



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer
Trimestre 2010

Banco de la República

Mayo 2010

Nota: Este es un documento de trabajo informativo. Su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

José Tolosa

Subgerente

Pamela Cardozo

Investigadora

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

José Eduardo Gómez

Director

Subdirección Desarrollo de Mercados

Sebastián Rojas

Subdirector (E)

María Alejandra Buitrago

Karen Juliet Leiton

Lina Vanessa Patiño

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Daniel Acelas

Leonardo Rueda

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 enero y marzo de 2010, meses en los que algunas medidas de percepción de riesgo disminuyeron ante la publicación de indicadores que mostraban señales de recuperación económica en varios países desarrollados y emergentes, incluyendo los de la región latinoamericana. Algunos países de Europa, sin embargo, dieron señales de insostenibilidad fiscal, causando episodios de incrementos en los índices de aversión al riesgo.

Ante las mejores condiciones a nivel internacional y las señales de recuperación de economías desarrolladas, los países de la región¹ registraron valorización de algunos activos como las acciones y los bonos de deuda externa. Sin embargo, las monedas y los bonos de deuda interna presentaron comportamientos mixtos. Las monedas de Chile y Brasil se depreciaron frente al dólar, mientras que las de Perú, México y Colombia se apreciaron, ésta última en mayor magnitud. Colombia, en línea con los otros países de la región, registró valorización de los bonos de deuda externa, disminución del EMBI e incremento en los índices bursátiles.

En el período analizado, la mayoría de los bancos centrales mantuvieron las tasas de política monetaria en niveles bajos. Sin embargo, vale la pena mencionar que los Bancos Centrales de Australia, India y Malasia aumentaron sus tasas de referencia, y que Rusia y Suráfrica las recortaron.

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. Adicionalmente, se describe la evolución del dólar de EE.UU. frente a las monedas de otros países desarrollados y emergentes. En las siguientes secciones se analiza la evolución de los mercados cambiario, monetario, deuda pública y accionario de la región, haciendo énfasis en el desempeño de los mercados locales en Colombia.

¹ Los países de la región analizados, además de Colombia, son Brasil, México, Chile y Perú.

CONTENIDO

Resumen Ejecutivo	4
1. Entorno Internacional	6
2. Aversión al riesgo local	9
3. Mercado Cambiario	11
3.1 Mercado Cambiario Colombiano	14
4. Mercado Monetario y Renta Fija	17
4.1 Mercado Monetario y tasas de interés	17
4.2 Mercado Deuda Pública	19
4.2.1 Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la región	19
4.2.2 Deuda Pública Interna Colombia	21
4.3 Deuda pública externa de los países de la región	23
4.4 Deuda Pública Externa de Colombia	25
5. Contratos de Futuros de TES	26
6. Mercado Primario de Deuda Corporativa	27
7. Mercado Accionario	29

RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

En el primer trimestre de 2010 el dólar estadounidense se fortaleció frente a varias monedas, incluyendo el euro y la libra esterlina. Sin embargo, las monedas de algunos países emergentes, incluyendo la de Colombia, se apreciaron frente al dólar, presentando un comportamiento acorde con el mayor apetito por riesgo de estas economías. En la región, durante el periodo comprendido entre enero y marzo, las monedas de Chile y Brasil se debilitaron mientras que las de Colombia, Perú y México se fortalecieron. La moneda colombiana presentó mayor apreciación que los otros países, debido a las expectativas de monetización de dólares por parte del sector público.

MERCADO MONETARIO

Durante el periodo analizado, la mayoría de Bancos Centrales conservaron una política monetaria expansiva y mantuvieron las tasas de referencia en niveles bajos. Adicionalmente, se mantuvieron estímulos monetarios implementados durante la crisis, manteniendo alta liquidez en los mercados, lo cual se reflejó en las tasas interbancarias que en varios países se ubicaron por debajo de las de referencia.

Sin embargo, algunas autoridades monetarias, como los Bancos Centrales de Australia, India y Malasia, anunciaron incrementos en sus tasas de política, mientras que Rusia y Suráfrica las recortaron. Por su parte, además del incremento de la tasa de descuento², la Reserva Federal dio por terminados algunos estímulos monetarios que habían sido implementados durante la crisis.

En el caso colombiano, el Banco de la República mantuvo la tasa de referencia inalterada en 3,5%. Por su parte, las tasas activas aumentaron mientras que las pasivas registraron leves disminuciones, generando un incremento del margen de intermediación en el período analizado.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Las medidas de percepción de riesgo como los EMBI y CDS de la región presentaron comportamientos al alza, asociados a los temores con respecto a la capacidad de pago de la deuda de Grecia y otros países europeos. Posteriormente estos indicadores registraron disminuciones ante la mejoría de las perspectivas de la región latinoamericana y la aprobación de un paquete de rescate para Grecia. Aunque los EMBI corrigieron todo el incremento causado por las noticias relacionadas con ese país, los CDS no lo hicieron y terminaron el período en niveles superiores a los observados a finales de 2009. El mayor apetito por activos latinoamericanos permitió que los bonos de deuda externa en dólares de Colombia, Chile, México, Perú y Brasil presentaran valorizaciones.

En cuanto a los títulos de deuda interna de los países de la región, estos presentaron comportamientos mixtos. Por su parte, los bonos colombianos se desvalorizaron, impulsados por mayores expectativas de inflación asociadas al fenómeno del Niño, preocupación en torno al financiamiento del Gobierno y menor apetito por títulos y venta de algunos agentes, incluyendo el

² Tasa cobrada a los bancos y establecimientos de crédito cuando acuden a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal.

Banco de la República. Al final del período, la disminución de las expectativas de inflación y los menores temores fiscales permitieron que las tasas de los títulos bajaran, sin embargo, las tasas cerraron el trimestre en niveles superiores a los registrados en diciembre de 2009.

MERCADO ACCIONARIO

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* se valorizaron durante el primer trimestre del año 2010. Asimismo, ante la caída en la aversión al riesgo, en América Latina los índices bursátiles de los países analizados mantuvieron un comportamiento al alza similar al de periodos anteriores. En Colombia particularmente, el índice avanzó como resultado de buenos reportes corporativos y anuncios de dividendos por encima de los esperados. Es importante mencionar, sin embargo, que hubo desvalorizaciones temporales asociadas a eventos en los mercados externos.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el primer trimestre de 2010 las economías desarrolladas y emergentes continuaron mostrando avances en los principales indicadores económicos.

En Estados Unidos los indicadores industriales, de confianza y los resultados corporativos tuvieron un comportamiento positivo. Además, se conoció que en el 4T09 la economía presentó un crecimiento mayor al esperado por el mercado: 5,6%³ (esp: 4,8%). Sin embargo, el sector inmobiliario presentó resultados negativos tanto para ventas de viviendas nuevas como usadas, y gasto en construcción. Adicionalmente, el mercado laboral continuó siendo la mayor preocupación, por lo que el Senado aprobó un paquete de estímulo tributario para fomentar la contratación de personas desempleadas⁴.

