en niveles cercanos a cero en los casos de Perú y México, explicados posiblemente por las expectativas

de la región. Por lo tanto, aunque la pendiente de Colombia fue una de las que presentó menores incrementos, se ubicó en los niveles más altos a finales de septiembre de 2009 debido a que se encontraba en un nivel alto⁷⁴ al comienzo del período de incrementos en las tasas de política.

En el *Gráfico 46* también se puede observar que durante la etapa de incrementos en las pendientes de la región, las diferencias entre estas se estrecharon de tal forma que en septiembre de 2009 ascendían en promedio a 99 p.b. frente a 161 p.b. en diciembre de 2008.

Ciclos mixtos en política monetaria

En respuesta a las distintas posturas de política monetaria de los países de la región, entre septiembre de 2009 y abril de 2010, las pendientes presentaron diferentes comportamientos. Perú se empujó levemente, Colombia, México y Brasil se aplanaron; mientras que la pendiente de la curva de Chile permaneció estable (*Cuadro 10*).

Cuadro 10: Ciclo al alza: Diferencias de promedios (1 mes antes y 1 mes después del ciclo)

País	Inicio	Final	TPM	1	10	Dif. 10 - 1
Perú	06-May-10	12-May-11	275	238	73	-165
Brasil*	28-Abr-10	20-Jul-11	375	165	-39	-204
Colombia	25-Feb-11	25-Nov-11	150	108	-94	-202
Chile	15-Jun-10	14-Jun-11	475	383	-24	-406
México	30-Abr-10	25-Nov-11	0	-38	-96	-58

Fuente: Bloomberg. Puntos básicos.*En los meses de agosto y octubre, Brasil realizó dos reducciones en su tasa de referencia de 50 p.b. cada una.

Durante este período, la mayoría de bancos centrales mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, con excepción de Colombia y Brasil. Este último, comenzó el retiro del estímulo monetario al aumentar su TPM en 75 p.b., lo que sumado a los futuros incrementos que el mercado descontaba, contribuyó a que su tasa de corto plazo aumentara, ocasionando un aplanamiento de la curva (*Gráfico 46*). En el caso de Colombia, la tasa de política monetaria fue recortada 100 p.b.. No obstante, la pendiente disminuyó debido a la caída en las tasas de largo plazo ante las menores expectativas de inflación y a la publicación de datos de inflación por debajo de los esperados⁷⁵. Por otro lado, la curva de México se aplanó debido en parte a la disminución de las tasas de largo plazo, ocasionada principalmente por la inclusión de los bonos de este país en el índice WGBI⁷⁶ en marzo de 2010, lo que generó mayor demanda de esos activos por parte de inversionistas que buscaban replicar la canasta del mencionado índice. Al finalizar esta etapa, la pendiente de Colombia se encontraba por encima de las de Brasil y México, y en niveles cercanos a los de las pendientes de Chile y Perú.

de desaceleración económica, y en el caso de Chile, también por la utilización de los bonos de largo plazo como activos refugio. En este último país, los tenedores más importantes son los fondos de pensiones y los agentes locales utilizan la parte larga de la curva como refugio frente a otras inversiones.

⁷⁴Solo superada en la región por la pendiente de Brasil.

⁷⁵Datos de inflación por debajo de los esperados: septiembre (-0,11 % vs. esp +0,10 %), octubre (-0,13 % vs esp +0,07 %), noviembre (-0,07 % vs. esp +0,08 %), diciembre 0,08 % (esperado +0,10 %), febrero (0,83 %, vs esp: 1.01 %), marzo (0.83 % vs. 0.97 %).

⁷⁶World Global Bond Index.

Ciclo de incrementos de las tasas de política monetaria

En este período se presentó el ciclo al alza de las tasas de referencia por parte de los bancos centrales de los países analizados, que retiraron los estímulos monetarios ante el repunte de sus economías y las consecuentes presiones inflacionarias, lo que llevó a que las pendientes de los países de la región presentaron disminuciones (*Cuadro 11*). México fue la excepción al mantener las tasas inalteradas durante este período y su curva de rendimientos registró un leve aplanamiento.

Cuadro 11: Septiembre 2009-Abril 2010: Diferencias de promedios

País	Inicio	Final	TPM	1	10	Dif. 10 - 1
Perú	30-Sep-09	30-Abr-10	0	28	75	47
Chile	30-Sep-09	30-Abr-10	0	57	51	-6
Colombia	30-Sep-09	30-Abr-10	-100	-83	-131	-48
México	30-Sep-09	30-Abr-10	0	12	-70	-82
Brasil*	30-Sep-09	30-Abr-10	75	219	-42	-262

Fuente: Bloomberg. Puntos básicos.

