



# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre  
2011

Banco de la República

**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

## Contenido

INTRODUCCIÓN .....	3
RESUMEN EJECUTIVO .....	4
1. ENTORNO INTERNACIONAL .....	6
2. PERCEPCIÓN DE RIESGO A NIVEL LOCAL .....	10
3. MERCADO CAMBIARIO .....	12
3.1. Mercado Cambiario Colombiano .....	14
4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA .....	17
4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia ..	17
4.2. Mercado de Deuda Pública .....	20
4.2.1 Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región .	20
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia .....	22
4.3 Contratos de Futuros de TES .....	25
4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región .....	26
4.5 Deuda Pública Externa de Colombia .....	30
5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA .....	31
6. MERCADO ACCIONARIO .....	33

## INTRODUCCIÓN

Este reporte hace una descripción del comportamiento de los mercados financieros colombianos, y realiza comparaciones internacionales. El análisis se centra en el periodo comprendido entre abril y junio de 2011, periodo en el que aumentó el nerviosismo a nivel mundial ante los problemas fiscales de algunos países europeos que trajeron como consecuencia recortes en sus calificaciones de deuda. Aunque los indicadores de percepción de riesgo aumentaron ante esta coyuntura, la aprobación del plan del ajuste fiscal y el otorgamiento del siguiente tramo del primer paquete de ayuda de Grecia, permitieron que disminuyeran hasta ubicarse en niveles inferiores a los de principios del período. Adicionalmente, hubo continuidad de los estímulos monetarios de varios países desarrollados que mantuvieron sus tasas de interés en mínimos históricos, y, en el caso de la Reserva Federal y el Banco Central de Japón, continuaron con sus programas de compras de activos. La continuidad de la política expansiva por parte de la Reserva Federal y los mayores flujos de capital hacia economías emergentes, dadas sus buenas perspectivas de crecimiento y el mayor diferencial de tasas con respecto a EE.UU. ayudan a explicar el debilitamiento generalizado del dólar estadounidense.

En la primera sección de este documento se hace un breve recuento de los principales acontecimientos a nivel internacional y los factores que determinaron el comportamiento de los mercados externos. En la siguiente sección, se describe la evolución del dólar de EE.UU. frente a las monedas de otros países desarrollados y emergentes, y se analiza la evolución de los mercados cambiario, monetario, deuda pública y accionario de la región<sup>1</sup>, haciendo énfasis en el desempeño de los mercados en Colombia.

---

<sup>1</sup> Los países de la región analizados son Brasil, México, Chile y Perú.

## RESUMEN EJECUTIVO

### MERCADO CAMBIARIO

En el segundo trimestre de 2011 el dólar estadounidense se debilitó frente a monedas tanto de países desarrollados como de emergentes. Las monedas que más se revaluaron frente al dólar fueron la corona checa y el franco suizo.

Las tasas de cambio de Latinoamérica también se fortalecieron frente al dólar. En particular, la apreciación del peso colombiano en el periodo se puede explicar principalmente por factores como los mayores flujos de capital hacia Colombia, el aumento en su calificación a grado de inversión y la publicación del dato de crecimiento económico del 1T11.

### MERCADO MONETARIO

Durante el período analizado, la Reserva Federal y los Bancos Centrales de Inglaterra y Japón mantuvieron sus tasas de referencia en mínimos históricos. Adicionalmente, como se esperaba, la Reserva Federal continuó otorgando un estímulo monetario con la compra de bonos del tesoro hasta junio. Por el contrario, algunos bancos centrales aplicaron una política monetaria contraccionista. Este es el caso del Banco Central Europeo el cual aumentó su tasa en 25 p.b., siendo este su primer movimiento de tasas desde 2008 como consecuencia de las presiones inflacionarias. También se presentaron presiones inflacionarias en China lo cual motivó que el Banco Central tomara diversas medidas contraccionistas, las cuales incluyeron el aumento de la tasa de referencia en 25 p.b. y el aumento paulatino del requerimiento de reservas. Durante los primeros dos meses del periodo analizado, el alto precio internacional de los alimentos, las materias primas y la energía fue causa de preocupación de algunos Bancos Centrales de países emergentes, lo cual motivó en parte su decisión de aumentar las tasas de referencia.

En Latinoamérica, la única autoridad monetaria que mantuvo inalterada la tasa de referencia en el periodo analizado fue el Banco Central de México. Por su parte, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú, incrementaron sus tasas de política monetaria, ante la evolución favorable de sus economías y los riesgos inflacionarios causados por los precios internacionales de las materias primas, especialmente el petróleo, que aunque disminuyeron en el trimestre, continuaron en niveles elevados. De los países mencionados en este documento, Chile fue el que realizó mayores incrementos en su tasa de referencia (125 p.b.).

En Colombia, el Banco de la República aumentó la tasa de referencia 75 p.b., mencionando en sus comunicados que estos ajustes a la tasa de referencia contribuirían a mantener la inflación dentro del rango meta de 2011 y 2012, y a evitar futuros desequilibrios financieros. La posición acreedora del Banco de la República (BR) con el sistema financiero aumentó.

### MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Las curvas de rendimiento de la deuda interna de los países de Latinoamérica, se aplanaron debido, en la mayoría de los casos, al incremento de las tasas de referencia por parte de los bancos centrales. Lo anterior, en un contexto de disminución de indicadores de apetito por riesgo como los EMBI y los *Credit Default Swaps* (CDS) (a excepción de Perú cuyos indicadores tuvieron un aumento transitorio debido a la incertidumbre política). En el caso de Colombia, el comportamiento de los bonos estuvo determinado principalmente por los incrementos sucesivos de la tasa de política monetaria y una reducción de las expectativas de inflación. Asimismo, las expectativas sobre el aumento de la calificación de la deuda Colombiana a grado de inversión por parte de Fitch Ratings y Moody's, y otras noticias positivas, hicieron que los bonos de mediano y largo plazo registraran valorizaciones. Por su parte, los bonos de corto plazo, registraron desvalorizaciones debido al aumento de la tasa de política monetaria y a necesidades de liquidez por el pago y traslado de impuestos al Gobierno, lo que llevó a algunos inversionistas a vender bonos, especialmente los de baja duración.

Los bonos del Tesoro de los EE.UU. se valorizaron ya que fueron utilizados como activo refugio desde mediados de abril, cuando el nivel de alarma del desastre nuclear en Japón fue elevado al máximo y surgieron temores sobre los efectos que este desastre podría tener sobre la economía mundial. A este desastre natural se le sumaron los temores debido a la incertidumbre por la crisis fiscal de algunos países europeos, a un posible contagio hacia otros países de la zona euro, la incertidumbre sobre el plan de ajuste fiscal de EE.UU. y algunos datos desfavorables conocidos durante el periodo los cuales llevaron a pensar en un enfriamiento de esta economía. Los bonos de deuda externa en dólares de los países de la región en general se valorizaron, con excepción de los de Perú, dado el contexto electoral. En general, estos resultados estuvieron dados por la mejor percepción de riesgo en la región y el aumento en la calificación de la deuda externa en dólares por parte de Fitch y Moody's tanto a Brasil como a Colombia.

## MERCADO ACCIONARIO

Durante el segundo trimestre del 2011, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron resultados mixtos. En Estados Unidos, los índices accionarios finalizaron el trimestre en niveles similares a los observados a finales de marzo; no obstante, durante el trimestre se presentaron dos tendencias: de valorización en abril y de desvalorización en mayo y junio. En Europa, el Eurostoxx 50 retrocedió ante las preocupaciones sobre la situación fiscal en algunos países de la región. No obstante, los índices accionarios de las economías de Alemania e Inglaterra, terminaron el trimestre con resultados positivos ante el buen desempeño de las mismas. Por su parte, en América Latina, pese a los sólidos fundamentales de las economías de la región, la mayoría de los índices mostraron retrocesos en el trimestre. Este comportamiento estuvo afectado por el contexto de incertidumbre internacional, reducciones en el precio de las materias primas y otros factores particulares de cada mercado.

## 1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el segundo trimestre de 2011 los índices accionarios presentaron resultados mixtos<sup>2</sup> (Gráfico 1) y la percepción de riesgo internacional permaneció relativamente estable<sup>3</sup> (Gráfico 2). Sin embargo, en los meses de mayo y junio, la percepción de riesgo presentó un aumento relacionado con factores como el riesgo de contagio global de la crisis de deuda de algunos países europeos. Adicionalmente, en junio el FMI disminuyó la proyección de crecimiento mundial para 2011 de 4,3%<sup>4</sup> a 4,2% y de las economías avanzadas de 2,4% a 2,2%. Vale la pena resaltar que en la última semana de junio, la percepción de riesgo disminuyó significativamente (aprox. 20%), después de la aprobación del plan de austeridad fiscal por parte del parlamento griego.

En este periodo, los precios de los productos básicos presentaron reducciones significativas, volviendo a niveles similares a los del inicio del año, incluyendo el precio del petróleo el cual se redujo aproximadamente 11% para llegar a 95,42 dólares por barril (había iniciado el trimestre en 106,72 y el año en 91,55).

En Estados Unidos se observó un crecimiento lento, reflejado principalmente en el mercado laboral e inmobiliario. Sin embargo, Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal manifestó el 8 de junio que la lenta dinámica de crecimiento de los últimos meses había sido influenciada por el aumento transitorio de los precios de los combustibles. Por este motivo, manifestó que se podría esperar una mejor dinámica

Gráfico 1

Índices Accionarios  
Base 100: 31 Diciembre 2007

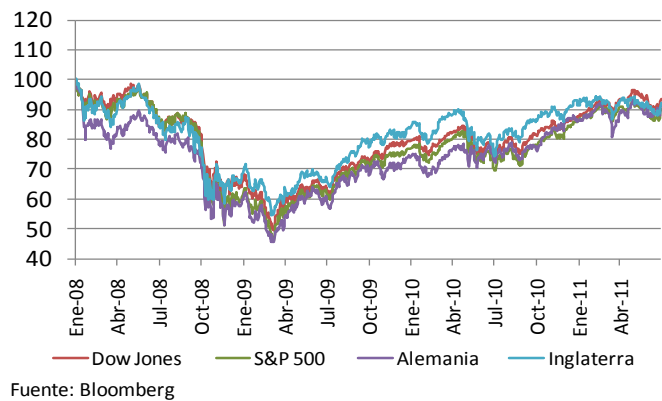


Gráfico 2

Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa

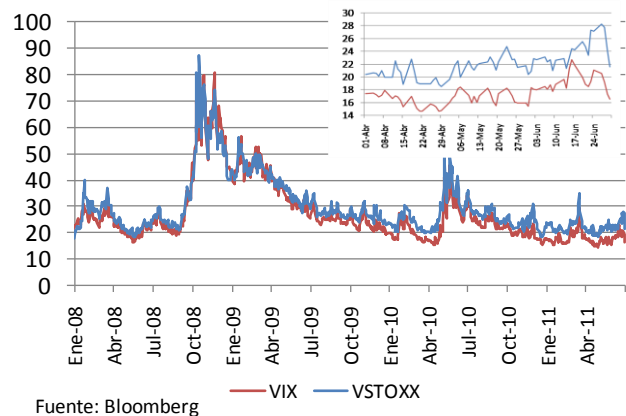
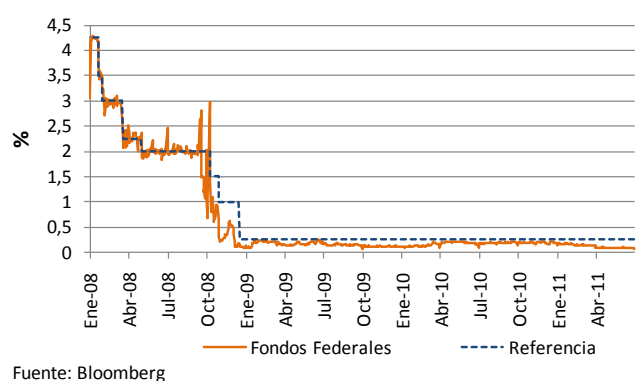


Gráfico 3

Tasa Interbancaria y de Referencia  
EEUU



<sup>2</sup> El S&P y el Nasdaq se redujeron en 0,39% y 0,27% respectivamente mientras que el Dow Jones aumentó en 0,77%. Así mismo los índices de Alemania, Japón aumentaron pero los de China e Inglaterra cayeron.

<sup>3</sup> En el periodo analizado el VIX pasó de 17,74% a 16,52% y el VSTOXX pasó de 22,08% a 21,56%.

<sup>4</sup> La anterior estimación se había realizado en abril de 2011.

de esta economía en los próximos meses,

ya que dicho incremento empezó a revertirse desde inicios de mayo. No obstante, se presentaron señales de enfriamiento en esta economía, motivo por el cual se mantuvo la política monetaria expansiva a través de bajas tasas de interés y se continuó con el programa de compra de activos por USD600 billones hasta junio, tal como se había previsto.

También se debe agregar que S&P disminuyó el *outlook* de la calificación soberana de EE.UU. de estable a negativa ante el alto déficit presupuestal, el creciente endeudamiento del Gobierno y el riesgo que no se aumentara el techo de la deuda y se incumpliera en los pagos. La agencia consideró que existía el riesgo de que las autoridades no lograran llegar a un acuerdo sobre cómo abordar los desafíos presupuestales a mediano y largo plazo. Por otro lado, durante el periodo analizado se conocieron noticias positivas en Estados Unidos como que los resultados corporativos fueron en general mejores a los esperados y aunque el mercado inmobiliario tuvo una reducción importante (mayor a la esperada) de sus precios, las ventas de vivienda estuvieron ligeramente por encima de lo esperado por los analistas.