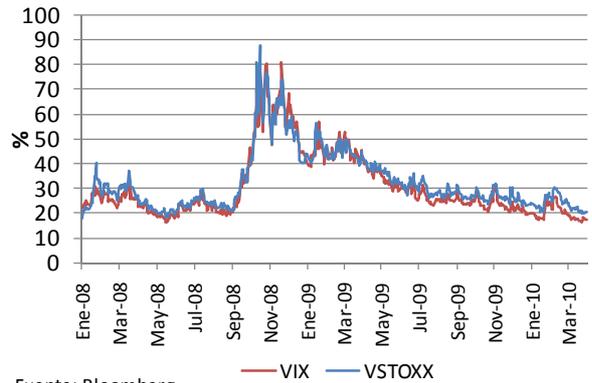
En la Unión Europea, los datos reflejaron un comportamiento favorable del sector industrial y los indicadores de confianza continuaron su tendencia de recuperación. Sin embargo, el nerviosismo generado por la situación fiscal de Grecia y de otros países (en menor medida: España, Portugal, Irlanda e Italia) generó un incremento temporal en los indicadores de aversión al riesgo, que fue corregido cuando la Zona Euro anunció un acuerdo de ayuda para los pagos de deuda de Grecia⁵.

En Reino Unido el crecimiento económico del 4T09 fue ligeramente mayor al esperado por los analistas (obs: 0,4%, esp: 0,3%) y los indicadores del sector industrial y de servicios presentaron una evolución positiva.

En cuanto a las economías emergentes, el

Gráfico 1

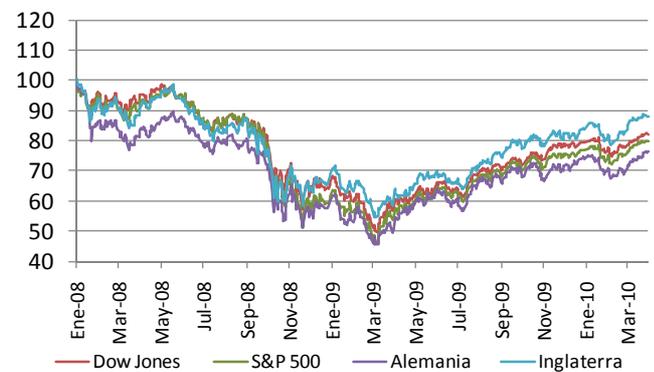
Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2

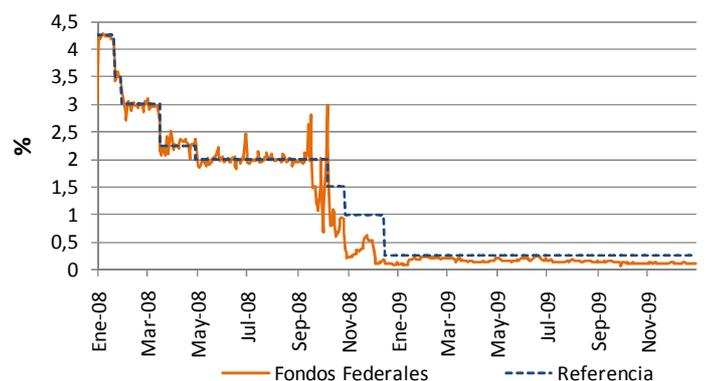
Índices Accionarios Base 100: 31 Diciembre 2007



Fuente: Bloomberg

Gráfico 3

Tasa Interbancaria y de Referencia EEUU



Fuente: Bloomberg

³ Tasa anualizada y desestacionalizada

⁴ El estímulo consiste en exonerar el pago del impuesto de 6,2% de Seguridad Social de la nómina de pago de cada nuevo trabajador que haya estado desempleado por más de 60 días.

⁵ El primer anuncio sobre el acuerdo se realizó a mediados de febrero, sin embargo, los detalles del mismo se definieron a finales de marzo.

Banco Central de China aumentó los requerimientos de reserva de los bancos en 100 p.b., a través de dos incrementos consecutivos (de 50 p.b. cada uno) con el objetivo de disminuir la liquidez en el mercado monetario. Posteriormente, se conoció que en febrero la economía presentó la variación más alta del IPC desde octubre de 2008 (2,7% frente al mismo mes del año anterior), por lo que se generaron mayores temores sobre una política monetaria contraccionista.

Por su parte, en India los datos económicos publicados evidenciaron un buen comportamiento del sector industrial y de ventas al por menor, y se dio a conocer que en el 4T09 la economía creció 6%.

En Estados Unidos la aversión al riesgo disminuyó al pasar de 19,96% a 17,59% y en Europa pasó de 24,06% a 20,6%⁶ (Gráfico 1), al tiempo que los mercados accionarios tuvieron un comportamiento positivo (Gráfico 2). Sin embargo, es importante resaltar que hubo incrementos temporales en la aversión al riesgo, causados por los temores sobre la capacidad de pago de algunos países europeos, el endurecimiento de la política monetaria de China, y las propuestas de *Barack Obama* de asignar un impuesto a los bancos de Estados Unidos con más de US\$50 billones de activos, así como limitar el tamaño y el alcance de los mismos con el fin de frenar la toma excesiva de riesgos y proteger a los contribuyentes.

Por otra parte, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3) y los Bancos Centrales de Europa (1%-Gráfico 4), Japón (0,1%-Gráfico 5) e Inglaterra (0,5%- Gráfico 6) mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos, mientras

Gráfico 4

**Tasa Interbancaria y de Referencia
Zona Euro**

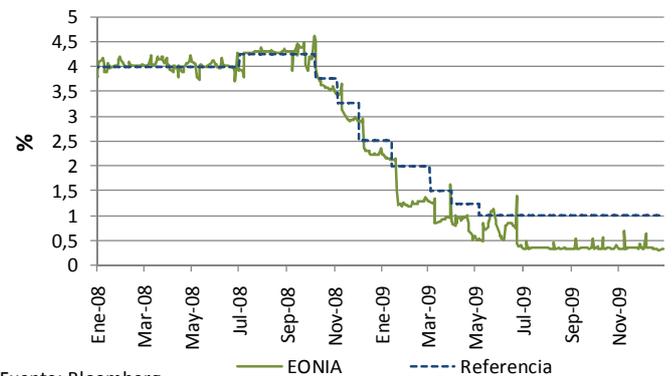


Gráfico 5

**Tasa Interbancaria y de Referencia
Japón**

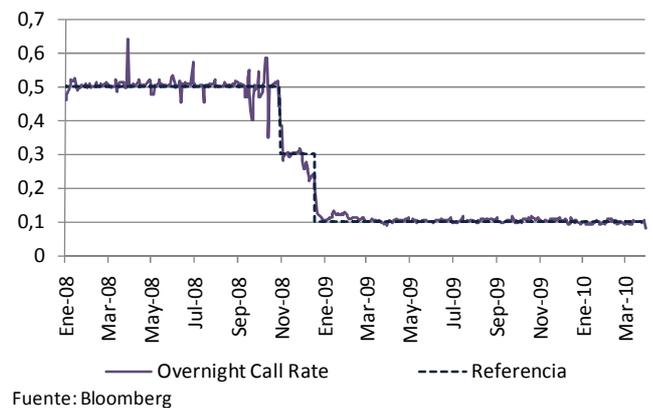
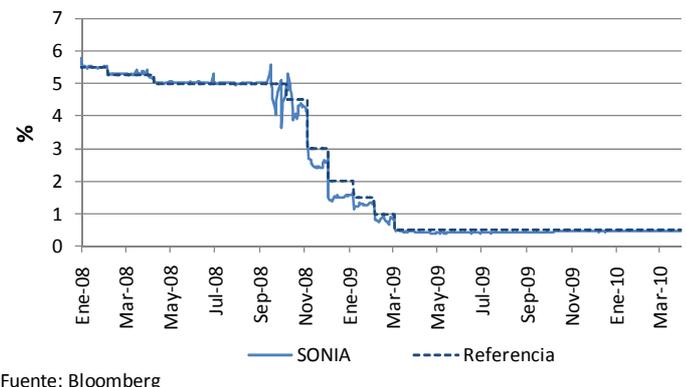


Gráfico 6

**Tasa interbancaria y de Referencia
Inglaterra**



⁶ La aversión al riesgo en Estados Unidos es medida por el VIX y en Europa por el VSTOXX, que reflejan la volatilidad implícita en las opciones sobre las acciones que componen los índices S&P500 y Dow Jones EURO STOXX 50, respectivamente.

que el Banco Central de Australia continuó aumentando su tasa de interés, que en el periodo pasó de 3,75% a 4%.