Estas decisiones de política tuvieron como consecuencia un incremento de las tasas de corto plazo, en mayor magnitud en Chile, Perú y Brasil, que comenzaron el retiro del estímulo monetario a mediados de 2010, mientras que Colombia lo hizo en febrero de 2011. Adicionalmente, Colombia fue el país que realizó menores incrementos a su TPM, y además lo hizo gradualmente en magnitudes de 25 p.b., mientras que los otros países anunciaron incrementos de hasta 75 p.b., lo que pudo haber acelerado el aplanamiento de sus curvas. Por otra parte, con excepción de Perú, las tasas de largo plazo de los países de la región disminuyeron, sobre todo en el caso de Colombia ante los ajustes a la baja en las expectativas de inflación de largo plazo y expectativas de mejora de la calificación de la deuda soberana a grado de inversión, que se materializó a principios de 2011.

Aunque la pendiente de Colombia se ha aplanado en magnitudes similares a las de Brasil y Perú, este aplanamiento se dio a un ritmo menos acelerado que en los otros países debido a que comenzó el retiro del estímulo un año después, y además incrementó su TPM en menor magnitud. No obstante, es importante destacar que la curva colombiana comenzó a aplanarse desde noviembre de 2010, debido a que desde ese entonces los agentes podrían haber estado descontando el retiro del estímulo monetario⁷⁷.

Por otro lado, dado que el ciclo alcista de Brasil terminó en julio de 2011, las reducciones de 50 p.b. en la tasa de referencia en el mes de agosto y en septiembre⁷⁸, no se incluyen en el *Cuadro 11*.

⁷⁷Si se toma la variación de los promedios entre tres meses después del retiro y tres meses antes, las variaciones de las tasas cero cupón de 1 año, de las tasas cero cupón de 10 años y de la diferencia son +87 p.b., -23 p.b. y -110 p.b..

⁷⁸Después de esta reunión la tasa de referencia se fijó en 11.50%

Características de los mercados de deuda pública de los países de la región

Las diferencias en las pendientes de los países también obedecen a las características particulares de cada uno de los mercados⁷⁹, y a la respuesta de estos ante choques externos. En el Anexo 1 se muestra un comparativo de los países de la región en cuanto a los tipos de bonos emitidos, impuestos, participación de extranjeros y calificaciones de deuda soberana.

En este Anexo se puede observar que Colombia y Chile tienen una baja participación de inversionistas extranjeros en comparación con Brasil, Perú y México, que se caracterizan por una presencia importante de inversión extranjera en el mercado de deuda pública. En el caso de Brasil y Perú esta participación se encuentra principalmente en la parte larga de las curvas. Lo anterior permitiría inferir que estos mercados pueden estar más influenciados por los flujos de portafolio y por tanto la respuesta de las curvas y sus pendientes es diferente frente a países con baja participación de extranjeros.

En materia tributaria, los países de la región tienen diferentes esquemas que pueden incentivar la inversión en deuda pública en unos más que en otros, lo que hace que cuando hay apetito por inversiones en economías emergentes, los flujos de capitales se dirijan a aquellos que tienen menor carga tributaria, afectando así sus pendientes. En Perú no hay depósito a capitales extranjeros, impuestos al capital, retención en la fuente, ni impuesto a la utilidad, lo cual lo hace el país más atractivo para los inversionistas extranjeros frente a los demás países de la región. En México, a los extranjeros no se les aplica impuesto a la utilidad ni retención en la fuente, mientras que a los locales se les grava la utilidad en 30% y se les aplica una retención en la fuente de 0,6% sobre el rendimiento. Por su parte, Brasil es el único país de la región donde se aplica un impuesto al capital extranjero, el cual comenzó en 4% para bonos y acciones y posteriormente fue aumentado al 6% únicamente para bonos; no obstante, las altas tasas de los rendimientos de los bonos compensan este impuesto, lo cual explica la entrada de capitales a este país.

Por su parte, Chile y Colombia presentan las mayores cargas tributarias al momento de invertir en títulos de deuda pública. En Chile el impuesto sobre la utilidad asciende a 35%, y la retención en la fuente es de 4%. En Colombia, el impuesto sobre la utilidad (impuesto a la renta) asciende a 33%, y la retención en la fuente es de 4% para los rendimientos de bonos de largo plazo, y 7% para los rendimientos de bonos de corto plazo. Lo anterior puede explicar la baja participación de extranjeros y por ende la baja sensibilidad de la pendiente a la inversión de portafolio.

Finalmente, otro factor que incide en las variaciones de las pendientes de los países, es la evolución de las calificaciones de deuda soberana, puesto que un país con menor calificación crediticia debería reconocer una mayor prima de riesgo en sus tasas de rendimiento, principalmente en el largo plazo. En el caso de Colombia, durante el período analizado su calificación crediticia se ubicó por debajo de grado de inversión hasta el año 2010, mientras que sus pares lo habían alcanzado desde 2008. Por lo anterior, en momentos de reducción en la aversión al riesgo internacional, los flujos de capitales pudieron haberse dirigido a países con mejores calificaciones que Colombia, especialmente hacia la parte larga de la curva.