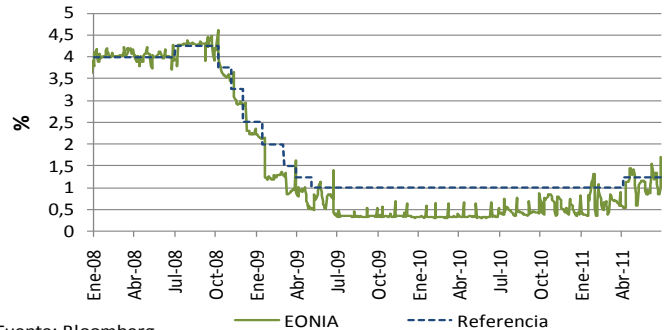
En la Zona Euro, la atención continuó centrada en la crisis de deuda de algunos países europeos y en sus consecuentes disminuciones en la calificación soberana<sup>5</sup>.

Al inicio de abril, Moody's redujo la calificación de Portugal un escalón desde A3 hasta Baa1 con *outlook* negativo ante la alta incertidumbre política, fiscal y económica.

Después del anuncio, Portugal solicitó formalmente acceso al plan de rescate de la Unión Europea.

Gráfico 4

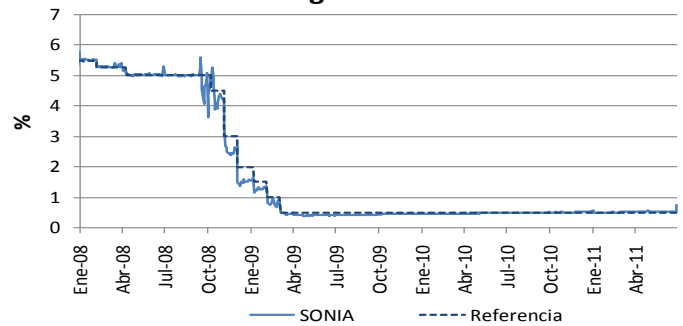
Tasa Interbancaria y de Referencia  
Zona Euro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

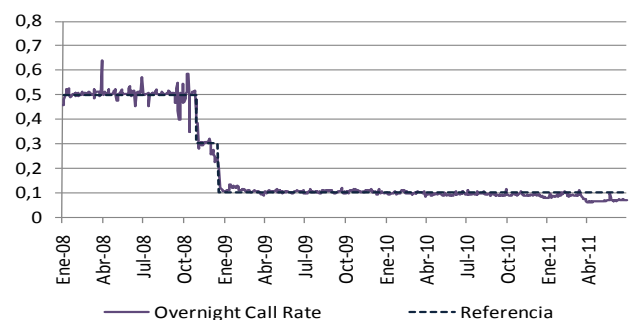
Tasa interbancaria y de Referencia  
Inglaterra



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

Tasa Interbancaria y de Referencia  
Japón



<sup>5</sup> Fitch Ratings disminuyó la calificación de Portugal de A- a BBB- y la de Grecia de BB+ a B+. Moody's disminuyó la calificación de Portugal de A3 a Baa1, la de Irlanda de Baa1 a Baa3 y la de Grecia de B1 a Caa1. S&P disminuyó la calificación de Irlanda de A- a BBB+, la de Grecia de BB- a CCC y la de España de AA+ a AA.



Este rescate financiero fue otorgado por el FMI y la Unión Europea por un monto de US\$110.800 millones, condicionado a una reducción del déficit fiscal a 5,9% del PIB en 2011, 4,5% en 2012 y 3,0% en 2013. El plazo fijado para la devolución de los recursos es de tres años a partir de mayo de 2011.

En la última semana de junio, el parlamento griego aprobó el plan de austeridad fiscal propuesto por el gobierno por EUR78 billones<sup>6</sup>, el cual era requisito para que el FMI y la UE aprobaran el desembolso del quinto tramo del primer paquete de rescate por un valor de EUR12 billones y continuaran brindándole ayuda financiera. Después de su aprobación, los ministros de finanzas de la zona acordaron trabajar en las siguientes semanas para un segundo paquete de rescate a esta economía.

Adicionalmente, durante el mes de junio, se empezó a mencionar la posibilidad de un eventual *roll-over* de la deuda griega por parte de agentes privados lo cual no fue bien recibido por parte de las calificadoras de riesgo y el Banco Central Europeo.

Durante el trimestre, el *outlook* de la calificación soberana de Japón tuvo revisiones a la baja. A finales de abril, S&P (al igual que Moody's en los inicios de mayo y Fitch Ratings a finales de este mes), recortó su *outlook* de deuda de largo plazo de estable a negativa debido al posible deterioro de sus finanzas públicas dado el desastre natural que enfrentó en marzo.

En cuanto a las economías emergentes, durante los dos primeros meses del periodo analizado, los altos precios internacionales de los alimentos, las materias primas y la energía fueron una preocupación general de sus bancos centrales dado su potencial efecto sobre la inflación. En junio, el FMI aumentó la proyección de crecimiento para estas economías de 6,5% a 6,6%<sup>7</sup>.

En China, a pesar que durante el periodo analizado se habló sobre un enfriamiento de su economía y se observaron presiones inflacionarias (las cuales se mencionaron como un potencial obstáculo a la economía asiática), se conocieron datos positivos como el crecimiento económico del 1T11<sup>8</sup>. Para controlar las presiones inflacionarias, se establecieron medidas contraccionistas como el aumento de las tasas en 25 p.b., el aumento paulatino por parte del banco central de China del requerimiento de reservas (50 p.b. mensuales para un total de 150 p.b. durante el trimestre) y extensiones del programa para frenar la especulación en el mercado inmobiliario a un mayor número de ciudades, el cual consiste en la imposición de un número máximo de viviendas que cada familia puede comprar.

Fitch Ratings cambió la perspectiva de la calificación de China en moneda local de estable a negativa ante el aumento en riesgos para la estabilidad financiera como: el incremento del crédito, el incremento en los precios de los bienes raíces, la aparición de presiones inflacionarias y el deterioro en la calidad de los activos de los bancos, así como la expectativa de que fuera necesario

---

<sup>6</sup> El plan de ajuste incluye medidas de ahorro, recortes de gasto y aumentos de impuestos con los cuales el gobierno griego espera obtener ingresos de alrededor de EUR 28 billones además de recaudar cerca de EUR 50 billones mediante privatizaciones.

<sup>7</sup> La anterior estimación se había realizado en abril de 2011 cuando se mantuvo en 6.5%.

<sup>8</sup> En el 1T11 la economía China creció 9.7% frente a 9.4% esperado.

apoyo por parte del Gobierno al sistema financiero. En India, se conoció que la economía no creció como se esperaba en el 1T11 a pesar que su producción industrial fue superior a la esperada<sup>9</sup>.

En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento fueron en general positivos. Durante el periodo analizado se conoció el crecimiento de Brasil durante el 1T11 el cual estuvo en línea con las expectativas de los analistas<sup>10</sup>. De la misma forma que Brasil, se conoció que el crecimiento durante 1T11 en Chile y Perú también estuvo en línea con las expectativas de los analistas<sup>11</sup>. Por su parte, el crecimiento real de México en el 1T11 no estuvo en línea con las expectativas de los analistas aunque su crecimiento en términos nominales, sí<sup>12</sup>.

Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - *Gráfico 3*) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5%- *Gráfico 5*) y Japón (entre 0% y 0,1% -*Gráfico 6*) mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Este último, mantuvo el plan de compra de bonos y otros activos por JPY10 trillones que había incrementado el trimestre anterior. Por otro lado, el Banco Central Europeo aumentó su tasa de interés en 25 p.b. (*Gráfico 4*). Este fue el primer movimiento de tasas desde 2008, como consecuencia de las presiones inflacionarias.

Por último, se observaron principalmente aumentos en las tasas de referencia de los bancos centrales<sup>13</sup>, sin embargo países como Serbia la disminuyeron. Vale la pena resaltar que durante el periodo analizado, el Banco Central de Chile (125 p.b.) fue el que más aumentó su tasa de interés seguido por India, Polonia y Colombia (75 p.b.).

**Cuadro 1**

	<b>Marzo de 2011</b>	<b>Junio de 2011</b>	<b>Variación (p.b.)</b>
Chile	4.00%	5.25%	125
Colombia	3.50%	4.25%	75
Polonia	3.75%	4.50%	75
India	5.75%	6.50%	75
Tailandia	2.50%	3.00%	50
Brasil	11.75%	12.25%	50
Perú	3.75%	4.25%	50
Zona EURO	1.00%	1.25%	25
Dinamarca	1.05%	1.30%	25
Noruega	2.00%	2.25%	25
Rusia	8.00%	8.25%	25
Suecia	1.50%	1.75%	25
China	6.06%	6.31%	25
Malasia	2.75%	3.00%	25
Corea del Sur	3.00%	3.25%	25
Israel	3.00%	3.25%	25
Serbia	12.25%	12.00%	-25

<sup>9</sup> En el 1T11 la economía de India creció 7,8% frente al mismo periodo del año anterior, frente a un esperado de 8,1% y su producción industrial creció en 7,3% frente a un esperado de 4%.

<sup>10</sup> Brasil creció 4.2% en el 1T11, el valor esperado por los analistas.

<sup>11</sup> Chile y Perú crecieron 9.8% y 8.8% respectivamente en el 1T11, exactamente el valor esperado por los analistas.

<sup>12</sup> El PIB nominal de México creció 9.6% frente a un 8.8% esperado mientras que el PIB real creció 4.6% frente a un esperado de 5%.

<sup>13</sup> Seleccionados de la muestra de países a los que hace seguimiento el *Central Bank Watch* de Bloomberg.

## 2. PERCEPCIÓN DE RIESGO A NIVEL LOCAL

En el periodo analizado los indicadores de percepción de riesgo a nivel local, reflejaron resultados mixtos. A continuación se presenta la evolución de los márgenes entre las tasas activas y los TES, además de los índices de confianza de comerciantes, industriales<sup>14</sup>, y administradores financieros.

En primer lugar, los índices de confianza de comerciantes e industriales disminuyeron en abril a 25 y a 4,74 puntos respectivamente, así como lo hizo el índice de confianza del consumidor en mayo, el cual se redujo a 10,1. Es importante notar que los índices de confianza de consumidores, comerciantes e industriales se ubicaron en terreno positivo aunque en el caso del índice de confianza de consumidores, éste se ubicó por debajo del registrado en los mismos meses del año anterior (*Gráfico 7*). Con respecto al índice de confianza de industriales y comerciantes, estos se ubicaron en niveles similares a los registrados en los mismos meses del año anterior.

En segundo lugar, el índice de confianza en la economía ICEA<sup>15</sup> aumentó y se ubicó por encima de

Gráfico 7

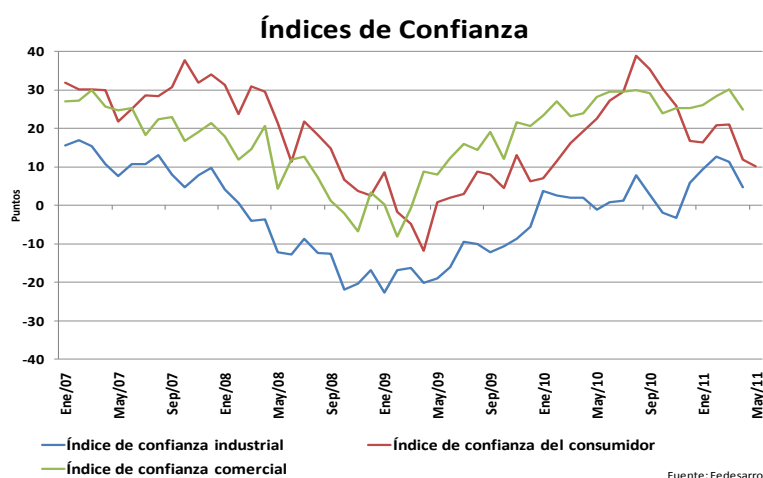
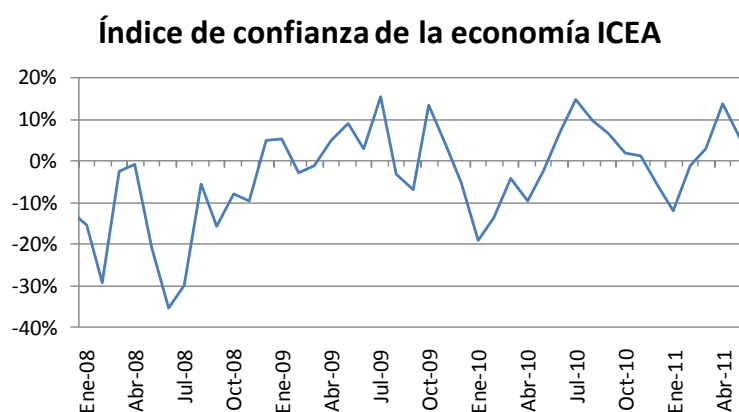


Gráfico 8



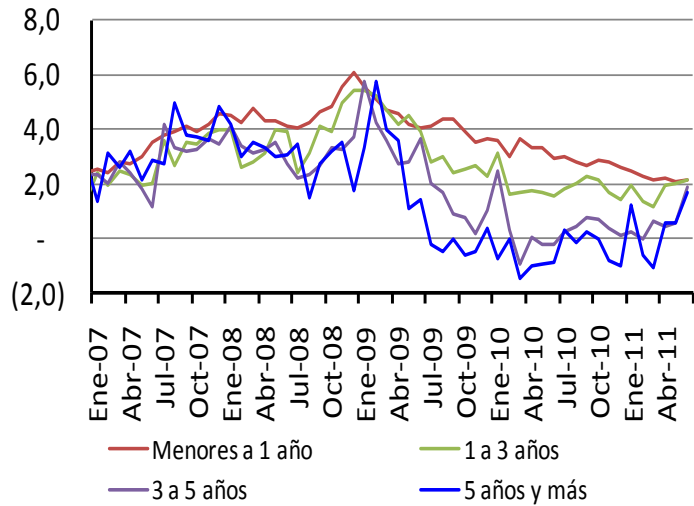
<sup>14</sup> Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

<sup>15</sup> Calculado por Fedesarrollo y la BVC a partir de las percepciones y expectativas de los analistas financieros que administran los fondos de inversión más representativos del mercado. El índice está compuesto por las expectativas de los administradores con respecto al desempeño de la economía, la inflación y la evolución del *spread* de deuda soberana durante los próximos seis meses.