Adicionalmente, la Reserva Federal reiteró que mantendría su tasa objetivo⁷ en mínimos históricos, pero aumentó la tasa de descuento de 0,5% a 0,75%⁸ y redujo el plazo máximo para créditos primarios⁹ de 28 días a 1 día, con el fin de que las instituciones de depósito acudieran al mercado de crédito privado y solamente usaran la ventana de descuento como una fuente de fondos suplementaria. Además, según lo anunciado, la mayoría de facilidades extraordinarias de liquidez finalizaron el primero de febrero, quedando vigente la facilidad TALF¹⁰, planeada para finalizar en junio de 2010. Todas estas medidas estuvieron en línea con el desmonte de las provisiones extraordinarias de liquidez implementadas durante la crisis.

En línea con las tasas de política monetaria, las tasas interbancarias a un día continuaron en niveles bajos, y en el caso de Europa e Inglaterra se encontraban por debajo de las tasas establecidas por los Bancos Centrales (*Gráficos 4 y 6*).

En cuanto a las economías emergentes, los Bancos Centrales de Rusia (de 8,75% a 8,25%) y Suráfrica (de 7% a 6,5%) disminuyeron su tasa de interés de referencia, mientras que los de India (de 3,25% a 3,5%) y Malasia las aumentaron (de 2 a 2,25%). Adicionalmente, el Banco Central de Brasil aumentó los requerimientos de reserva de los bancos de 13% a 15%, con el fin de revertir las medidas anti-crisis.

⁷ La tasa objetivo de la Reserva Federal es la tasa de los Fondos Federales, que es la tasa de interés a la que las instituciones de depósito prestan reservas a otras instituciones de depósito. Estos préstamos tienen un día de plazo.

⁸ La tasa de descuento es la tasa a la que las instituciones de depósito pueden pedir prestado a la Reserva Federal a través de la ventana de descuento.

⁹ Los créditos primarios son préstamos por periodos muy cortos a instituciones de depósito en una buena condición financiera.

¹⁰ Term Asset-Backed Securities Loan Facility

2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL

La evolución de los mercados en Colombia está relacionada con disminuciones en la aversión al riesgo a nivel local. Con el fin de analizar este efecto, se hace seguimiento a las variaciones del M3, a márgenes entre tasas activas y tasas de los TES, y a resultados de encuestas realizadas a productores industriales, consumidores y comerciantes.

El crecimiento anual del M3 durante el período analizado fue inferior al registrado en el año 2009 debido a una disminución de los depósitos de las empresas. Estas entidades modificaron su estructura de financiamiento emitiendo títulos y utilizando parte de los recursos adquiridos mediante las emisiones para cumplir obligaciones financieras con el exterior. Aunque durante el período analizado el crecimiento anual del M3 fue inferior al del año anterior, permaneció estable entre 6,0% y 8,5% (Gráfico 7).

Lo anterior podría indicar que la baja dinámica de los agregados monetarios no refleja una mayor aversión al riesgo, sino que obedece a cambios en la estructura de financiamiento de las empresas, las cuales aprovecharon las bajas tasas de interés para emitir bonos.

Durante el periodo analizado el margen entre las tasas de cartera preferencial y tasa de los TES registra caídas para todos plazos. Para los desembolsos menores a 1 año el *spread* cayó 15 p.b, mientras que para plazos entre 1 y 5 años disminuyó en promedio 150 p.b.. Vale la pena mencionar que en plazos inferiores a un año se concentra aproximadamente un 80% de los desembolsos de esta cartera. Asimismo, el *spread* crediticio entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días cayó 150 p.b., lo que se explica por una disminución de la tasa de tesorería en 55 p.b. y una desvalorización de los títulos TES a 30 días de 95 p.b. (Gráficos 8 y 9).

Gráfico 7

Crecimiento anual M3

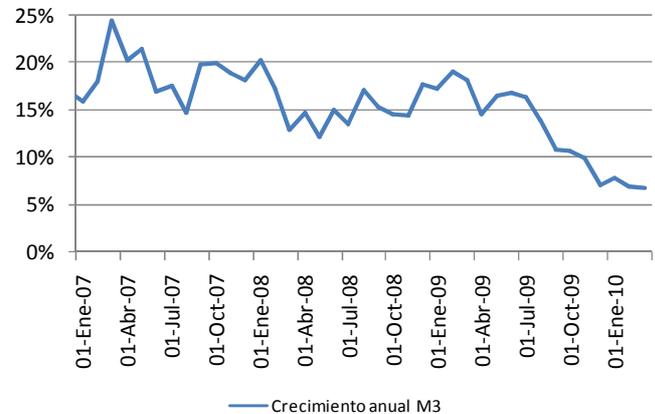


Gráfico 8

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

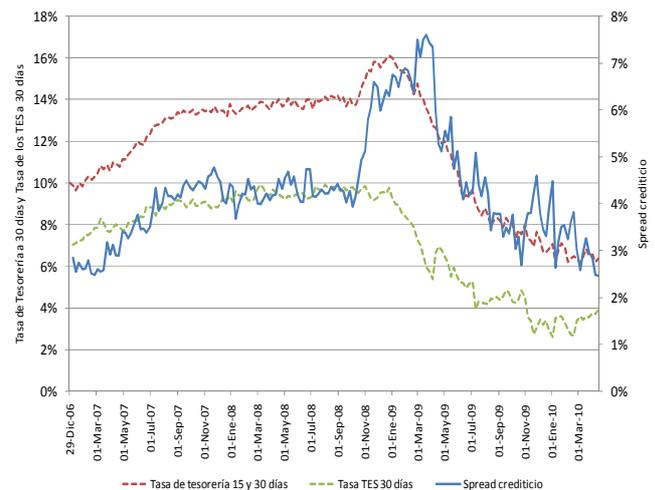
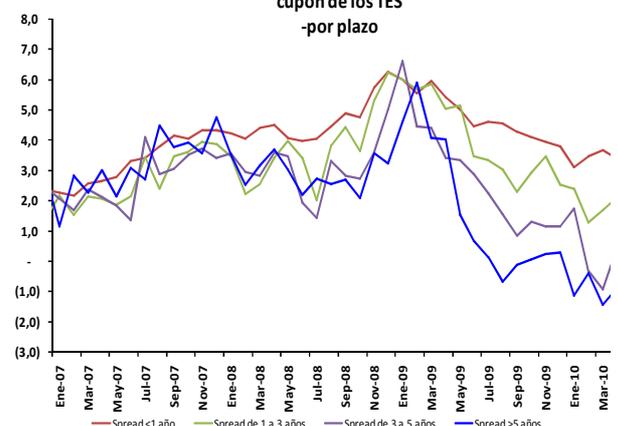
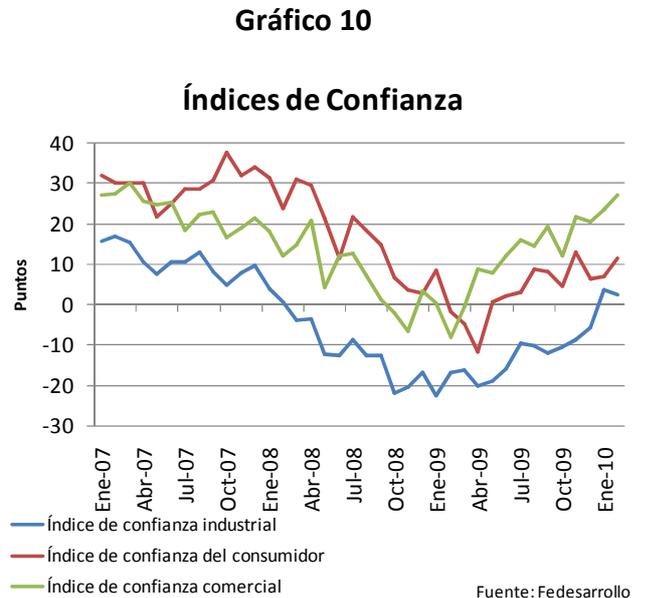