⁷⁹Los más grandes emisores de deuda en la región son Brasil y México. En Brasil el mercado de deuda pública es menos líquido que el de DI futuros y la parte de la curva superior a 10 años no está desarrollada. México es el único país donde la compensación de bonos soberanos se puede realizar a través de Euroclear, lo que lo convierte en uno de los mercados más líquidos y desarrollados de la región. En Chile el 75% del total de la deuda emitida está indexada a la inflación, los fondos de pensiones poseen cerca del 55% del total emitido y el mercado de deuda pública es poco profundo. En Perú toda la curva se encuentra desarrollada (el plazo más largo es 30 años), pero el monto emitido es el menor en comparación con los de los otros países analizados. En Colombia los bonos denominados en pesos son los más líquidos y su negociación se concentra en los papeles de cotización obligatoria.

Conclusión

En resumen, durante el segundo semestre de 2010 y el primer semestre de 2011 la pendiente de Colombia fue una de las más altas de la región debido principalmente a las siguientes razones:

- Después de Chile, Colombia fue el país que recortó en mayor magnitud su tasa de política monetaria, lo que generó una disminución de las tasas de corto plazo, y empinamiento de la curva.
- Aunque el incremento de la pendiente de Colombia fue de los más bajos durante el ciclo de recortes de la tasa de referencia⁸⁰, su nivel fue el más alto a finales de 2009, debido a que las pendientes de otros países se encontraban en niveles atípicamente bajos cuando comenzaron los ciclos de disminuciones de las tasas de referencia.
- Desde mediados de 2010 la pendiente de Colombia ha disminuido, pero se ha presentado un aplanamiento más acelerado en las curvas de aquellos países que iniciaron los incrementos de las TPM antes que Colombia, y que además, lo hicieron en magnitudes superiores⁸¹.

Es importante mencionar que las tasas de largo plazo de todos los países de la región cayeron durante el período de análisis debido a la disminución en la percepción de riesgo a nivel internacional. En particular, las tasas de Colombia fueron unas de las que más disminuyeron debido a menores expectativas de inflación, buenas perspectivas fiscales, y también por las expectativas y posterior mejora en la calificación de la deuda soberana.

Finalmente, otros factores (tributarios y de calificación) de países como Brasil, Perú y México que cuentan con alta participación de extranjeros, especialmente en la parte larga de la curva, pudo haber incentivado el mayor aplanamiento de sus curvas durante períodos de entrada de capitales de corto plazo. En Colombia y Chile, la baja participación de los extranjeros hace que los flujos de capitales de portafolio tengan un bajo impacto en sus curvas de rendimiento.

⁸⁰Debido a que las tasas de largo plazo también disminuyeron, compensando en parte la caída de las tasas de corto plazo.

⁸¹El último ciclo alcista de la tasa de interés de Colombia comenzó un año después que el de los demás países, y fue más gradual.

Anexo 1

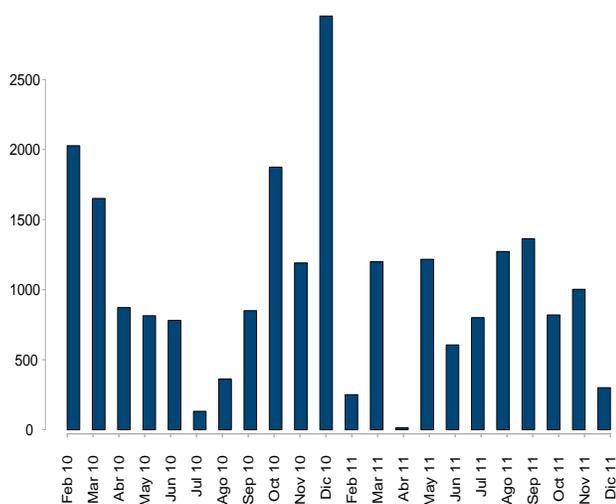
CARACTERISTICAS GENERALES		BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MEXICO	PERU
Participantes	Locales	Expuestos a bonos flotantes y tasa fija a corto plazo. Los fondos de pensiones invierten en papeles indexados a inflación.	Mercado Dominado por Fondos de Pensiones	Los papeles líquidos corresponden a los de cotización obligatoria		FP activos en parte larga (40% TF) Bancos locales en la corta (9.5% TF)
	Extranjeros	10,2 % del stock de deuda pública Concentrados en bonos TF de LP; 31% de Tasa Fija (50% de emisiones con vto en 2017 y 2021)	7% del stock de deuda pública	2% del stock de deuda pública	26,5% de deuda interna 31% de Bonos Tasa Fija	46% de deuda interna. 24% de bonos tasa fija.
Emisiones	Tasa Fija	36%	25%	71%	69%	92%
	Tasa Variable	64%	75%	29%	31%	8%
Impuestos	Requiere Depósitos	NO	0%	0%	NO	NO
	Impuestos al Capital	6% solo para externos	NO	NO	NO	NO
	Retención en la Fuente sobre el rendimiento	NO	4%	7% CP / 4% LP	0% para extranjeros 0,6% locales	NO
	Impuesto a la Utilidad	NO	35%	33%	30% Locales 0% extranjero	NO
Calificación* (grado de inversión?)	2009	Grado bajo o medio de inversión	Grado medio-alto de inversión	No grado de inversión- Especulativo	Grado bajo o medio de inversión	Grado bajo o medio de inversión
	2010	Grado bajo o medio de inversión	Grado alto de inversión (M)	No grado de inversión- Especulativo	Grado bajo o medio de inversión	Grado bajo o medio de inversión
	2011	Grado bajo o medio de inversión	Grado alto de inversión (M y SP)	Grado bajo o medio de inversión	Grado bajo o medio de inversión	Grado bajo o medio de inversión

*SP: Standard and Poors, M: Moody's.