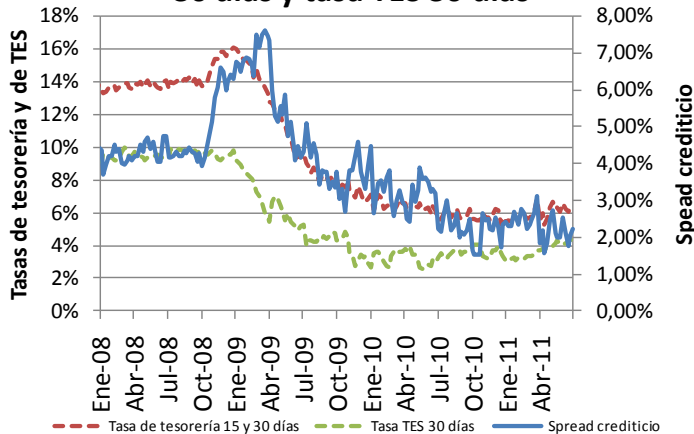
su media histórica (*Gráfico 8*)<sup>16</sup>. Los componentes de crecimiento del spread de deuda soberana y crecimiento económico tuvieron un comportamiento positivo mientras que el componente de expectativas de inflación tuvo un comportamiento negativo<sup>17</sup>.

Por otro lado, el margen entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registró un aumento para todos los plazos. El margen presentó las siguientes variaciones: menos de un año: +3p.b. (en este plazo se concentró el 69% de los desembolsos de esta cartera), entre 1 y 3 años: +94 p.b., entre 3 y 5 años: +153 p.b. y a más de 5 años: +274 p.b. (*Gráfico 9*). Asimismo, el *spread* entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días aumentó 39 p.b., lo que se explica por un aumento de la tasa de tesorería en 95 p.b. y un aumento en la tasa de los títulos TES a 30 días de 56 p.b. (*Gráfico 10*). Lo anterior puede indicar un incremento en las primas cobradas por las instituciones financieras a los créditos frente a las tasas demandadas por sus inversiones.

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



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



<sup>16</sup> En junio se ubicó 1,2 desviaciones estándar por encima de la media histórica.

<sup>17</sup> El porcentaje de administradores que espera que la inflación, el spread de deuda soberana y el crecimiento económico aumenten frente a los que esperan lo contrario pasó de 79% a 83%, -13% a -32% y 63% a 68%, respectivamente.

### 3. MERCADO CAMBIARIO

En el primer semestre de 2011 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces y las monedas que presentaron mayor apreciación frente al dólar fueron la corona checa (11,3%) y el franco suizo (10,1%). En particular, en el 2T11 el dólar se debilitó y las monedas que presentaron mayor apreciación fueron el franco suizo y el dólar neozelandés con 8,6 y 8,2%, respectivamente (Cuadro 2). Por su parte, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY<sup>18</sup>), Latinoamérica (LACI<sup>19</sup>) y el USTW reflejaron apreciación de las monedas frente al dólar de 1,3%, 2,5% y 2%, respectivamente (Cuadro 1 y Gráfico 11).

En el trimestre, el comportamiento de las monedas de los países emergentes se puede explicar por los mayores flujos de capital hacia estas economías ante el aumento en el apetito por riesgo hacia la región<sup>20</sup> (Gráfico 11 y 12) y el estímulo monetario por parte de los países desarrollados. Vale la pena resaltar que en el periodo los precios de los productos básicos presentaron una disminución, destacándose la caída en los precios del algodón (32%), el trigo (23%), el petróleo (11%) y el níquel (11%) (Cuadro 3).

Cuadro 2

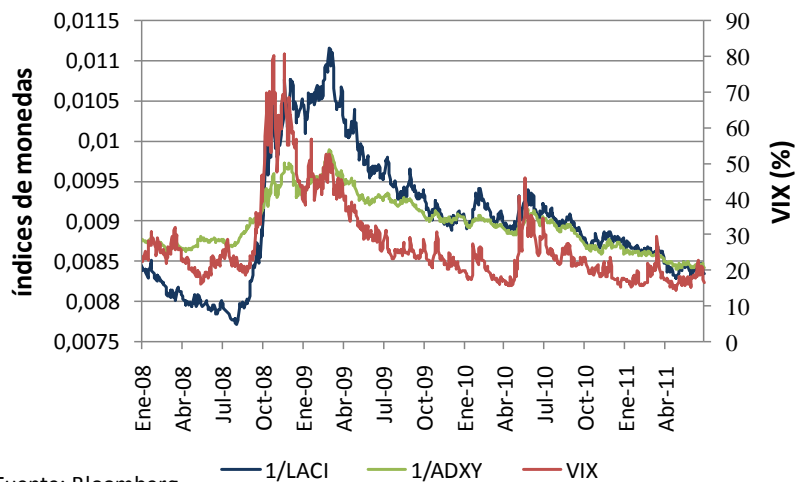
Devaluación de monedas frente al Dólar Americano

	Tasa de Cambio	Primer semestre 2011	2T 2011		Tasa de Cambio	Primer semestre 2011	2T 2011
MONEDAS PRINCIPALES	Zona Euro	-8.4%	-2.4%	ASIA	Korea	-5.9%	-2.7%
	Gran Bretaña	-3.9%	-0.2%		India	-0.6%	0.3%
	Australia	-5.1%	-3.7%		Hong Kong	0.0%	0.0%
	Nueva Zelanda	-7.1%	-8.2%		China	-2.2%	-1.3%
	Canadá	-3.7%	-0.7%		Malasia	-2.1%	-0.2%
	Dinamarca	-8.3%	-2.3%		Tailandia	1.9%	1.5%
	Suiza	-10.1%	-8.6%		Indonesia	-4.6%	-1.5%
	Japón	-1.2%	-3.1%		índice ADXY	-2.4%	-1.3%
LATINOAMÉRICA	Colombia	-7.3%	-5.3%	OTROS	Islandia	-1.2%	0.2%
	Brazil	-5.8%	-4.2%		Rusia	-8.9%	-1.9%
	México	-5.5%	-1.6%		Polonia	-8.0%	-3.5%
	Argentina	3.3%	1.4%		Rep. Checa	-11.3%	-3.1%
	Perú	-2.0%	-1.9%		Israel	-3.9%	-2.2%
	Chile	-0.2%	-2.1%		Sur África	2.0%	-0.1%
	índice LACI	-4.1%	-2.5%		USTW	-5.6%	-2.0%

Fuente: Bloomberg

Gráfico 11

VIX vs. índices de monedas



Fuente: Bloomberg

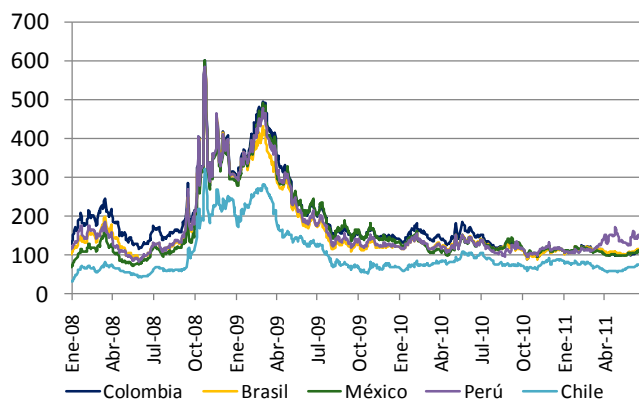
<sup>18</sup>Índice calculado por JP Morgan y Bloomberg que recoge el comportamiento de las monedas de Asia. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de 10 países (China, Hong Kong, India, Indonesia, Sur Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia). En este documento se habla de la evolución del cociente 1/ADXY.

<sup>19</sup>Índice calculado por JP Morgan que recoge el comportamiento de las monedas de Latinoamérica. Corresponde a un promedio, ponderado por liquidez y operaciones, de la tasa spot de las monedas de 6 países (Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú). En este documento se habla de la evolución del cociente 1/LACI.

<sup>20</sup> Los CDS de la región disminuyeron respecto al promedio del 1T11 1,3 p.b. y si se excluye a Perú disminuyeron 9,3 p.b.

**Gráfico 12**

**Credit Default Swaps 5 años**



Fuente: Bloomberg

**Cuadro 3**

**Precios de Productos básicos (en dólares)**

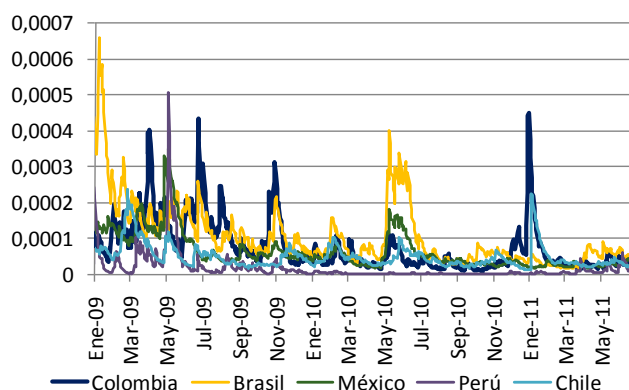
	31-Mar	30-Jun	Variación
Algodón	197,2	133,7	-32%
Trigo	7,3	5,6	-23%
Níquel	26080,0	23125,0	-11%
Petróleo	107	95	-11%
Aceite de palma	1880	1715	-9%
Ganado	121	112	-8%
Plata	37,7	34,7	-8%
<b>CRB INDEX</b>	<b>359</b>	<b>338</b>	<b>-6%</b>
Soya	14	13	-5%
Aluminio	2600	2509	-4%
Azúcar	32	31	-2%
Café Arabigo	301	296	-2%

Fuente: Bloomberg

Con respecto a la volatilidad de las monedas de la región, el real brasilero fue la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional<sup>21</sup> todos los días del periodo (*Gráfico 13*).

**Gráfico 13**

**Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM**



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado Colombia, Brasil, México y Chile realizaron compras netas de dólares, mientras que Perú realizó ventas netas (*Cuadro 4*). Adicionalmente, el Banco Central de Brasil anunció que el depósito no remunerado del 60% de las posiciones cortas en dólares, se impondría cuando éstas excedieran US\$1.000 millones o el patrimonio de referencia de la entidad (en enero se había establecido el depósito para las posiciones cortas que excedieran US\$3.000 millones).

<sup>21</sup> Medida a través de modelos GARCH(1,1).

**Cuadro 4**
**Intervención Cambiaria (+compras - ventas)**

	Total 2009	Total 2010	1T11	Abril	Mayo	Junio	2T11	Enero a Junio 2011
<b>Colombia</b>	171	3,060	1,240	380	440	400	1,220	2,460
<b>Perú</b>	108	8,967	497	-583	148	0	-435	62
<b>Chile</b>	-575	0	3,100	1,000	1,100	1,050	3,150	6,250
<b>Brasil*</b>	36,526	41,952	25,854	5,405	4,272	2,291	11,968	37,822
<b>México**</b>	-16,246	4,466	1,614	600	242	358	1,200	2,814

Cifras en US\$ millones

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

\*Incluye operaciones a término. La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de Enero de 2011.

\*\*Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México. No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$6,988 mill en lo corrido del año

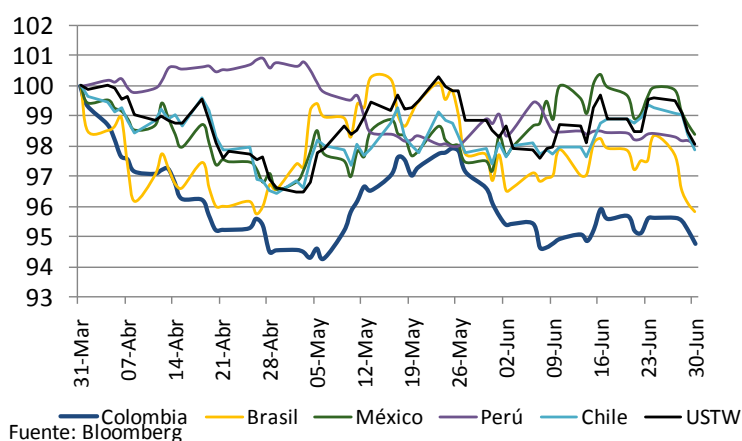
### 3.1. Mercado Cambiario Colombiano

Durante el segundo trimestre de 2011 el tipo de cambio pasó de \$1.871 a \$1.772 por dólar<sup>22</sup>. La apreciación del peso colombiano ascendió a 5,3%, resultando superior a la presentada por las monedas de Brasil (4,2%), Chile (2,1%), Perú (1,9%) y México (1,6%) (*Gráfico 14 y Cuadro 5*), y a la del índice de monedas LACI (*Gráfico 15*).

Teniendo en cuenta los datos del primer semestre del año, todas las monedas de la región se han apreciado, siendo la del peso colombiano la mayor (7,3%) (*Cuadro 5*), después de haber presentado una fuerte depreciación ante un evento puntual y en un mercado ilíquido a finales de 2010.