Gráfico 9

Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES -por plazo



Por otro lado, los índices de confianza de Fedesarrollo¹¹ muestran un comportamiento que sugiere una menor aversión al riesgo por parte de los consumidores y los comerciantes. Después de registrar una variación negativa en el mes de diciembre (pasando de 13,1 en noviembre a 6,3 en diciembre), el índice de confianza del consumidor registró incrementos en los primeros tres meses de 2010 acumulando una variación positiva de 9,8 puntos¹². De la misma manera, el índice de confianza de los comerciantes se recuperó en las encuestas de enero y febrero después de haber registrado una caída en el mes de diciembre de 2009. Por su parte, el índice de confianza industrial se ubicó en terreno positivo en enero de este año por primera vez desde marzo de 2008, llegando a 3,8 puntos, y aunque en febrero retrocedió levemente, aún sigue ubicándose en niveles positivos (Gráfico 10).



En resumen, el M3 permaneció estable, y el margen entre las tasas activas y las tasas de los TES disminuyó para todos los plazos. Por su parte, los índices de confianza del consumidor, de los comerciantes y de los industriales mejoraron con respecto al año anterior. De esto se puede concluir que durante el período analizado la aversión al riesgo de los agentes locales disminuyó.

¹¹ Los índices son 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. La muestra para la encuesta empresarial son 350 empresas del sector industrial y comercial y para la encuesta del consumidor son aproximadamente 600 personas.

¹² En marzo se ubicó en 16,1 puntos.

3. MERCADO CAMBIARIO

Durante el periodo analizado el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces, lo que se refleja en un incremento en el índice USTW¹³ de 1,8%. Las monedas que presentaron mayor devaluación frente al dólar fueron la corona danesa, el euro y la libra esterlina con 6,2%, 6,1% y 5,9%, respectivamente (*Cuadro 1*).

Por su parte, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY¹⁴) y de Latinoamérica (LACI¹⁵) se revaluaron 1,4% y 1,1%, respectivamente (*Cuadro 1* y *Gráfico 11*).

El comportamiento de las monedas de la región¹⁶ se puede explicar por el mayor apetito por riesgo de economías latinoamericanas, el aumento en los precios de algunos productos básicos (*Cuadro 2*) y la disminución en los *spreads* de deuda soberana (*Gráfico 12*). En cuanto a los productos básicos, se destaca el aumento en los precios del níquel (32%), aceite de palma (23%), carbón (13%), cobre (7%), algodón (7%) y petróleo (6%), entre otros¹⁷.

En cuanto a las monedas de los países de la región, las de Colombia, México y Perú se revaluaron, mientras que el peso chileno y el real brasilero se debilitaron (*Gráfico 13*).

La devaluación más pronunciada de las monedas de Chile y Brasil ocurrió entre la

Cuadro 1

Devaluación de monedas frente al Dólar Americano 1T10

	Tasa de Cambio	Variación		Tasa de Cambio	Variación
MONEDAS PRINCIPALES	Zona Euro	6,1%	ASIA	Korea	-2,9%
	Gran Bretaña	5,9%		Indonesia	-3,6%
	Australia	-2,5%		Tailandia	-3,0%
	Nueva Zelanda	1,6%		China	0,0%
	Canadá	-3,8%		Rusia	-2,9%
	Dinamarca	6,2%		Malasia	-4,8%
	Suiza	1,7%		India	-3,9%
	Japón	1,1%		Turquía	0,7%
LATINOAMÉRICA	Colombia	-6,0%	OTROS	índice ADXY	-1,4%
	Brazil	2,3%		Islandia	1,6%
	México	-5,5%		Rusia	-2,9%
	Argentino	2,0%		Polonia	-0,8%
	Perú	-1,6%		República Checa	2,0%
	Chile	3,3%		Israel	-2,8%
	índice LACI	-1,1%		Sur África	-1,4%

Fuente: Bloomberg

Gráfico 11

VIX vs. índices de monedas



Fuente: Bloomberg

Cuadro 2

¹³ Índice calculado por la Reserva Federal que recoge el comportamiento del dólar frente a sus principales cruces. Corresponde a un promedio ponderado de las monedas de Australia, Canadá, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido y Zona Euro.

¹⁴ 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.

¹⁵ 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.

¹⁶ Los países de la región analizados, además de Colombia, son Brasil, México, Chile y Perú.

¹⁷ Sin embargo el índice de productos básicos CRB disminuyó 4%

segunda y la quinta semana del año, y estuvo relacionada con las medidas de China para disminuir la liquidez (mediante la restricción de créditos y el aumento en los requerimientos de reservas). Estas medidas afectaron fuertemente las monedas de Chile y Brasil debido a su estrecha relación comercial con China.

Además de lo anterior, es importante tener en cuenta que en la reunión de marzo, el Banco Central de Brasil tomó la decisión de mantener su tasa de interés inalterada, mientras que el mercado esperaba un aumento de 50 p.b., lo que contribuyó a la tendencia devaluacionista del real brasileño.

En cuanto a la volatilidad de las monedas de la región, el real y el peso colombiano continuaron siendo las monedas más volátiles; el real brasileño presentó la mayor volatilidad condicional¹⁸ (ver *Recuadro 1*) el 79% de los días, mientras que el peso colombiano la presentó el 11%. Además, el peso chileno fue la tercera moneda más volátil el 10% de los días del período analizado (*Gráfico 14*).

Respecto a la participación de los Bancos Centrales en los mercados cambiarios, Colombia y México reiniciaron la utilización de mecanismos de acumulación de reservas a través de subastas competitivas y de opciones, respectivamente. Durante el período, estos dos países junto con Perú y Brasil realizaron compras netas, mientras que Chile no intervino en el mercado cambiario (*Cuadro 3*).