7 Mercado Primario de Deuda Privada

Durante el cuarto trimestre de 2011 la dinámica del mercado primario de deuda privada fue menor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con una disminución del 21% en el monto de colocación. Respecto al promedio anual las colocaciones del trimestre estuvieron por debajo en un 4% y comparadas con el mismo trimestre de 2010 disminuyeron en un 64% (Gráfico 48). Durante el trimestre se colocaron \$2.121 mm que corresponden al 23% del total de colocaciones realizadas durante el 2011.

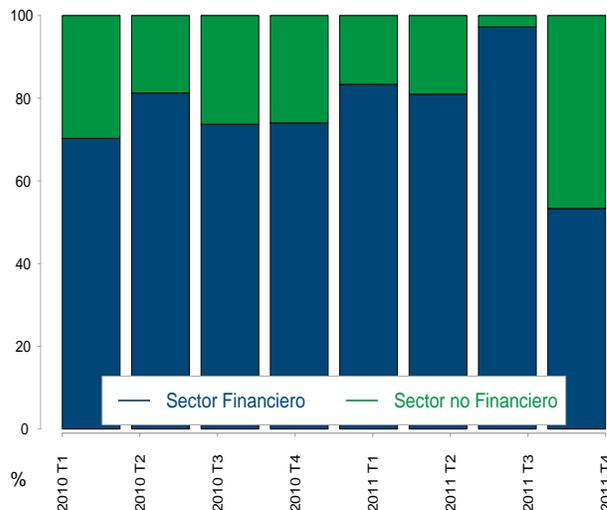
Gráfico 48: Monto Total Colocado (2010 - 2011)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Miles de millones de pesos.

La disminución en las colocaciones se explica en parte por la caída de 43,8 pps de las colocaciones del sector financiero respecto al 3T2011 (Gráfico 49). Cabe destacar que la proporción de colocaciones del sector financiero alcanzaron su mínimo en dos años y se ubicaron 25 pps por debajo del promedio de 2011. A este comportamiento se le suma el crecimiento de las colocaciones del sector no financiero las cuales estuvieron impulsadas por la colocación de bonos de empresas públicas. Las emisiones con mayor monto de coloca-

Gráfico 49: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

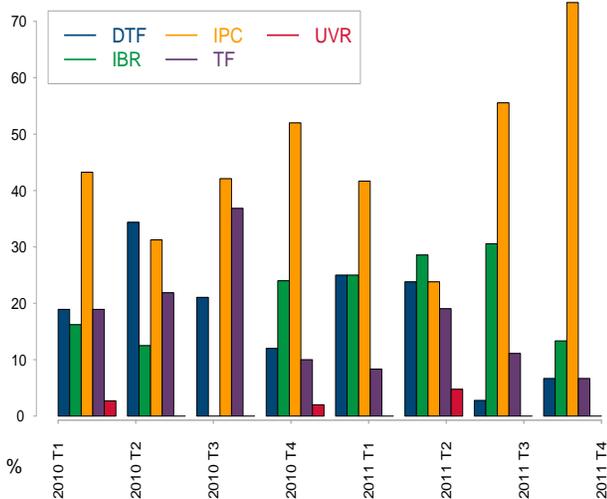
ción durante el trimestre fueron las de Bancolombia (\$564 mm), FINDETER (\$339 mm) y las de Titularizadora Colombiana (\$322 mm).

Adicionalmente, la proporción de colocaciones atadas al IPC, respecto al total de colocaciones, aumentó por segundo trimestre consecutivo pasando de 55,55% en el tercer trimestre a 73,3% en el cuarto trimestre. Por su parte las demás colocaciones disminuyeron⁸². De esta manera, el 13% de las colocaciones estuvieron indexadas al IBR, el 6,66% a una tasa fija, el 6,66% a la DTF y el 0% a UVR (Gráfico 50). Cabe resaltar que durante 2011 las colocaciones que predominaron fueron aquellas atadas al IPC.

En línea con lo anterior, los plazos de colocación aumentaron considerablemente (Gráfico 51). El plazo que predominó fue el de 10 a 20 años (59,17%), seguido por el plazo de 5 a 10 años (25,37%) y el plazo de 2 a 5 años (9,94%). Cabe resaltar que la proporción de colocaciones en el plazo mayor a 20 años pasó de 0% en el trimestre anterior a 5,65% en el 4T2011.