**Gráfico 14**
**Tasas de Cambio LATAM**

Base 100: 30 Dic 2010


**Cuadro 5**

País	Devaluación primer semestre	Devaluación 2T11
<b>México</b>	-5.5%	-1.6%
<b>Chile</b>	-0.2%	-2.1%
<b>Brasil</b>	-5.8%	-4.2%
<b>Colombia</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-5.3%</b>
<b>Perú</b>	-2.0%	-1.9%

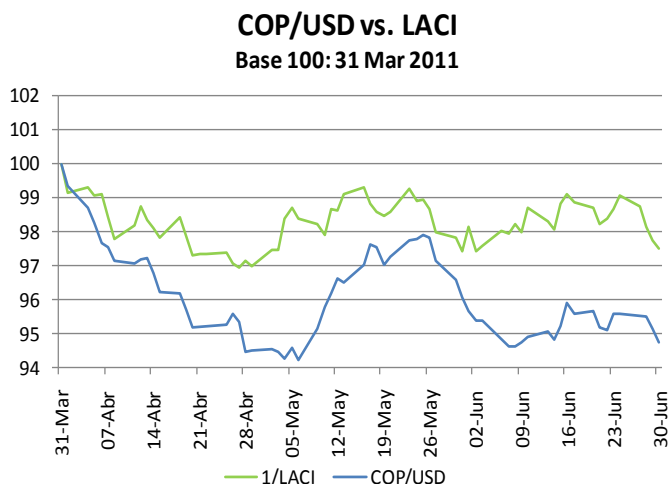
Fuente: Set FX y Bloomberg

<sup>22</sup> Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.



El comportamiento del peso colombiano en el periodo analizado se puede dividir en tres periodos:

Durante abril el peso presentó una tendencia revaluacionista, en un contexto de monetizaciones por parte del sector público y del sector real (en parte, relacionadas con el pago de impuestos), aumento de la oferta de dólares forward por parte de los agentes del exterior hacia los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC), y una reducción en la percepción al riesgo internacional y en las primas de riesgo.



Entre el 1° y el 27 de mayo el peso se devaluó en un contexto de demanda de dólares *forward* por parte de agentes del exterior a los IMC, una disminución en los precios de productos básicos, un aumento en las primas de riesgo de países emergentes (EMBI y CDS), y una mayor percepción de riesgo ante el incremento en las preocupaciones sobre la situación fiscal y la capacidad de pago de algunos países europeos. En este período, el Ministerio de Hacienda realizó compras de dólares después de haber anunciado que no realizaría más monetizaciones entre mayo y diciembre de 2011, y que realizaría compras de dólares por US\$1.200 millones en ese mismo periodo<sup>23</sup>.

Entre el 27 de mayo y el 30 de junio el peso se apreció en un escenario de aumento de la calificación de Colombia en moneda extranjera a grado de inversión por parte de Moody's y Fitch, de expectativas de monetizaciones del sector real para el pago de impuestos<sup>24</sup>, y de la publicación de un dato positivo de crecimiento económico del primer trimestre de 2011 (5,1%).

En cuanto a la balanza cambiaria<sup>25</sup>, las cifras muestran que en el segundo trimestre de 2011 el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital superó en US\$758 millones al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Los reintegros netos de capital privado fueron inferiores en US\$231 millones, a los observados en el mismo periodo del año anterior, destacándose como principal fuente de divisas los reintegros por inversión directa neta que ascendieron a US\$2.100 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$2229 millones). La inversión de portafolio neta presentó reintegros por US\$274 millones y el rubro préstamo neto salidas por US\$4 millones frente a salidas por US\$153 millones y US\$267, respectivamente, del mismo periodo del año anterior.

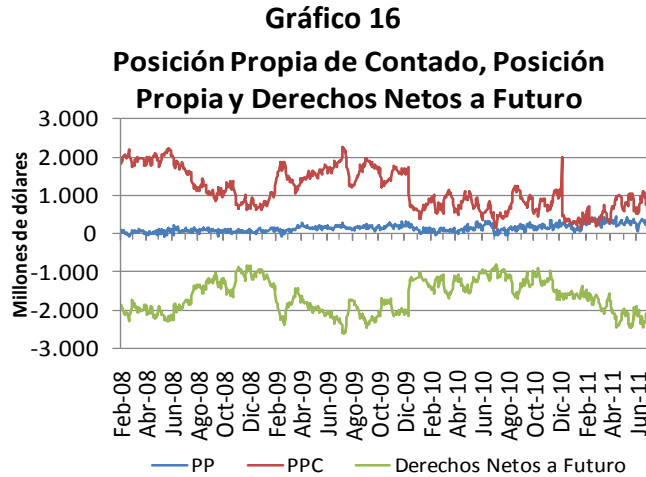
<sup>23</sup> Con los que se creará un fondo en el exterior para pagar un bono de deuda externa que vence en enero de 2012.

<sup>24</sup> Entre el 8 y el 21 de junio se debía pagar la tercera cuota de grandes contribuyentes y la segunda de personas jurídicas.

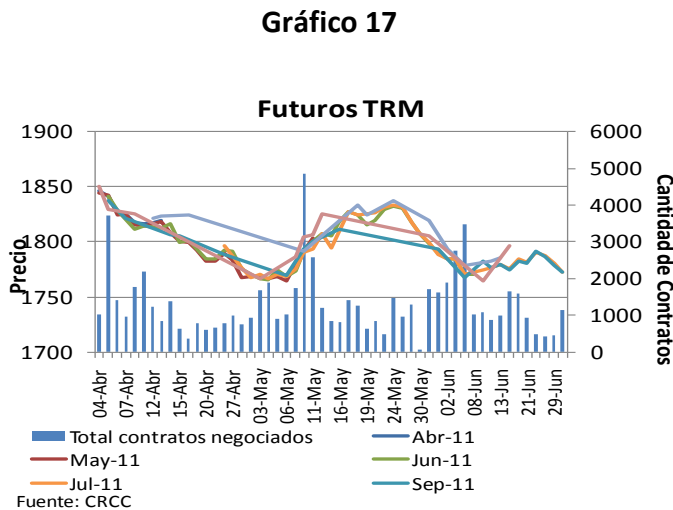
<sup>25</sup> La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: [http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see\\_s\\_externo.htm](http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm)



Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)<sup>26</sup> de los IMC aumentó US\$245 millones (*Gráfico 16*). El promedio de la PPC durante este trimestre se ubicó en US\$815 millones, superior al promedio observado en el año 2010 (US\$731 millones) y en el primer trimestre de 2011 (US\$385 millones).



En cuanto a los futuros de TRM<sup>27</sup>, durante el segundo trimestre de 2011 se negociaron un total de 69.109 contratos, número inferior al negociado durante el 1T11 (90.959 contratos) y totalizando un monto de US\$3.455 millones. Al 30 de junio de 2011 la posición abierta ascendía a 6.288 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en julio de 2011. El *Gráfico 17* 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 cuanto a los mini futuros de TRM<sup>28</sup>, se negociaron un total de 63.886 contratos, superando el número negociado en el trimestre anterior (48.507 contratos) y totalizando US\$319 millones. La posición abierta de mini futuros al 30 de junio ascendió a 9.626 contratos.



<sup>26</sup> La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes ; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en m/l

<sup>27</sup> Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

<sup>28</sup> Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

## 4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

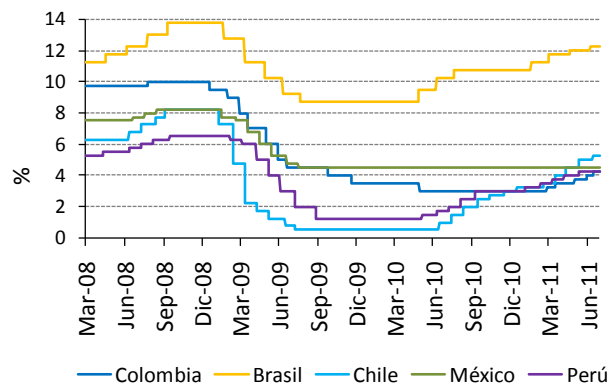
### 4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el segundo trimestre de 2011, con excepción de México, los bancos centrales de la región continuaron el ciclo alcista de sus tasas de política monetaria, ante los riesgos inflacionarios ocasionados por el dinamismo de sus economías y los precios de las materias primas, principalmente del petróleo, que aunque disminuyeron en el trimestre, continuaron en niveles elevados.

El banco central de Chile realizó el mayor incremento de la tasa en el trimestre, de 125 p.b. dejándola en 5,25%. Por su parte, los bancos centrales de Brasil y Perú realizaron incrementos de 50 p.b., ubicando sus tasas en 12,25% y 4,25%, respectivamente. Este último mantuvo inalterada su tasa de referencia en el mes de junio, argumentando una moderación en el incremento del IPC y en algunos de sus indicadores de actividad.

En cuanto al Banco de la República, éste aumentó la tasa de referencia 25 p.b. tres veces consecutivas pasándola de 3,50% a 4,25%, mencionando en sus comunicados que estos ajustes a la tasa de referencia contribuirían a mantener la inflación dentro del rango meta de 2011 y 2012, y a evitar futuros desequilibrios financieros. (Gráficos 18 y 19 y Cuadros 6 y 7).

**Gráfico 18**  
Tasas de referencia países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg

**Cuadro 6**

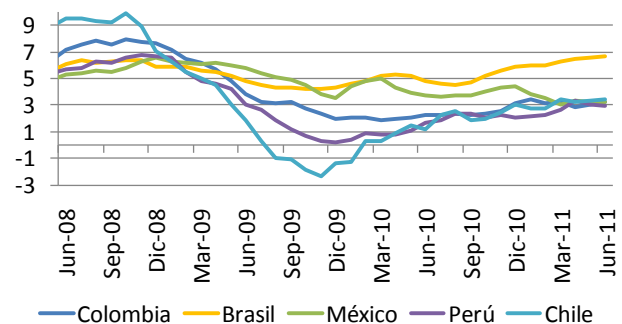
País	Cambio en Tasa Referencia 2T 2011	Cambio en Tasa Referencia 2011	Tasa Referencia Jun 2011
Chile	+125	+200	5,25%
Colombia	+75	+125	4,25%
Perú	+50	+125	4,25%
Brasil	+50	+150	12,25%
México	0	0	4,50%

**Cuadro 7**

País	Inflación Año completo Jun/11 (%)	Rango Meta Inflación 2011 (%)
Brasil	6,71	2,5 – 6,5
Chile	3,40	2,0 – 4,0
México	3,28	2,0 – 4,0
Colombia	3,23	2,0 – 4,0
Perú	2,91	1,0 – 3,0

**Gráfico 19**

### Índice de Precios al Consumidor (Variación Porcentual 12 meses)



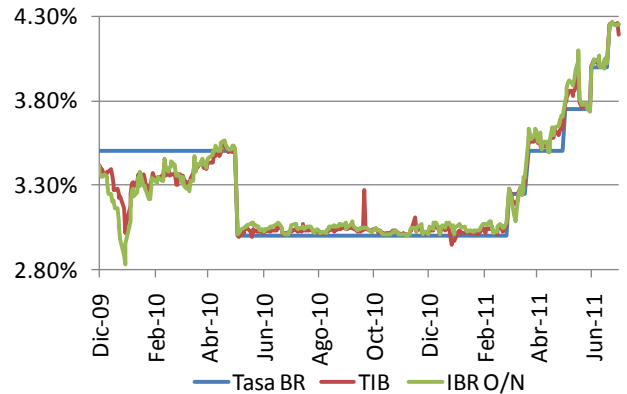
Fuente: Bloomberg

La tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) a un día se ajustaron a las decisiones de política monetaria del BR. Es importante mencionar que estas tasas presentaron un fuerte incremento entre mediados de abril y mediados de mayo, alcanzando diferencias máximas respecto a la tasa de referencia de 23 p.b. y 35 p.b., respectivamente. Lo anterior, debido a las estrechas condiciones de liquidez en el mercado de dinero, después del traslado de impuestos al Gobierno<sup>29</sup> y ante el pago de la primera cuota del impuesto al patrimonio. Adicionalmente, la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPNTN) se encontraba aumentando su saldo en el BR con el fin de cumplir con el pago producto del vencimiento y pago del cupón del TES del 18 de mayo por aproximadamente \$9.800 mm (Gráfico 20). Vale la pena destacar que los valores máximos de la TIB y el IBR se observaron un día de cierre de bisemana de encaje, y que una vez cumplido con el encaje requerido, y después del vencimiento del bono mencionado, la diferencia del IBR y la TIB con la tasa de referencia se redujo y no superó los 7 p.b. en el resto del trimestre.