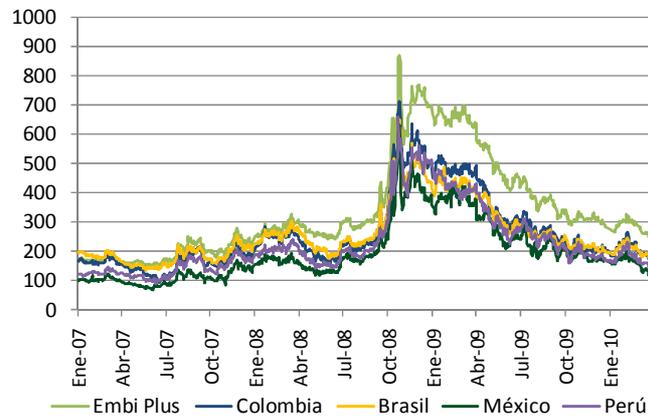
Precios de Productos básicos (en dólares)

	30-Dic	31-Mar	Variación
Niquel	18855,0	24950,0	32%
Aceite de palma	895,0	1100,0	23%
Carbón	54,2	61,2	13%
Cobre	7295	7830	7%
Algodón	73	78	7%
Pétroleo	79	84	6%
Plata	16,8	17,5	4%
Aluminio	2237	2288	2%
Café	74,5	76,0	2%
Oro	1092,9	1113,3	2%

Fuente: Bloomberg

Gráfico 12

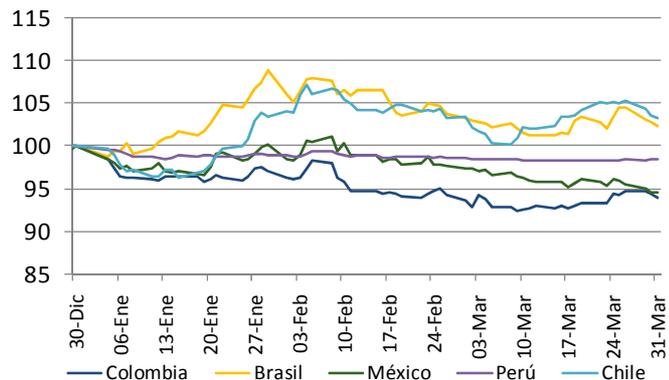
Spread de deuda soberana



Fuente: Bloomberg

Gráfico 13

Tasas de Cambio LATAM
Base 100: 30 Dic 2009

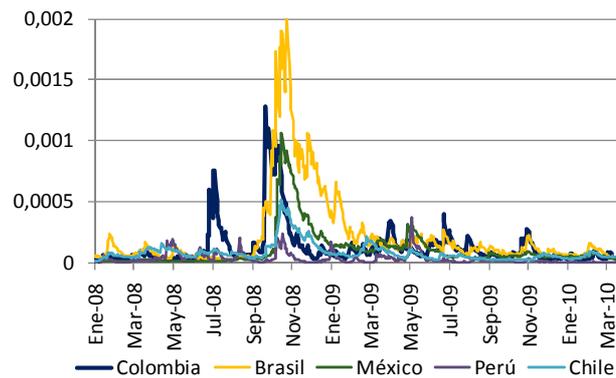


Fuente: Bloomberg

¹⁸ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 14

Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

Recuadro 1

Para la cuantificación de la volatilidad se emplean modelos de volatilidad condicional GARCH(1,1) teniendo en cuenta la siguiente especificación en la ecuación de media y varianza:

$$tc_t = c + \varepsilon_t$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2$$

En donde:

tc_t : corresponde al retorno diario de la tasa de cambio.

c : intercepto de la ecuación de media.

α_0 : Constante en la ecuación de volatilidad condicional.

α_1 : Constante que recoge la información sobre los choques durante el período anterior.

β : recoge la información sobre la varianza ajustada por el modelo en el período anterior.

Según Pozo (2009) esta medida captura mejor la incertidumbre sobre la tasa de cambio debido a que usa más información acerca de su comportamiento, ya que los modelos GARCH permiten modelar la varianza de los retornos de la tasa de cambio como dependientes del tiempo. De esta manera, no se asume que el término de error tiene varianza constante, lo que permite detectar su comportamiento a través del tiempo.

Cuadro 3

Participación de Bancos Centrales en Mercado Cambiario

(+compras - ventas)

	Total 2009	Enero	Febrero	Marzo	Total 1T10
Colombia	171	0	0	400	400
Perú	108	1,385	0	956	2,341
Chile	-575	0	0	0	0
Brasil	36,526	1,904	433	2,956	5,293
México*	-16,246	0	0	600	600

Cifras en US\$ millones

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

**No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$4,738 millones

3.1. Mercado Cambiario Colombiano

Durante el primer trimestre de 2010 el tipo de cambio pasó de \$2.044 a \$1.922 por dólar¹⁹. La revaluación del peso colombiano ascendió a 6,0%, resultando superior a la registrada por las monedas de México y Perú (5,5% y 1,6%), y presentando un comportamiento opuesto al de las monedas de Chile y Brasil que durante ese mismo período se devaluaron 3,3% y 2,3% frente al dólar (*Cuadro 4*).

En el *Gráfico 15*, que ilustra el índice LACI y el promedio de SET FX (pesos colombianos por dólar), se observa cómo este último registró una caída superior a la presentada por el índice durante el período analizado. El gráfico también ilustra que a principios del trimestre el peso colombiano se fortaleció a pesar de la depreciación registrada por otras monedas de la región, pero a finales del trimestre presentó una corrección al alza en línea con el debilitamiento de las otras monedas.

La disminución de la tasa de cambio presentada durante enero y febrero estuvo asociada a expectativas de mayor oferta de dólares por parte de Ecopetrol y del Gobierno. Este último, debido a que se acercaba el vencimiento de un TES en febrero que le generaba amplias necesidades de liquidez. Adicionalmente, la balanza cambiaria refleja entradas netas de dólares durante el trimestre analizado.

Cuadro 4

País	Devaluación ene 10 - mar 10
Chile	3.3%
Brasil	2.3%
Perú	-1.6%
México	-5.5%
Colombia	-6.0%

Fuente: Bloomberg, cálculos BR.

Gráfico 15
Promedio SET FX y LACI

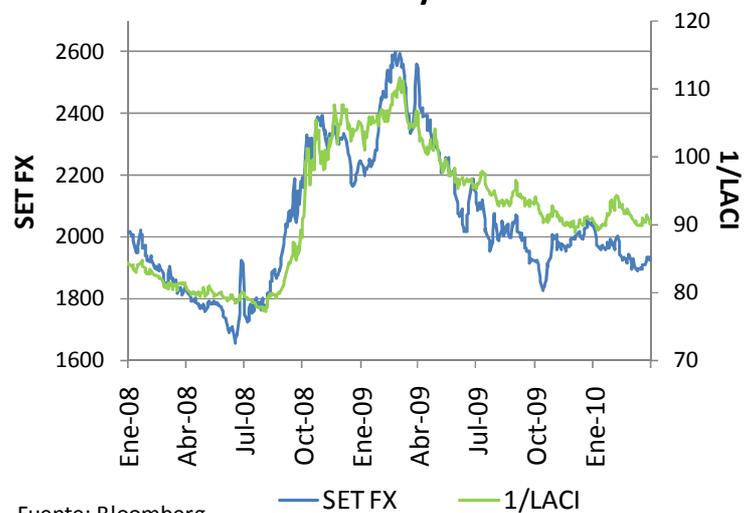
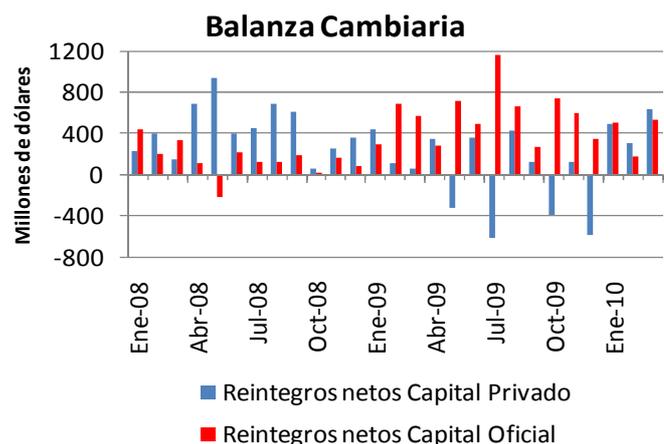