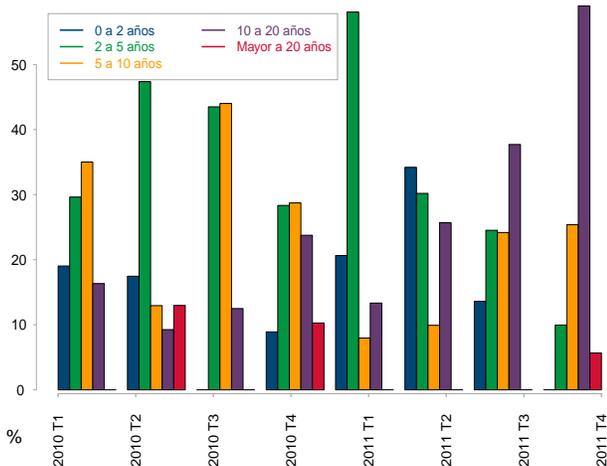
⁸²Las colocaciones atadas a la DTF, IBR, tasa fija y UVR disminuyeron 17 pps, 15,23 pps, 12,38 pps y 4,76 pps, respectivamente.

Gráfico 50: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 51: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación

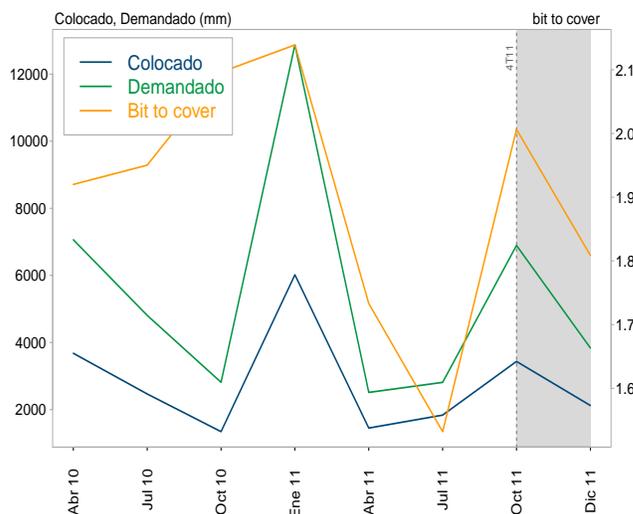


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, la diferencia entre el monto demandado y el monto ofrecido en las subastas disminuyó frente al tercer trimestre del año (-19 p.b.) mostrando una menor dinámica en la demanda de deuda privada. En el cuarto trimestre el monto demandado ascendió a 3.837

mm que equivalen a 1.8 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$6.892 mm, 2 veces) (Gráfico 52).

Gráfico 52: Monto Colocado VS Monto Demandado

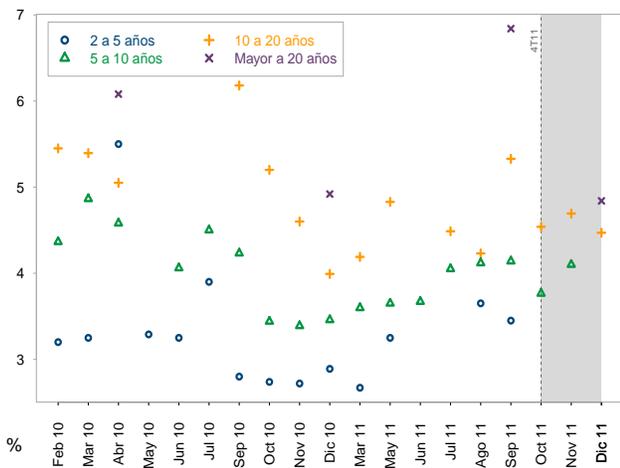


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Las emisiones con mayor demanda fueron las de bonos de deuda pública de Interconexión Eléctrica S.A. indexadas al IPC con una demanda de 3,3 veces el monto colocado (a 30 años con tasa de corte IPC 4,84% N.M.V y monto colocado de \$120 mm), seguida de la emisión de bonos de deuda pública de Transelca S.A. con una demanda de 2,465 veces el monto colocado (a 15 años con tasa de corte IPC 4,48% E.A y monto colocado de 100 mm) y la de Bancolombia con una demanda 2,464 veces el monto colocado (a 15 años con tasa de corte IPC 4,45% E.A y monto colocado de \$115 mm).

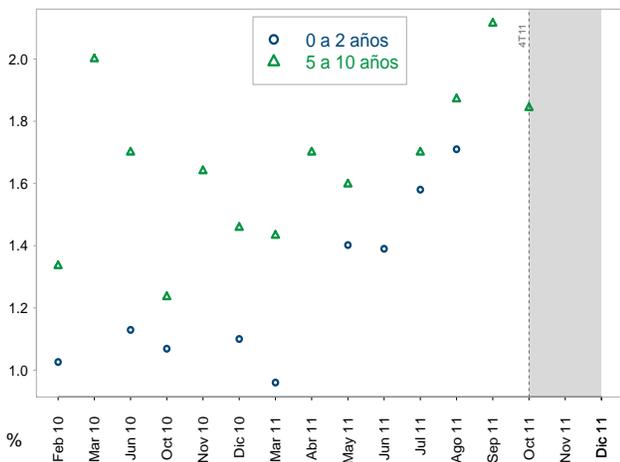
Por último, en el Gráfico 53 se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda privada. Durante el cuarto trimestre de 2011, el margen sobre la inflación de las colocaciones de deuda privada aumentó para todos los plazos. En cuanto al margen sobre el IBR (Gráfico 54) se aprecia una disminución para la única operación indexada al IBR durante el trimestre para un plazo entre 2 y 5 años.