El saldo de expansión del BR aumentó en el mes de mayo ante las necesidades de liquidez señaladas en el párrafo anterior, pero posteriormente disminuyó cuando los recursos del vencimiento del TES ingresaron al mercado. Debido a que los saldos de los depósitos de contracción en el BR permanecieron relativamente estables, la posición acreedora del BR frente al sistema financiero presentó un comportamiento similar al de los repos de expansión, aumentando significativamente en mayo, hasta alcanzar un nivel máximo de \$11.706 mm, y disminuyendo posteriormente hasta ubicarse a finales del trimestre en \$6.707

Gráfico 20

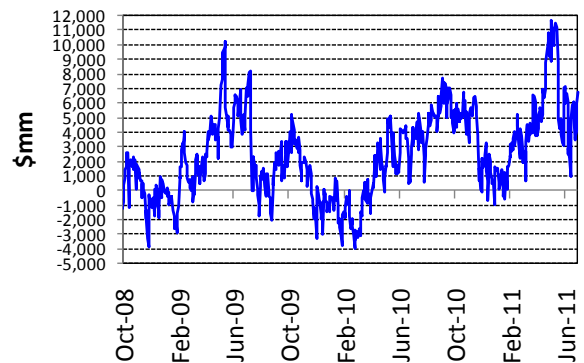
Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República

Gráfico 21

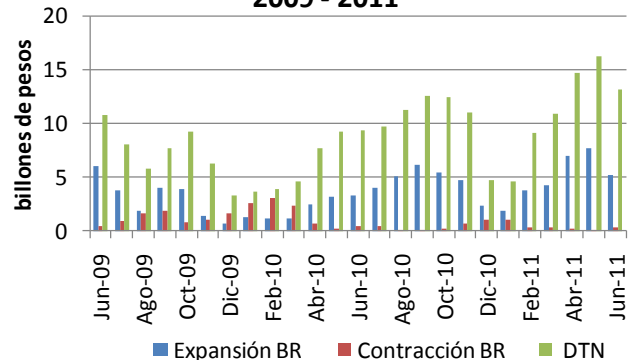
Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República

Gráfico 22

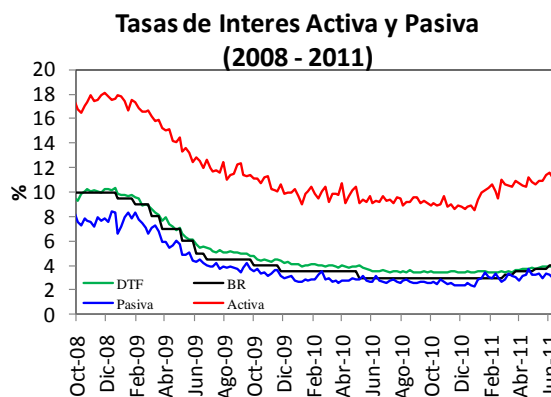
Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011



Fuente: Banco de la República

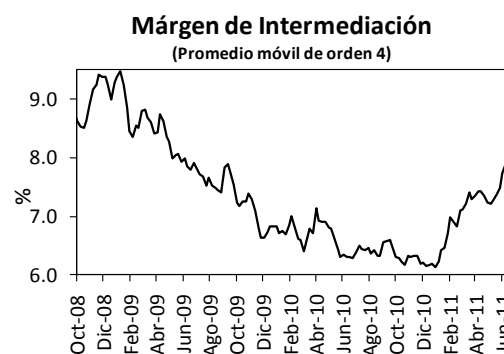
<sup>29</sup> Traslado de la segunda cuota de Grandes Contribuyentes que fue recaudada entre el 8 y el 25 de abril de 2011.

**Gráfico 23**



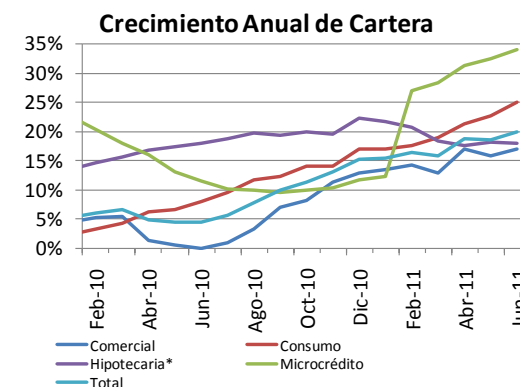
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

**Gráfico 24**



\* El margen de intermediación se calcula así:  $MI = ((1+i_{activa}) / (1+i_{pasiva})) - 1$   
 Donde  $i_{activa}$  es la tasa de colocación total del sistema calculada por el BR e  $i_{pasiva}$  es la tasa ponderada de captación.  
 FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos BR

**Gráfico 25**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR.  
 \*Ajustada

mm (Gráfico 21).

Durante el segundo trimestre de 2011 el BR continuó inyectando liquidez mediante las compras diarias de dólares, mientras que la DGCPTN aumentó su saldo en el Banco<sup>30</sup>. Después de presentar en marzo un promedio diario de \$10.900 mm, el saldo de la DGCPTN registró en junio un promedio diario de \$13.100 mm (Gráfico 22). El saldo aumentó pese a que las colocaciones de títulos de deuda pública fueron inferiores a los vencimientos<sup>31</sup>, y obedeció en parte a los ingresos por el recaudo de impuestos y a los dividendos de Ecopetrol.

Durante el primer y el segundo trimestre de 2011, las tasas del mercado monetario aumentaron, reflejando el incremento de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa<sup>32</sup> aumentó 72 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 22 p.b. (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 7,03% a 7,50%<sup>33</sup> (Gráfico 24).

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento. Con datos disponibles a junio de 2011, el tipo de cartera que más aumentó fue la de consumo, cuyos montos promedio presentaron entre marzo y junio una tasa de crecimiento de

<sup>30</sup> El saldo de la DGCPTN en el Banco de la República pasó de \$11,9 billones el 31 de marzo a \$14,6 billones el 30 de junio de 2010.

<sup>31</sup> Los vencimientos y pagos de cupones ascendieron a cerca de \$19.400 mm, y las colocaciones fueron de \$16.900 billones (\$10.717 mm en subastas, \$2.600 mm en convenidas y \$3.614 mm en operaciones forzosas).

<sup>32</sup> Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

<sup>33</sup> Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. El promedio del 1T11 se calculó con datos entre el 7 de enero y el 25 de marzo de 2011, y el promedio del 2T11 se calculó con datos entre el 1 de abril y el 24 de junio de 2011.

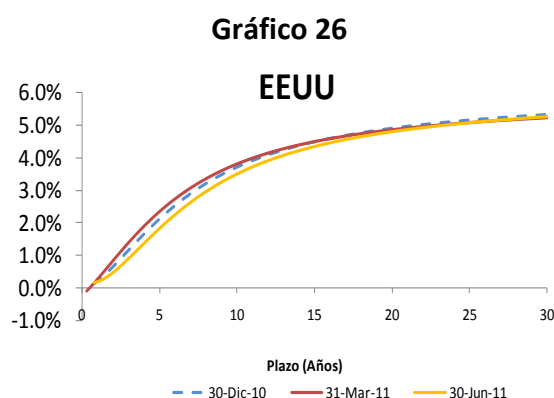
7,38%. Los montos promedio de las carteras comercial y de microcrédito aumentaron 4,43% y 5,45%, respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 2,36% (*Gráfico 25*). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)<sup>34</sup>, en el segundo trimestre los intermediarios financieros percibieron que la demanda para todos los tipos de crédito continuó aumentando a un ritmo más acelerado que el observado en el trimestre anterior. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos los intermediarios seguirían teniendo preferencia por la opción de otorgar mayores créditos frente a la opción de realizar inversiones, lo que continúa siendo explicado por la búsqueda de mayores rentabilidades.

## 4.2. Mercado de Deuda Pública

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

En el segundo trimestre de 2011, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron una reducción en todos los plazos (*Gráfico 26*). Desde mediados de abril cuando el nivel de alarma del desastre nuclear en Japón fue elevado al máximo, se interrumpió la desvalorización que estos bonos venían presentando en el trimestre anterior, debido a que fueron utilizados como activo refugio cuando surgieron los temores sobre los efectos que este desastre podría tener sobre la economía mundial.

Los bonos de EE.UU. continuaron valorizándose debido a la incertidumbre por la crisis fiscal de algunos países europeos, el temor a un posible contagio hacia otros países de la zona, la incertidumbre sobre el plan de ajuste fiscal de EE.UU. y algunos datos desfavorables con respecto al desempeño de la economía estadounidense que se dieron a conocer en el periodo analizado.



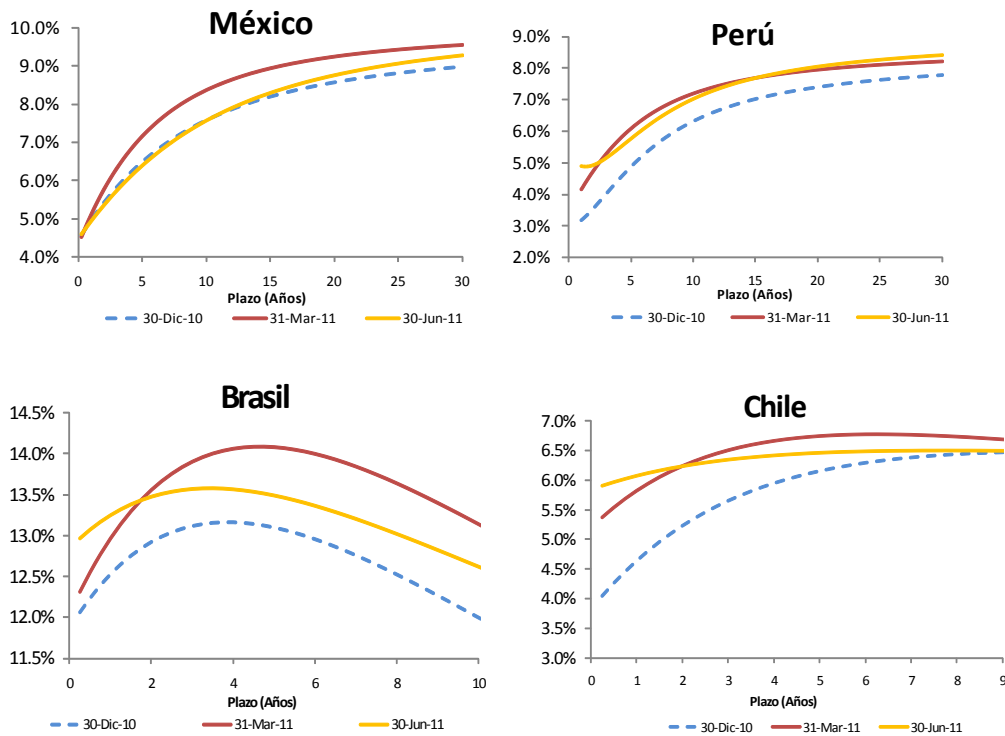
Por su parte, durante el segundo trimestre, las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública interna de los países de la región se aplanaron (*Gráfico 27*). En el caso de Chile, Brasil y Perú, este aplanamiento obedeció en gran medida a los ajustes en sus tasas de política monetaria que aumentaron las tasas de corto plazo, al tiempo que las tasas de mediano y largo plazo

<sup>34</sup> Realizada durante las dos primeras semanas de junio.

disminuyeron. En el caso de México, se valorizaron todos los bonos, pero los de corto plazo lo hicieron en menor magnitud en comparación con los de mediano y largo plazo. Se debe resaltar que en la mayoría de los casos las valorizaciones presentadas en este trimestre no alcanzaron a compensar las desvalorizaciones que los títulos habían presentado en el trimestre anterior, y por lo tanto, con corte 30 de junio, en lo corrido del año las curvas de México, Brasil, Chile y Perú presentaron incrementos promedio de 3 p.b., 49 p.b., 52 p.b. y 81 p.b., respectivamente

Gráfico 27

**Comportamiento de las Curvas Cero Cupón en Algunos Países de América Latina  
(Diciembre 2010 - Marzo 2011 - Junio 2011)**



Fuente: Bloomberg, cálculos DODM.

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

## 4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

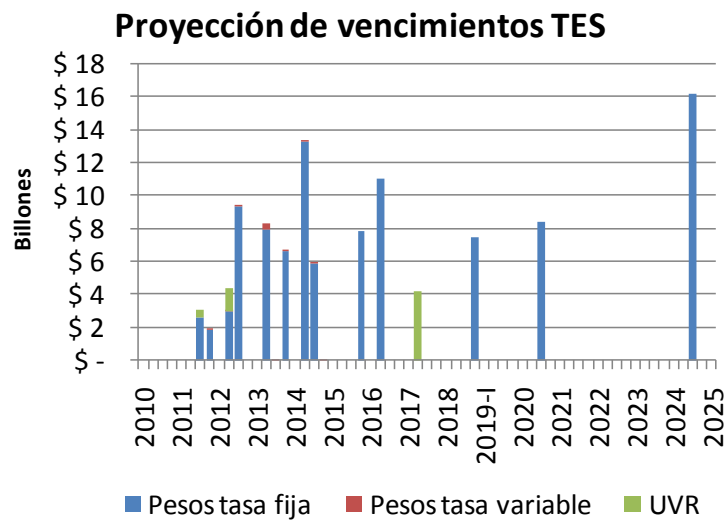
### A.Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2011, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$137.700 mm a \$136.700 mm. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2011 es de \$28.000 mm, de los cuales se habían colocado bonos por un valor nominal de \$16.900 mm<sup>35</sup> hasta el 30 de junio. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2011 es de \$7.500 mm, y el saldo vigente era \$4.800 mm a finales del trimestre.

Es importante mencionar que en junio se llevó a cabo la reapertura del TES denominado en pesos con vencimiento el 28 de octubre de 2015, que no se emitía desde junio de 2008.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 30 de junio, se observa que en el segundo semestre de 2011 se concentra el 5% de los vencimientos, de los cuales un 3% corresponde al tercer trimestre del año, y que en el año 2012 los vencimientos representan un 13%.

Gráfico 28



Fuente: Depósito Central de Valores - BR.

<sup>35</sup> A junio 30 se habían colocado \$10.717 miles de millones en subastas, \$2.600 miles de millones en convenidas y \$3.614 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de junio.

## B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

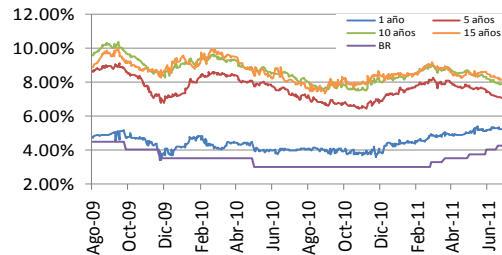
Durante el segundo trimestre de 2011 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 28 p.b. entre 0 y 2 años, y disminuyeron 72 p.b. y 84 p.b., entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente<sup>36</sup> (Gráficos 29 y 30). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 78 p.b durante el período analizado, al pasar de 375 p.b. el 31 de marzo a 297 p.b. el 30 de junio (Gráfico 31).