Gráfico 16



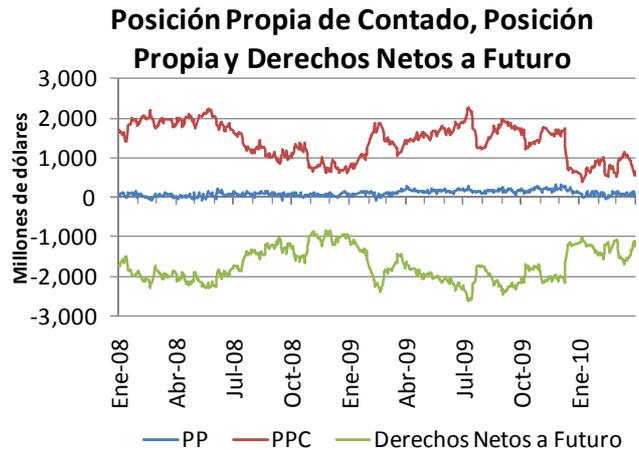
¹⁹ Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

Las cifras de la balanza cambiaria muestran que en el primer trimestre del año 2010 el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital y financiera superó en US\$149 millones²⁰ al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. En este período, los reintegros netos de capital privado fueron superiores a los observados en el mismo período del año 2009, destacándose los reintegros por inversión extranjera directa que ascendieron a US\$2.167 millones, superando en \$403 millones el monto registrado en el mismo período de 2009. De este rubro, un 85% corresponde a petróleo y minería (Gráfico 16).

Durante marzo, la tasa de cambio en Colombia aumentó, en línea con la devaluación de otras monedas de países emergentes. Este movimiento al alza coincidió con la reanudación de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República mediante subastas competitivas de compras diarias de US\$20 millones. El Banco Central anunció que estas subastas se llevarían a cabo durante el primer semestre de 2010. De esta manera, en marzo el BR realizó compras por US\$400 millones en el mercado cambiario local.

Por otro lado, entre enero y marzo de 2010, la caja en dólares de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) presentó un incremento de tan solo US\$12 millones, mientras que las obligaciones netas a futuro aumentaron US\$70 millones²¹.

Gráfico 17

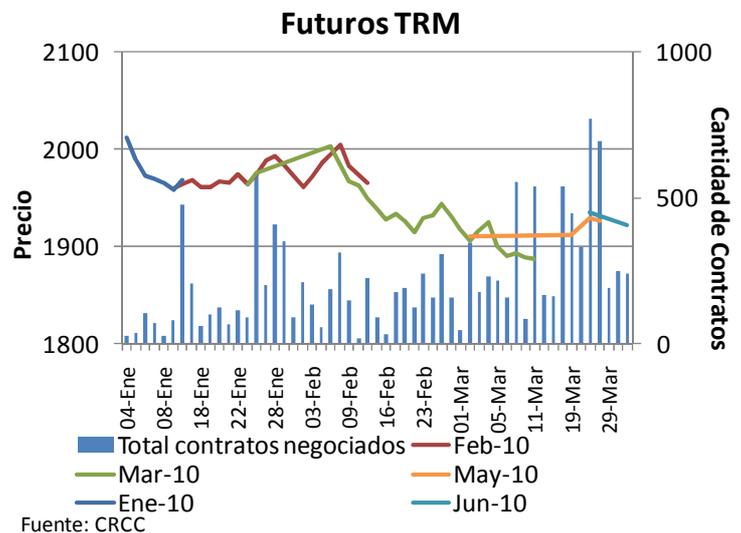


Fuente: Superfinanciera, cálculos del Banco de la República

Cuadro 5 (millones US\$)

Concepto	ene – mar 2010
Compra USD BR	400
Aumento de los IMC PPC	12
Cta Corriente + Cta Capital	149

Gráfico 18



Fuente: CRCC

²⁰ Esta diferencia corresponde a la variación de las reservas internacionales brutas. En este cálculo se incluyen operaciones que son canalizadas a través del Banco de la República y no tienen impacto cambiario, tales como el pago de intereses de la DTN y el rendimiento de las reservas internacionales.

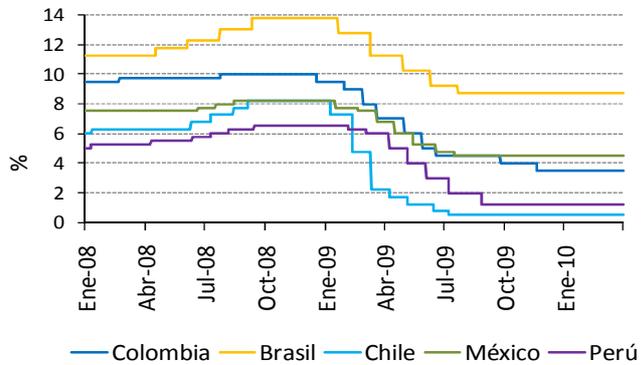
²¹ Dato correspondiente a la variación en la diferencia entre las obligaciones y los derechos a futuro (+obligaciones-derechos) de los IMC.

El promedio de la caja durante este trimestre se ubicó en US\$776 millones, resultando inferior al promedio observado en el año 2009 que ascendió a US\$1.513 millones (*Gráfico 17*).

El *Cuadro 5* presenta la intervención del BR en el mercado cambiario de contado, la variación de la posición propia de contado (PPC) de los IMC y la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza cambiaria de Colombia.

En cuanto a los contratos de futuros de TRM, durante el primer trimestre de 2010 se negociaron un total de 12.166 contratos, superando el número negociado durante el año 2009 (3.655 contratos). El monto total transado ascendió a US\$608,3 millones, mientras que en el año 2009 este volumen fue de US\$182,8 millones²². Al 31 de marzo de 2010 la posición abierta ascendía a 620 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en abril de 2010. El *Gráfico 18* muestra la tendencia descendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en línea con la tendencia revaluacionista de la tasa de cambio en el mercado de contado.

Gráfico 19
Tasas de referencia países latinoamericanos

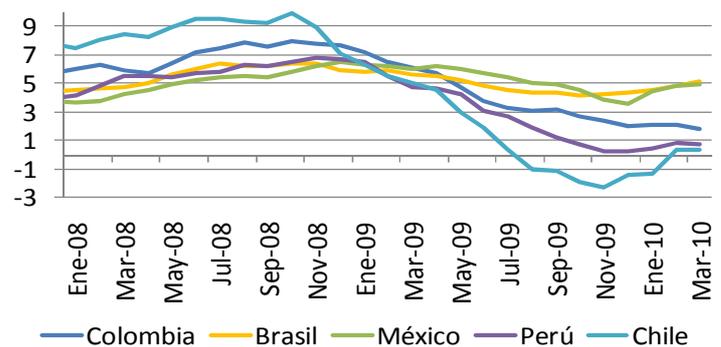


Fuente: Bloomberg

Cuadro 6

País	Tasa Referencia (31 marzo)
Colombia	3,50%
Chile	0,50%
México	4,50%
Perú	1,25%
Brasil	8,75%

Gráfico 20
Índice de Precios al Consumidor (Variación Porcentual 12 meses)



Fuente: Bloomberg

²² Los futuros de TRM se comenzaron a negociar el 16 de junio de 2009. Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000 y los contratos listados tienen vencimiento mensual en los dos meses siguientes y trimestral en el ciclo de marzo (marzo, junio, septiembre y diciembre).