Gráfico 53: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 54: Tasa de Colocación - Margen sobre el IBR



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

Durante el cuarto trimestre de 2011, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron importantes recuperaciones, principalmente ante la reducción de la percepción de riesgo in-

ternacional.

En general, las bolsas de Estados Unidos, presentaron valorizaciones mayores a las observadas en otros países. El Dow Jones se valorizó 12% y el S&P500 11%. Estas valorizaciones les permitieron terminar el trimestre en niveles similares o superiores a los del inicio del año⁸³. Este comportamiento se debió principalmente a las señales de recuperación de esta economía, la disminución de la percepción de riesgo internacional y a la publicación de resultados corporativos positivos.

En Europa, el Eurostoxx aumentó 6,2% durante el 4T11 ante el anuncio de diversos acuerdos para solucionar la crisis de deuda de la región y evitar el posible contagio a otras economías de la zona, y las distintas medidas tomadas por el BCE. Sin embargo, esta recuperación no fue suficiente para recortar las pérdidas presentadas en los trimestres anteriores. Por este motivo, durante el año el Eurostoxx cayó 17%. Vale la pena resaltar que las bolsas de Francia y Alemania, las principales economías de la región presentaron correcciones después de las fuertes desvalorizaciones presentadas en el trimestre anterior⁸⁴. Lo anterior, a pesar de los rumores sobre la posible reducción de la calificación de Francia por parte de S&P.

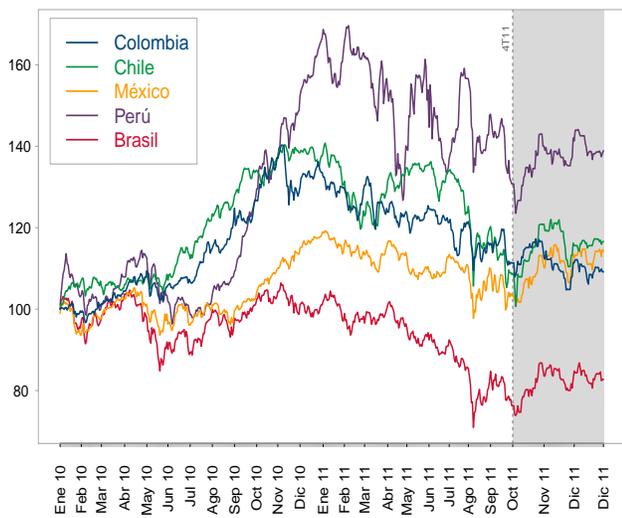
En América Latina, en general se observaron correcciones (Gráfico 55) después de presentar fuertes desvalorizaciones durante el trimestre anterior. Estas correcciones se presentaron ante la disminución de la percepción de riesgo internacional, el aumento de los precios de las materias primas y otros factores particulares de cada mercado. Se debe resaltar que pese a los sólidos fundamentales de las economías de la región, todos los índices finalizaron el 4T11 con desvalorizaciones frente al inicio del año.

Durante el 4T11, los índices de la región presentaron valorizaciones a excepción del IGBC de Colombia, el

⁸³El Dow Jones finalizó el 4T11 en 12217 e inició el año 2011 en 11577. Por su parte, el S&P500 finalizó el 4T11 en 1257, el mismo nivel del inicio del 2011.

⁸⁴El CAC-40 se valorizó 4% durante el 4T11 y el DAX 7,2%.

Gráfico 55: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



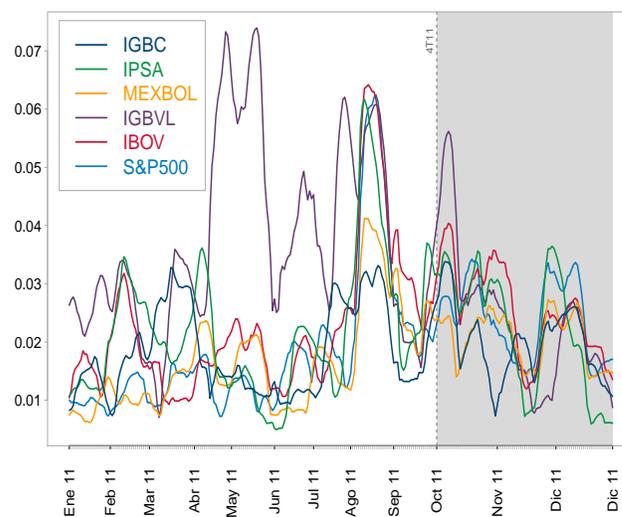
Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre de 2009

cual presentó una desvalorización de 2% debido al alto volumen de emisiones presentado durante el periodo analizado. Entre los índices de la región que presentaron valorizaciones, se encuentran el MEXBOL de México (10,7%), el IBOV de Brasil (8,5%), el IPSA de Chile (7,4%) y el IGBVL de Perú (6,22%). Durante 2011, las desvalorizaciones de las bolsas de Brasil, Chile, Perú y Colombia fueron similares; por su parte, el MEXBOL de México presentó la menor caída en la región presentando una desvalorización de 3,8%.