Al igual que en otros países de la región, los bonos de Colombia de mediano y largo plazo presentaron valorizaciones y la curva se aplanó debido principalmente a los incrementos sucesivos de la tasa de política monetaria, y una reducción de las expectativas de inflación. Sin embargo, a diferencia de otros países, las valorizaciones fueron superiores a las desvalorizaciones que los títulos habían presentado en el trimestre anterior.

Los ajustes a la baja en las expectativas de inflación, fueron consecuencia de los incrementos en la tasa de referencia anunciados por el BR y de los datos de inflación de marzo y abril que resultaron más favorables de lo esperado. Aunque en junio se conoció que el dato de inflación de mayo fue superior al esperado por los analistas, la valorización de los títulos de largo plazo continuó ante las expectativas de que Fitch Ratings aumentaría la calificación de la deuda de Colombia a grado de inversión en el corto plazo. Esto fue

Gráfico 29

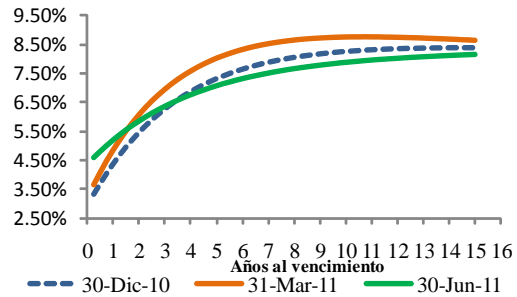
Tasa Cero Cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR



Fuente: SEN y MEC, cálculos DODM.

Gráfico 30

Curvas Spot Colombia dic 10, mar 11 y jun 11



Cambios Promedio en la Curva por Tramos\*

Tramo Corto 0-2 Años	Tramo Medio 2-5 Años	Tramo Largo 5-15 Años
79	-2	-35

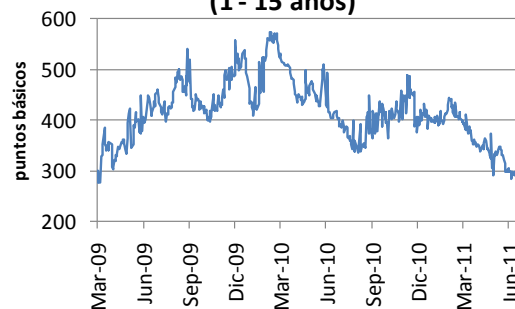
\* Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC, Cálculos: Desarrollo de Mercados

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

Gráfico 31

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



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

<sup>36</sup> Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).



confirmado el 22 de junio cuando la calificadora pasó la calificación de BB+ a BBB- con perspectiva estable. A principios del trimestre los títulos se habían visto favorecidos cuando se esperaba que Moody's aumentara la calificación a grado de inversión, evento que ocurrió el 31 de mayo, cuando la pasó de Ba1 a Baa3, con perspectiva estable. La calificadora mencionó la habilidad del país para afrontar choques internos y externos, la coherencia y predictibilidad de las políticas macroeconómicas, un impecable servicio de la deuda y un amplio acceso a fuentes de financiación en mercados locales y externos. Adicional al optimismo causado por las noticias anteriores, se presentaron otras noticias consideradas positivas. En el mes de abril el BR mejoró el pronóstico de crecimiento para 2011 en 50 p.b., a un intervalo entre 4% y 6%, y el FMI aprobó formalmente la línea de Crédito flexible para Colombia por dos años, por un monto aproximado de USD6.100 millones. En junio, fue publicado el dato de crecimiento del PIB en el 1T11 que se ubicó en 5,1% frente a un dato esperado de 4,8%, y se dieron a conocer noticias favorables como la aprobación de la Ley de la Regla Fiscal por parte del Congreso de la República y la reducción del déficit proyectado para el año 2012<sup>37</sup>.

En algunos períodos puntuales, la tendencia de valorización de los bonos de mediano y largo plazo pudo haber sido atenuada por factores como los temores con respecto a los efectos que pudiera tener la ola invernal sobre los precios de los alimentos, y la posible aprobación del Congreso de la emisión de TES de regulación monetaria, que generó expectativas de mayor oferta de bonos en el mercado. En efecto, el 27 de abril las plenarias de la Cámara de Representantes y del Senado de la República aprobaron la creación del TES de control monetario.

En cuanto a los bonos de corto plazo, estos registraron desvalorizaciones durante todo el período analizado, debido al incremento de la tasa de política monetaria y a que, ante el traslado de impuestos al Gobierno<sup>38</sup> y el pago de la primera cuota del impuesto al patrimonio, las disponibilidades de liquidez en pesos disminuyeron, lo que parece haber incentivado a algunos inversionistas a vender bonos, sobre todo los de baja duración, para cubrir necesidades de liquidez.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue \$5.300 mm<sup>39</sup>, inferior al observado en el mismo período del año 2010 (\$6.900 mm). En el *Gráfico 33* puede observarse, que en abril el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años), pero en mayo y junio los del tramo largo fueron los más negociados. Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en agosto de 2012 cuya participación pasó de 25% a 33% entre el primer y el segundo trimestre del año, seguidos de los títulos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 6% a 20%. Por el contrario, la participación de los bonos que vencen en julio de 2020 disminuyó significativamente al pasar de 34% a 4%. (*Gráficos 32, 33 y 34*).

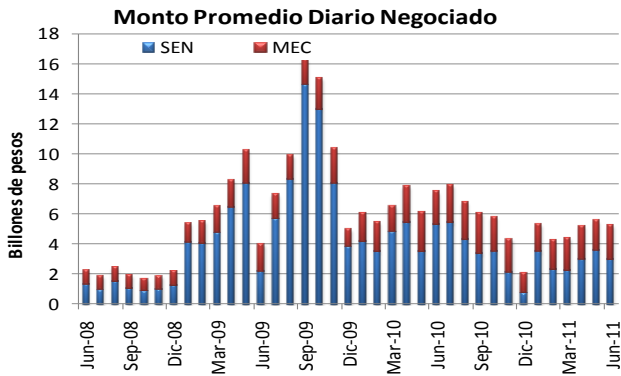
---

<sup>37</sup> En el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y el Plan Financiero 2012 presentado al Congreso de la República, el Ministerio de Hacienda anunció una reducción del déficit fiscal del GNC de 4% del PIB en el 2011 (con emergencia invernal) a 2,4% del PIB en el 2014. Para el año 2012 se espera que el déficit del GNC se reduzca a 3,5% (con emergencia invernal) del PIB, lo que representa una reducción de 0,5% frente al déficit proyectado para 2011.

<sup>38</sup> Traslado de la segunda cuota de Grandes Contribuyentes que fue recaudada entre el 8 y el 25 de abril de 2011.

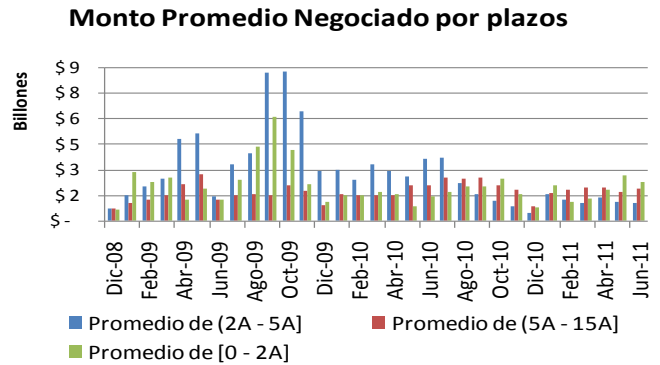
<sup>39</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

**Gráfico 32**



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

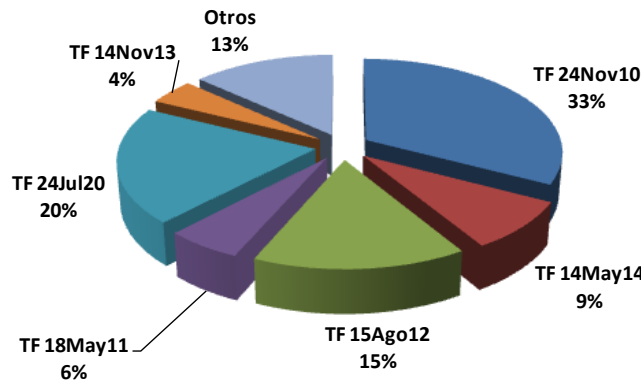
**Gráfico 33**



Fuente: SEN y MEC, cálculos BR.

**Gráfico 34**

**TOTAL TRANSADO SEN Y MEC**



Fuente: MEC y SEN. Cálculos: BR.

**4.3 Contratos de Futuros de TES**

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES<sup>40</sup> negociados en la BVC presentaron valorizaciones durante el trimestre (*Gráfico 35*).

El número de contratos negociados a futuro de TES<sup>41</sup> aumentó levemente al pasar de 38.439 contratos a 38.532 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$9630 mm. De la misma forma, las posiciones abiertas<sup>42</sup> de los contratos a futuro con vencimiento en mayo, junio y julio mantuvieron un nivel estable; sin embargo, disminuyeron respecto a febrero y marzo de este año. Durante el trimestre las posiciones abiertas ascendieron hasta 1.325, 1.060 y 741 para los contratos de mayo, julio y abril, respectivamente (*Gráfico 36*).

<sup>40</sup> Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

<sup>41</sup> Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de los contratos con vencimiento en noviembre, diciembre y enero. Fuente: BVC.

<sup>42</sup> De los contratos a futuro de TES de medianos plazo.

Gráfico 35

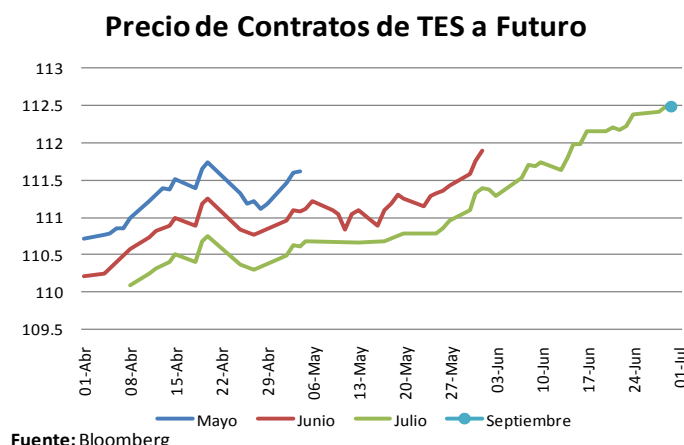
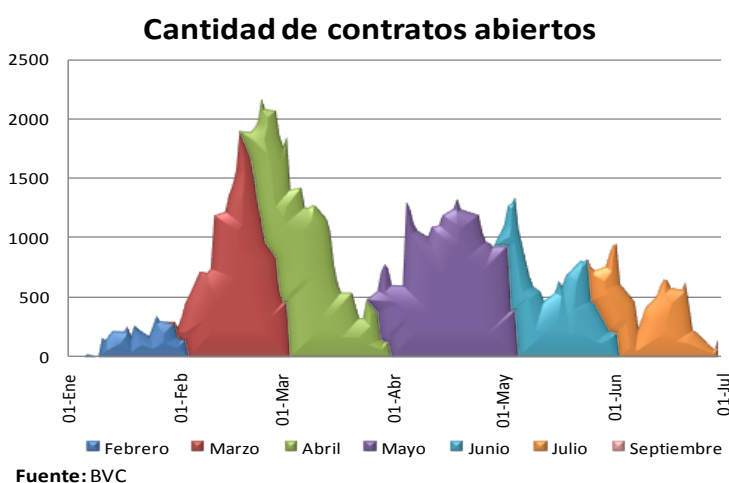


Gráfico 36



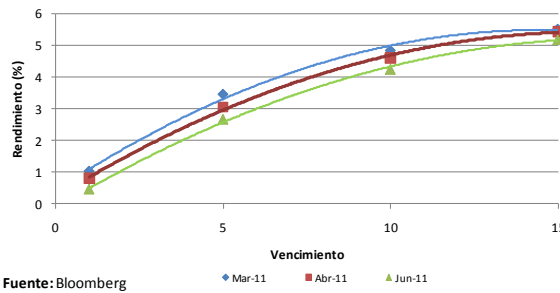
#### 4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el segundo trimestre de 2011, los bonos de deuda pública externa en dólares de Brasil y México se valorizaron en todos los plazos<sup>43</sup>. En el caso de Perú, al finalizar el trimestre, las tasas de mediano y largo plazo cerraron en niveles similares a los observados en el trimestre anterior, por el lado de las de corto plazo se presentaron alzas (Gráfico 37).

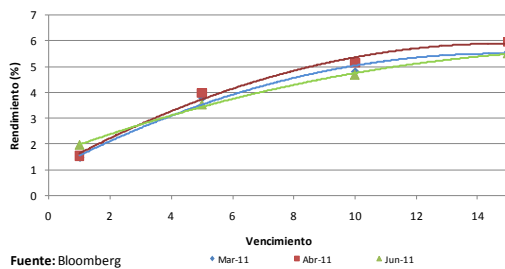
<sup>43</sup> Las valorizaciones en promedio para los tres países fueron: Brasil (+57,7pb), Perú (+0,7pb aprox) y México (+44,6 pb)

**Gráfico 37**

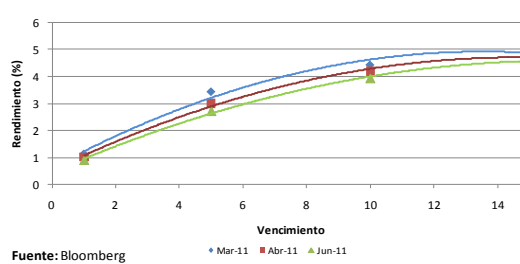
**Curva de rendimientos de deuda pública externa en USD de Brasil**



**Curva de rendimientos de deuda pública externa en USD de Perú**



**Curva de rendimientos de deuda pública externa en USD de México**



En Brasil, la valorización se puede explicar debido a que Fitch elevó su calificación en abril (de BBB- a BBB) y Moody's el 20 de junio (de Baa3 a Baa2), lo que ha generado confianza en el mercado de deuda pública.