Cuadro 7

País	Inflación Año completo Marzo 2010 (%)	Meta Inflación 2010 (%)
Chile	0,3	2,0 – 4,0
Colombia	1,84	2,0 – 4,0
Perú	0,76	1,0 – 3,0
Brasil	5,17	2,5 – 6,5
México	4,97	2,0 – 4,0

4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

4.1. Mercado Monetario y tasas de interés

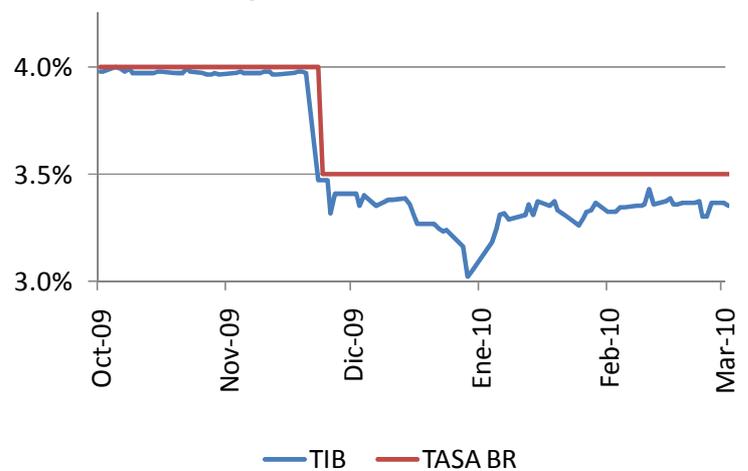
Durante el primer trimestre de 2010 el Banco de la República mantuvo su postura de política monetaria inalterada, al igual que los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú (*Gráfico 19* y *Cuadro 6*). De esta manera, las tasas de referencia de los países de la región se mantuvieron durante el primer trimestre de 2010 en niveles históricamente bajos.

Estas decisiones de política monetaria fueron tomadas teniendo en cuenta que la actividad económica estaba por debajo de su potencial y que las expectativas de inflación permanecían ancladas (*Gráfico 20* y *Cuadro 7*). En el caso específico de Colombia, la JDBR señaló que los datos de inflación básica y las expectativas de inflación se mantenían en el rango meta establecido por la autoridad monetaria, y que las presiones sobre los precios ocasionadas por el fenómeno de El Niño eran transitorias.

A comienzos del año 2010 el mercado monetario colombiano se caracterizó por altas condiciones de liquidez proveniente en parte de las compras de TES por \$3,0 billones que el Banco de la República había realizado a finales del año 2009. Esta abundancia de liquidez generó una disminución de las tasas del mercado monetario, incluyendo la del mercado interbancario no colateralizado (TIB), que llegó a ubicarse 32 p.b. por debajo de la tasa de referencia del BR el primer día hábil del año (*Gráfico 21*).

Gráfico 21

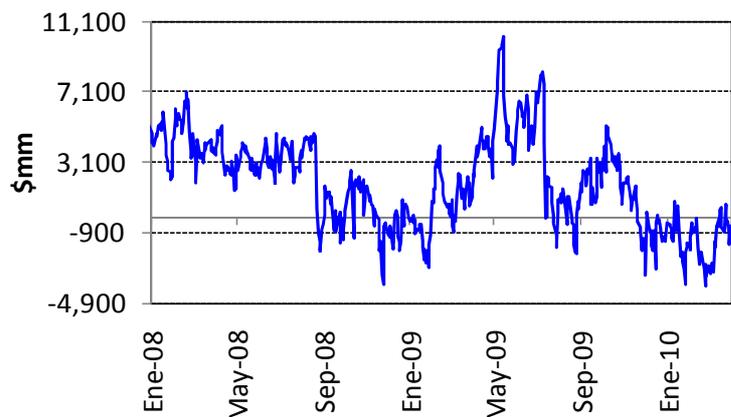
TIB y Tasa Referencia BR



Fuente: Banco de la República

Gráfico 22

Posición neta del BR en el Mercado Monetario



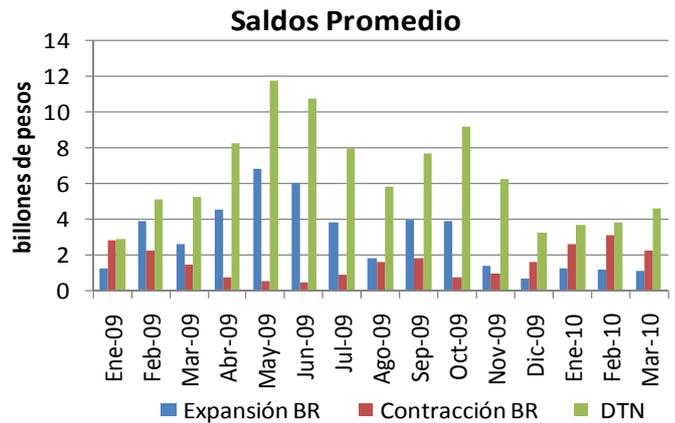
Fuente: Banco de la República

A partir de ese día, el Banco de la República abrió las subastas de Depósitos Remunerados No Constitutivos de Encaje (DRNCE) a 7 y 14 días y los saldos netos de contracción aumentaron, incrementando la posición deudora del Banco de la República con el sector financiero²³, la cual llegó a situarse en cerca de \$4,0 billones (Gráfico 22).

La liquidez continuó aumentando en febrero por el pago de cupón y del principal de un TES (12 de febrero), el recaudo de la primera cuota de grandes contribuyentes y el pago de cesantías que las empresas giraron a los fondos de pensiones. Sin embargo, las operaciones de contracción del Banco de la República permitieron que la tasa interbancaria aumentara levemente. Posteriormente, el incremento del saldo de la DGCPTN en el Banco de la República²⁴ (Gráfico 23), el traslado de los impuestos recaudados al Gobierno y las ventas de TES por parte del Emisor, drenaron los excesos de liquidez del mercado monetario, permitiendo que la tasa interbancaria se acercara aún más a la tasa de referencia, y que la posición deudora neta del Banco de la República con el sector financiero disminuyera.

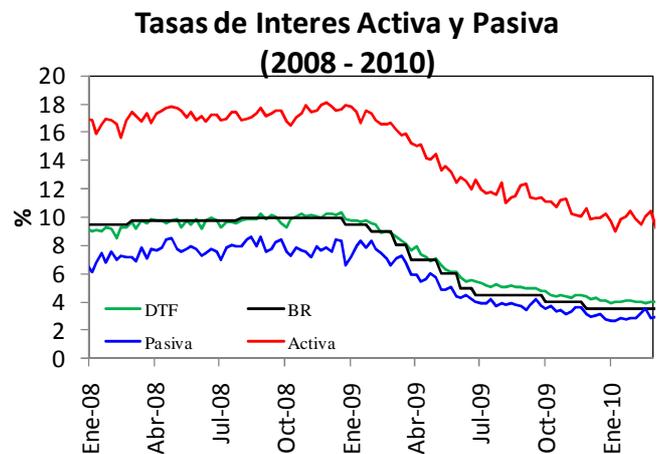
Entre enero y marzo, las tasas pasivas disminuyeron 5 p.b., mientras las tasas de interés activas del sistema financiero estuvieron oscilando entre 9,0% y 10,7%, alcanzando este nivel máximo el último día hábil del trimestre (Gráfico 24). De esta forma, en el período analizado el margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 6,82% a 7,14%²⁵, el cual puede ser atribuido principalmente al aumento puntual