A diferencia de las otras regiones, las bolsas asiáticas continuaron presentando desvalorizaciones. Por un lado, en Japón el índice Nikkei registró una desvalorización de 2,8%. Por otra parte, el Shanghai Composite cayó 6,8%. A pesar que el índice Hang Seng de Hong Kong aumentó 4,8%, esta fue una recuperación leve comparado con las pérdidas presentadas en los periodos anteriores, por lo cual presentó una desvalorización de 19,9% durante el año. El retroceso de estos índices puede estar asociado a las preocupaciones sobre una desaceleración del crecimiento de la economía China.

Por otra parte, en el Gráfico 56, se puede observar que los coeficientes de variación⁸⁵ de los índices bursátiles de la región disminuyeron con respecto al trimestre anterior aunque fueron mayores a los observados en promedio en el año. En promedio, el mayor coeficiente de variación lo presentó el IBOV de Brasil mientras que el menor lo presentó el IGBC de Colombia.

Gráfico 56: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

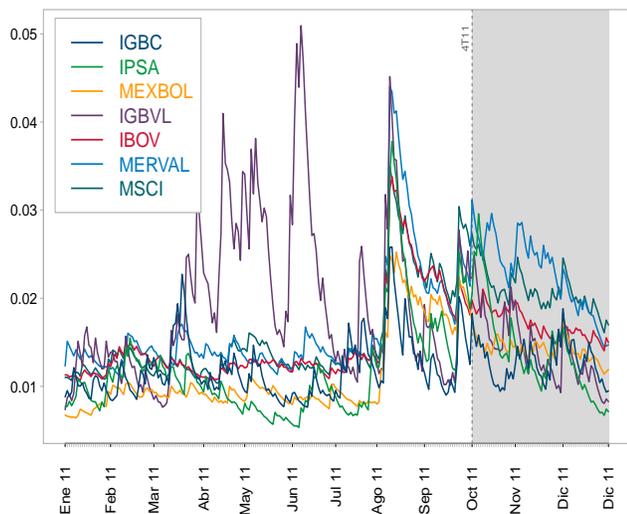
En materia de volatilidad condicional⁸⁶, durante el 4T11, el promedio en la región disminuyó con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, continuó siendo mayor al promedio del año. El IGBC de Colombia fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante más del 50% de los días del periodo analizado (Gráfico 57). Por su parte, el Merval de Argentina tuvo la mayor volatilidad condicional durante gran parte del periodo.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario disminuyó con respecto al trimestre anterior debido a la reducción de las negociaciones du-

⁸⁵El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 2.

⁸⁶Medida a través de modelos GARCH(1,1).

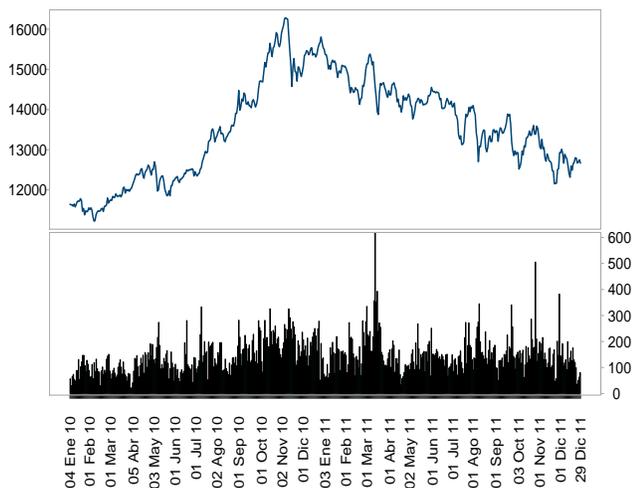
Gráfico 57: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

rante el mes de diciembre. Durante octubre y noviembre, se negociaron diariamente en promedio \$165 mm mientras que en diciembre este promedio disminuyó a \$122 mm (Gráfico 58).

Gráfico 58: IGBC y Volumen Transado Diario



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

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), se conoció que se firmó un acuerdo con la bolsa de México con el fin de analizar la viabilidad de su ingreso. En el mes de diciembre, este mercado presentó un volumen de negociaciones bastante importante comparado con los meses anteriores. Desde el inicio de las operaciones del MILA, se han negociado en total alrededor de US15.5 m de los cuales US11.5 m fueron negociados en el mes de diciembre⁸⁷. De estos US15.5 m negociados, alrededor de US7.8 m corresponden a valores Colombianos, US7.6 m a valores Chilenos y alrededor de 160 mil dólares a valores Peruanos.