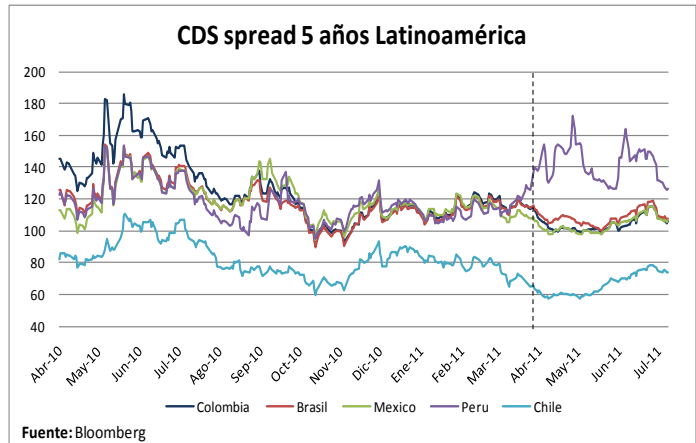
Debido a las elecciones presidenciales que se llevaron a cabo el 5 de junio, Perú presentó un comportamiento contrario al resto de países de la región. La incertidumbre en torno al presidente electo cuyo corte nacionalista inquietaba a los agentes del mercado, llevó a que se presentaran desvalorizaciones en los bonos de deuda pública antes de la elección. Sin embargo, luego de las elecciones, se enviaron señales positivas al mercado que llevaron a recuperar la confianza, afectando positivamente los bonos. Estas señales corresponden a afirmaciones del Presidente electo en donde planteó que mantendría los acuerdos establecidos en materia económica, la independencia del banco central y desarrollaría el mercado de capitales interno.

En cuanto a México, las principales valorizaciones se dieron en el tramo medio de la curva de rendimientos, en línea con el comportamiento de los *Treasuries*.

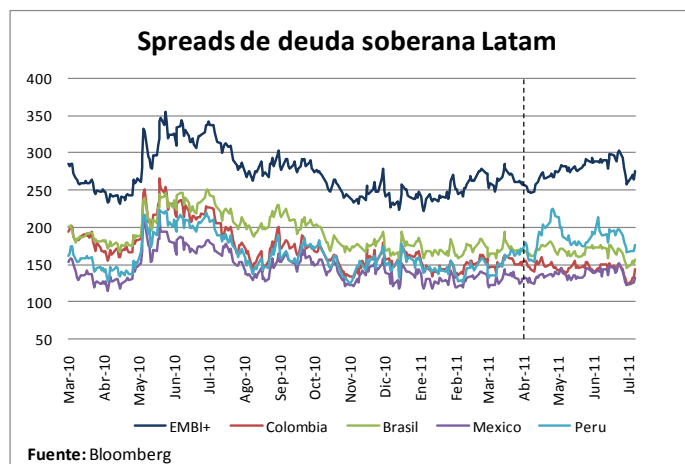
Colombia, por su parte y en línea con Brasil y Mexico, presentó una valorización de su deuda externa, como se describirá más adelante.

En general, el comportamiento de la región mejoró respecto al trimestre anterior. Este hecho se explica no sólo por el comportamiento positivo de las economías, sino por el mayor apetito por activos de la región dadas las condiciones negativas de riesgo que se dieron en la Unión Europea y Estados Unidos.

**Gráfico 38**



**Gráfico 39**



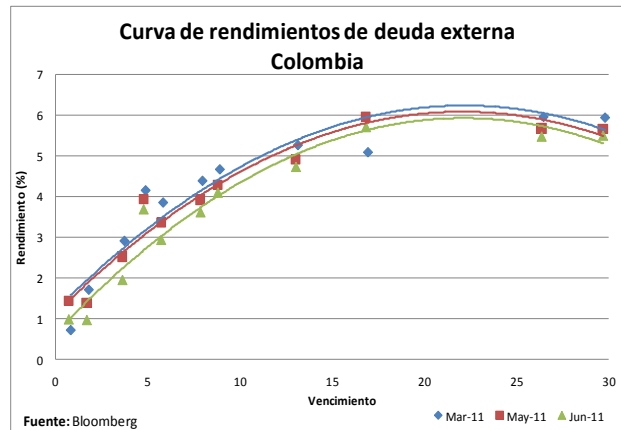
En cuanto a la Unión Europea, se generaron preocupaciones en torno a las peores condiciones fiscales de la región, especialmente en Grecia y Portugal. Estas preocupaciones estuvieron atadas a la reforma fiscal de Grecia y al cambio en la calificación de la deuda de Portugal a grado especulativo. Por otro lado, se presentaron preocupaciones adicionales alrededor de la situación fiscal de Italia y España

Por su parte, el EMBI+ aumentó 13 p.b. al cierre del trimestre y 21 p.b. respecto al promedio del trimestre anterior. Esto se puede explicar a partir del contexto global y a presiones inflacionarias en países como China e India.

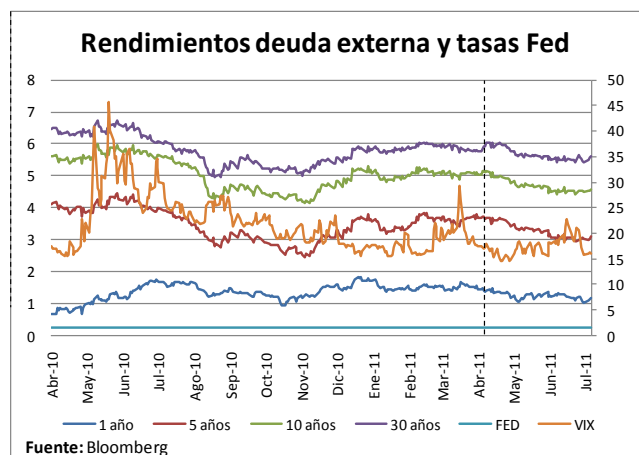
En la región, el EMBI+ Latam aumentó en 29,51 p.b. respecto al promedio del trimestre anterior. Este hecho está asociado a las presiones inflacionarias globales y al contagio generado por la incertidumbre en torno a la deuda europea. Cabe destacar que debido a que durante el segundo trimestre del año se llevaron a cabo las elecciones presidenciales en Perú, la incertidumbre llevó a que, respecto al promedio del trimestre anterior, el EMBI+ de Perú aumentara 40 p.b..

A pesar de esto, otro indicador de riesgo como los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años de la región disminuyeron respecto al promedio de 1T11 en 1,3 p.b. Si no se tiene en cuenta a Perú debido al contexto electoral, cuyo CDS se incrementó 29,5 p.b, la disminución de la región hubiese sido de 9,3 p.b (*Gráfico 38*).

**Gráfico 40**



**Gráfico 41**



### 4.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se valorizó en todos los tramos (*Gráfico 40*). En línea con el comportamiento de la deuda en dólares, los TES Globales presentaron valorizaciones en todas las referencias.

En cuanto a las medidas de riesgo país, el EMBI+ Colombia disminuyó 23 p.b., presentando la mayor reducción entre los países de la región.

Los CDS a 5 años disminuyeron 11,41 p.b. respecto al promedio de 1T11, destacando que el nivel del CDS a 5 años de Colombia se encuentra en niveles similares a los de México y Brasil.

La valorización de la deuda externa colombiana en dólares durante el trimestre (*Gráfico 41*) obedeció a los aumentos otorgados en la calificación de deuda soberana, por parte de Fitch y Moody's (de BB+ a BBB- y de de BAA1 a Baa3, respectivamente). Esta calificación se dio dado el buen resultado del manejo fiscal que se ha consolidado con los actos legislativos que se aprobaron en el trimestre, en el que se destaca la adopción de la regla fiscal.

Gráfico 42

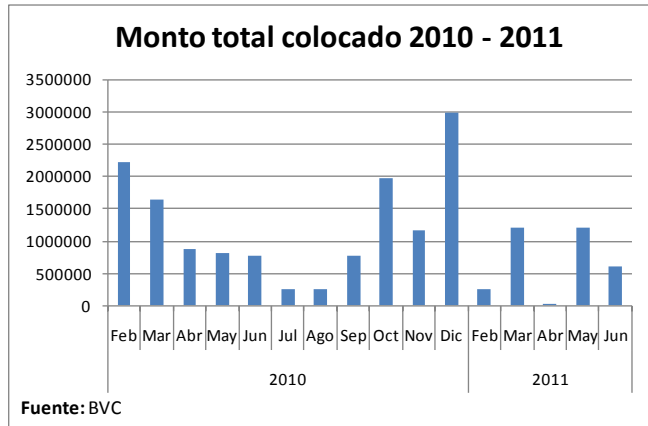


Gráfico 43

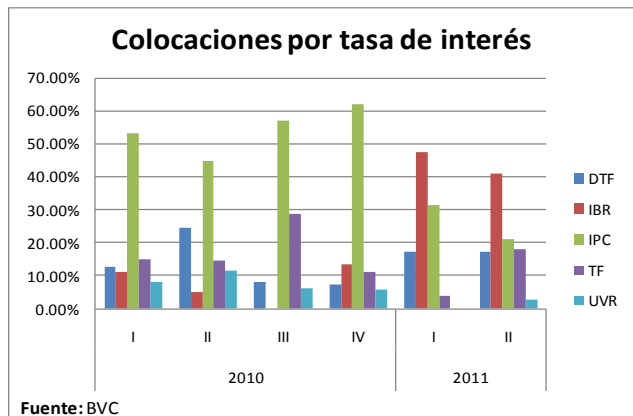
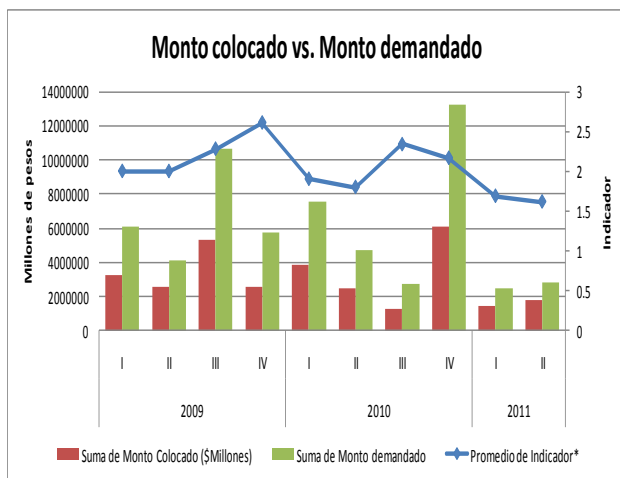


Gráfico 44



## 5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

Durante el segundo trimestre de 2011 la dinámica del mercado primario de deuda corporativa fue mayor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con un incremento de un 26% en el monto de colocación. Sin embargo, respecto al mismo período de 2010, hubo una caída del 25% en el monto de las colocaciones. Mayo fue el mes, para lo corrido del año, con mayor monto en colocaciones con \$1.210 mm (*Gráfico 42*). El incremento en las colocaciones puede ser explicado por el buen comportamiento de la economía colombiana.

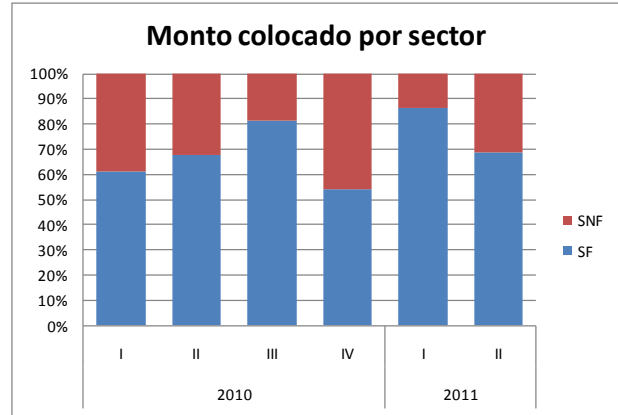
Las emisiones con mayor monto colocado en el trimestre fueron las de Findeter (\$500 mm), Telefónica (\$318 mm) y las de la Titularizadora Colombiana (\$205 mm).

Comparado con el trimestre anterior las colocaciones de tasa fija aumentaron (14%), y disminuyeron aquellas cuya referencia está dada por el IPC (11%) (*Gráfico 43*).

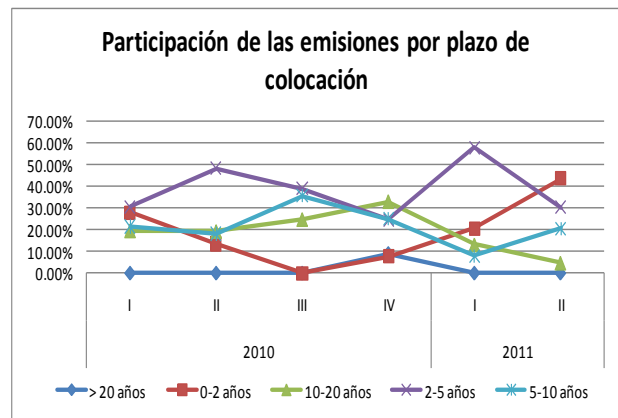
El 41,02% de las colocaciones estuvieron indexadas al IBR, el 20,98% al IPC, el 17,94% a una tasa fija en pesos y el 17,34% a la DTF.

La diferencia entre el monto demandado y el monto ofrecido en las subastas se redujo levemente frente al primer trimestre del año, ubicándose nuevamente en el nivel más bajo de los últimos dos años. En el segundo trimestre el monto demandado ascendió a

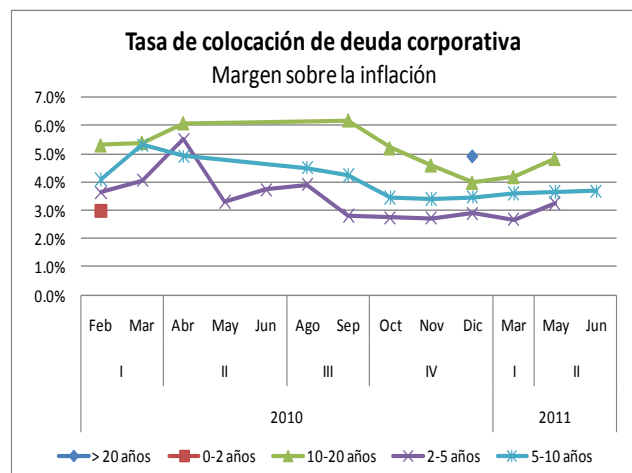
**Gráfico 45**



**Gráfico 46**



**Gráfico 47**





\$2.800 mm que equivalen a 1,61 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$2.500 mm, 1,68 veces) (*Gráfico 44*).

Las emisiones con mayor demanda fueron las de CDT's de Findeter indexadas a la DTF e IPC con una demanda de 3,2 y 2,7 veces el monto colocado, respectivamente (a 2 y 5 años con tasa de corte DTF+ 1,55 e IPC+ 3,67% y monto colocado de \$57 mm y \$105 mm, respectivamente). Otra colocación importante fue la de Finandina a 35 meses indexada al IBR con demanda de 2,3 veces (con tasa de corte IBR+1,70% y monto colocado de \$13 mm).

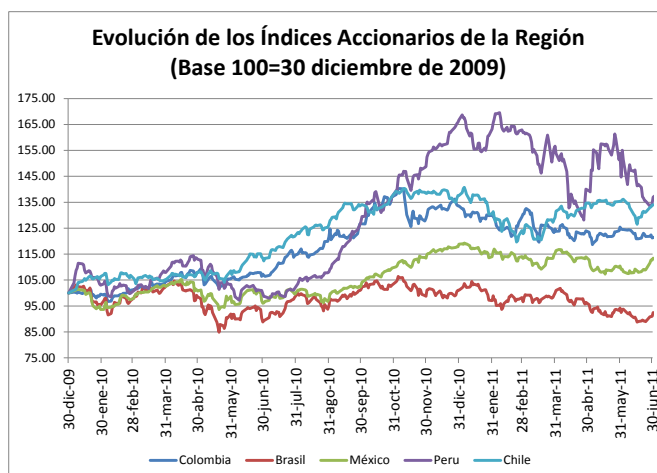
En el *Gráfico 45* se observa que durante el segundo trimestre de 2011, predominaron las colocaciones del sector financiero (68% del total) sobre las del sector real (32% del total). En cuanto al plazo, el promedio de emisión del sector financiero se mantuvo relativamente estable frente al del trimestre anterior.

Como es característico cuando predominan las colocaciones del sector financiero, el plazo de colocación promedio en el trimestre disminuyó frente a los trimestres anteriores. De esta forma, el 75% de las emisiones se realizó a menos de 5 años (*Gráfico 46*). Sin embargo, debido a que se incrementaron las emisiones en el sector real, los plazos menores a 5 años disminuyeron en un 4%. Por su parte, las emisiones de 5 a 10 años aumentaron en un 13% durante el trimestre. El plazo promedio de colocación se ubicó en 5 años frente a los 4,15 años del primer trimestre.

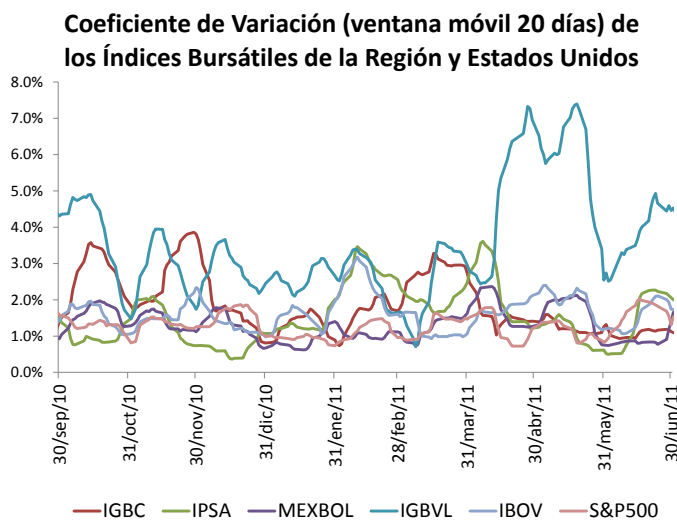
Las empresas del sector no financiero que realizaron emisiones, fueron Telefónica y el Grupo Financiero de Infraestructura. Telefónica emitió deuda a 1 año, plazo significativamente inferior al promedio de colocación de empresas del sector no financiero en el 2010. Por su parte, el Grupo Financiero de Infraestructura emitió con un plazo de 19 años. Esta última, fue la emisión de mayor plazo realizada durante el trimestre (\$50 mm tasa fija, UVR+ 7,02).

Por último, en el *Gráfico 47* se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda

**Gráfico 48**



**Gráfico 49**



corporativa. Durante el segundo trimestre, el margen sobre la inflación de las colocaciones de deuda corporativa aumentó. En cuanto al margen sobre el IBR, este creció durante el trimestre, particularmente para el plazo de 0 a 2 años.

## 6. MERCADO ACCIONARIO

Durante el segundo trimestre del 2011, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron resultados mixtos.

En Estados Unidos, los índices accionarios finalizaron el trimestre en niveles similares a los observados a finales de marzo; el *Dow Jones* avanzó 0,8% y el *S&P500* retrocedió 0,4%. No obstante, durante el trimestre se presentaron dos tendencias; por un lado, en abril se observaron valorizaciones debido a la reducción de temores sobre la crisis nuclear en Japón y sobre la crisis política en el medio oriente, hechos que hicieron que la percepción del riesgo disminuyera. En los meses siguientes, los temores sobre la situación fiscal de Grecia y de otros países europeos, el lento crecimiento de la economía estadounidense, la reducción en la perspectiva de su deuda, y la continuación de las medidas contractivas por parte del Gobierno Chino motivaron retrocesos en los índices.

En Europa, ante las preocupaciones sobre la situación fiscal en algunos países el Eurostoxx 50 cayó 2,1%. No obstante, los índices de las economías núcleo de esa región se valorizaron debido a la

Gráfico 50

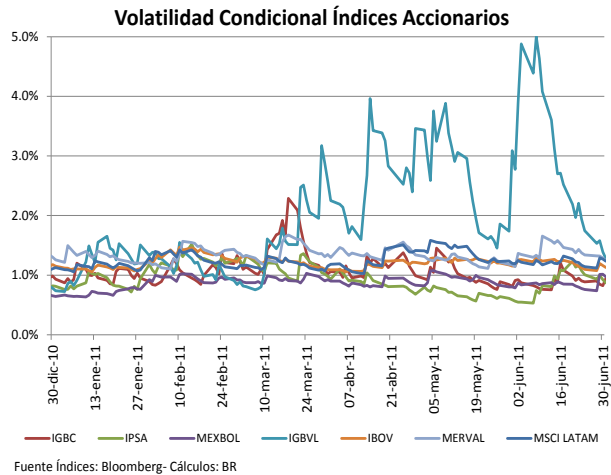


Gráfico 51

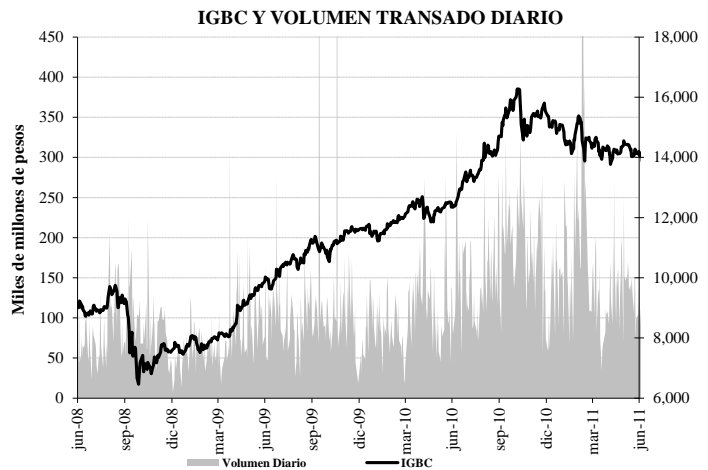
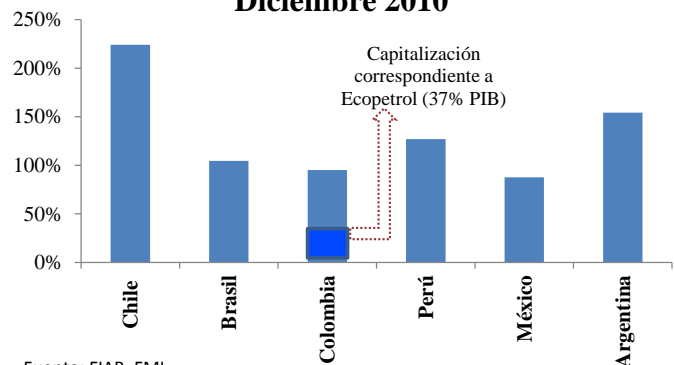


Gráfico 52

### Capitalización bursátil/PIB Diciembre 2010



Fuente: FIAB, FMI

continúa recuperación en sus cifras económicas, el DAX de Alemania y el FTSE 100 de Inglaterra<sup>44</sup> avanzaron 4,8%, y 0,6%, respectivamente.

Las bolsas asiáticas presentaron resultados mixtos. Por un lado, en Japón después de las fuertes desvalorizaciones del trimestre anterior, el índice Nikkei registró un valorización de 0,6%. Por otra parte, el índice Hang Seng de Hong Kong y el Shanghai Composite cayeron 4,8% y 5,7%, respectivamente. El retroceso de este último índice puede estar asociado a los temores sobre el endurecimiento de las medidas contractivas del Gobierno chino ante las presiones inflacionarias.

En América Latina, pese a los sólidos fundamentales de las economías de la región, la mayoría de los índices mostraron retrocesos en el trimestre. Este comportamiento estuvo afectado por el contexto de incertidumbre internacional, reducciones en el precio de las materias primas y otros factores particulares de cada mercado. Durante el período analizado, el índice con mayor retroceso fue el IGBVL de Perú (-14%), debido a la incertidumbre política en ese país; también retrocedieron el IBOV de Brasil (-9%), el IGBC de Colombia (-2,8%) y el MEXBOL de México (-2,4%). El IPSA de Chile fue el único índice que cerró el trimestre con valorizaciones al avanzar 3,7% (*Gráfico 48*).

Por otra parte, en el *Gráfico 49* se puede observar que nuevamente el coeficiente de variación<sup>45</sup> del índice bursátil de Perú fue el más alto de la región durante el trimestre. Este comportamiento estuvo asociado a los fuertes retrocesos que tuvo el índice durante este trimestre ante la incertidumbre en las elecciones presidenciales. Después del coeficiente del índice peruano, el IBOV de Brasil y el IPSA de Chile fueron los índices más volátiles de la región.

En materia de volatilidad, la volatilidad condicional<sup>46</sup> del IGBVL de Perú fue la mayor en el 92% de los días del periodo, seguido por el IGBC (7%) (*Gráfico 50*).

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario disminuyó frente al trimestre anterior. Durante abril, se negociaron diariamente en promedio \$115mm mientras que en mayo y junio este promedio aumentó a \$148mm (*Gráfico 51*). El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) comenzó a operar desde mayo de este año. Desde el inicio de las operaciones de este mercado, los inversionistas colombianos han comprado acciones de Chile y Perú por \$1,740 millones; a su vez, los inversionistas chilenos y peruanos han comprado acciones colombianas por un monto de \$235 millones.

A pesar de los buenos fundamentales de las compañías y de la economía, los índices de la bolsa colombiana retrocedieron durante el trimestre, el IGBC, COLCAP y COL20 se desvalorizaron 2,8%, 1,1% y 0,6%, respectivamente. Este comportamiento estuvo asociado a los anuncios de emisiones de acciones como Ecopetrol, Grupo Sura y Éxito que representarían una oferta importante en este mercado. Adicionalmente, la coyuntura internacional y el precio de las materias primas han influido de forma negativa en la evolución de la renta variable local.

---

<sup>44</sup> Respecto a este último país, aunque se registró un crecimiento positivo en el 01T11, según el Banco Central, aún persisten riesgos a la baja en el dinamismo de la economía.

<sup>45</sup> El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 20.

<sup>46</sup> Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Durante el trimestre se realizaron colocaciones de acciones del Grupo Aval y Avianca por un monto total de \$2.580 mm y una demanda total de \$6.000 mm.

Finalmente, con datos a cierre de 2010 se compararon los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el *Gráfico 52* se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 224% de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; después ésta, las bolsas de Argentina (154%), Perú (126%) y Brasil (104%) registran tamaños de las compañías de la bolsa por encima del producto del país en el 2010. En el mismo año, los indicadores de Colombia y México se ubicaron en 95% y 87%, respectivamente.