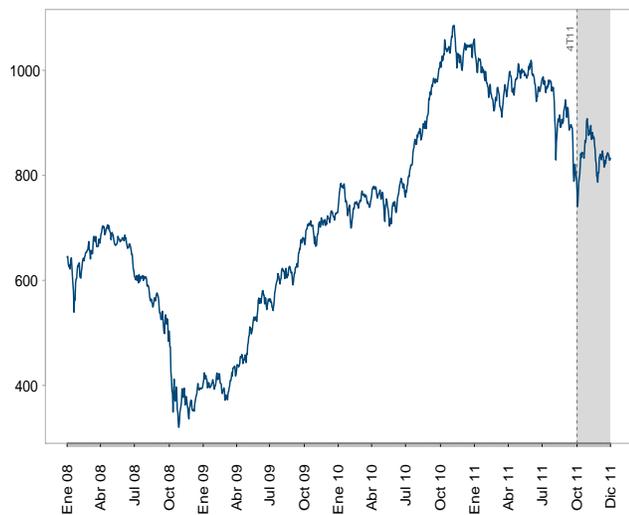
Durante el 2011, los inversionistas colombianos compraron en el MILA acciones de Chile y Perú por \$1511 millones netos (durante el 4T11 vendieron \$134 millones netos); a su vez, los inversionistas chilenos y peruanos compraron acciones colombianas por un monto neto de \$888 millones (durante el 4T11 compraron \$750 millones netos).

El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 59) presentó un aumento de 5.3% durante el periodo analizado. A pesar de esto, el índice presentó una caída de 21% durante el 2011.

A pesar de los resultados corporativos positivos y de los buenos fundamentales de la economía colombiana, los índices de la bolsa colombiana retrocedieron durante el trimestre, el IGBC, COLCAP y COL20 se desvalorizaron 1,9%, 0,8% y 0,8%, respectivamente. Durante las primeras semanas de octubre, la bolsa presentó valorizaciones relacionadas con resultados corporativos positivos y fundamentales de la economía colombiana tales como la aprobación del TLC. Posteriormente, a diferencia de las bolsas de la región, la bolsa colombiana presentó desvalorizaciones posiblemente asociadas a la mayor oferta de acciones dados los procesos de emisión. En este sentido, se destaca que durante el 2011 Colombia fue la segunda mayor bolsa de la región en colocación de acciones por detrás

⁸⁷Fuente: MILA.

Gráfico 59: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

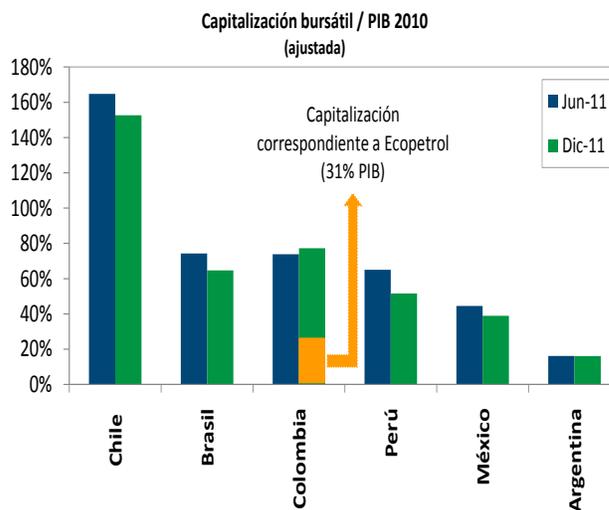
Brasil (durante el segundo semestre de 2011 fue la bolsa con mayor colocación de acciones)⁸⁸. También se iniciaron las negociaciones de las acciones de la petrolera canadiense Tuscan International Drilling en el mercado de renta variable local.

En cuanto a las emisiones, en general estas fueron demandadas casi en su totalidad a excepción de Contour Global que declaró desierta la emisión dado que no se demandaron en su totalidad los \$273 mm ofrecidos. El grupo Sura adjudicó \$3.45 billones de pesos de los \$3.5 billones ofrecidos. Adicionalmente, la empresa de Energía de Bogotá adjudicó en su totalidad los \$772 mm ofrecidos tras presentar una demanda de \$917 mm y Davivienda adjudicó \$716 mm tras ofrecer un monto máximo de \$800 mm. Los resultados obtenidos durante el año se consideran positivos ya que a pesar del aumento de la percepción de riesgo internacional y su efecto negativo sobre las bolsas internacionales, durante el año, en la bolsa Colombiana fueron adjudicados alrededor de 13 billones de pesos en emi-

⁸⁸La bolsa Brasileira colocó durante el 2011 USD 11.3 billones, la bolsa Colombiana USD 6.5 billones, la bolsa de Chile colocó USD 5.7 billones, la bolsa de México USD 3.2 billones y la de Perú USD 0.45 billones

siones de acciones, lo cual la ubicó como la segunda bolsa de la región en este aspecto después de Bovespa.

Gráfico 60: Capitalización Bursátil/PIB*



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

*Capitalización ajustada por valorización de los índices entre junio y diciembre de 2011.

Finalmente, con datos de PIB a cierre de 2010 y datos de capitalización bursátil a diciembre de 2011, 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 133 % de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; después le siguen las bolsas de Colombia (69,5 %) y Brasil (58,8 %). En el mismo año, los indicadores de Perú, México y Argentina se ubicaron en 53,2 %, 39,5 % y 11,8 %, respectivamente Gráfico 60.