Gráfico 23



Fuente: Banco de la República

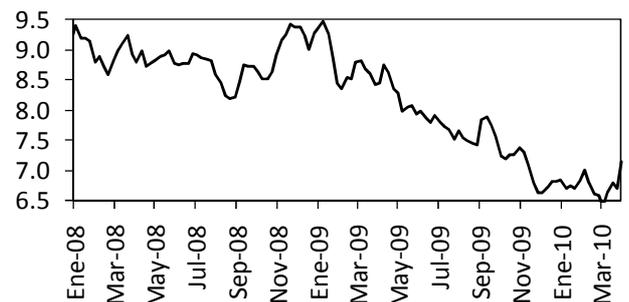
Gráfico 24



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

Gráfico 25

Margen de Intermediación
Información semanal, Promedio móvil de orden 4 *



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

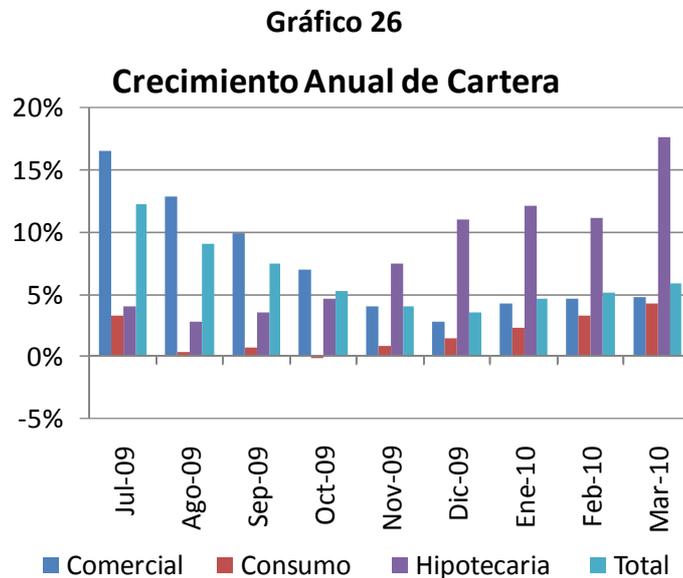
²³ Esta posición se calcula restando los saldos de contracción (ventanilla de contracción + DRNCE) a los saldos de expansión del Banco de la República. Si la posición es positiva el BR es acreedor neto y si la posición es negativa el BR es deudor neto.

²⁴ El saldo de la DTN en el Banco de la República pasó de \$2,25 billones el 30 de diciembre de 2009 a \$5,65 billones el 31 de marzo de 2010.

²⁵ Promedio móvil de orden 4.

registrado por la tasa activa en la última semana de marzo (*Gráfico 25*).

Con respecto al crédito, en el primer trimestre de 2010 las carteras de microcrédito, hipotecaria, comercial y de consumo presentaron comportamiento favorable registrando incrementos anuales de 17,9%, 17,6%, 4,7% y 4,03%, respectivamente, lo que podría explicar en parte el aumento de las tasas activas (*Gráfico 26*).



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR.

4.2. Mercado Deuda Pública

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

En el primer trimestre de 2010 las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. no presentaron una tendencia definida (*Gráfico 27*). Los títulos comenzaron el año registrando valorizaciones debido a que varios agentes consideraron apropiado invertir en estos activos considerados refugio, dado que los datos mixtos que se conocían de la economía estadounidense no daban señales claras acerca de su ritmo de recuperación, y además había incertidumbre con respecto a la situación fiscal de países europeos. Posteriormente, los precios de los bonos cayeron ante la disminución de la aversión al riesgo, que motivó a algunos inversionistas a sustituirlos por activos más rentables. A lo anterior se sumaron las expectativas del retiro del estímulo monetario otorgado por la Reserva Federal durante la crisis financiera²⁶, que fueron confirmadas cuando ésta aumentó la tasa de descuento de 0,5% a 0,75%.

Durante el trimestre, los mercados de deuda pública interna de la región presentaron comportamientos mixtos. En México todos los bonos se valorizaron, al igual que los bonos de los tramos medio y largo de Brasil. Por el contrario, en Chile y Perú las tasas presentaron incrementos, en mayor cuantía las de largo plazo, y por lo tanto, las curvas se empinaron (*Gráfico 28*).

²⁶ A mediados de febrero *Ben Bernanke* mencionó que las posibles alternativas de retiro de estímulo eran aumentar la tasa de descuento, reducir los plazos máximos de préstamos en la ventana de descuento, incrementar la tasa de remuneración de reservas en la Reserva Federal, realizar repos en reversa, ofrecer depósitos a término y redimir ó vender títulos.

Gráfico 27

EEUU

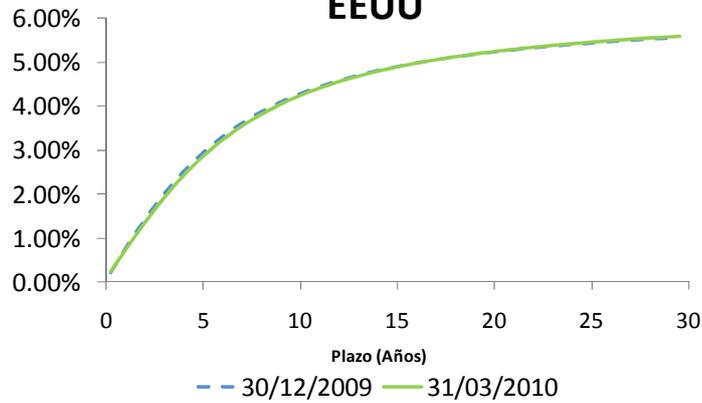
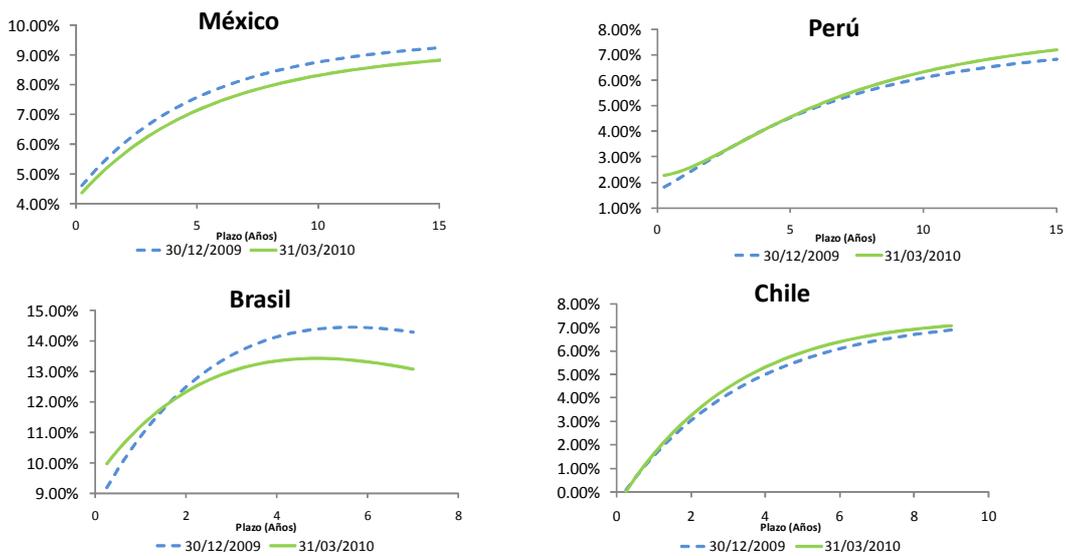


Gráfico 28

Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 30-Dic-09 a 31-Mar-10



Evolución de la curva cero cupón por tramos			
	Tramo Corto 0-2 Años	Tramo Medio 2 5 Años	Tramo Largo 5 15 Años
México	-30.53	-40.92	-44.78
Perú	21.07	0.71	23.74
Brasil	28.19	-65.32	-111.06
Chile	9.43	30.54	27.32
EEUU	-0.3	-8.7	-4.7

Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM

*Para Chile y Brasil el spread es el de 9 a 1 año y 7 a 1 año, respectivamente.

** Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel

Gráfico 29

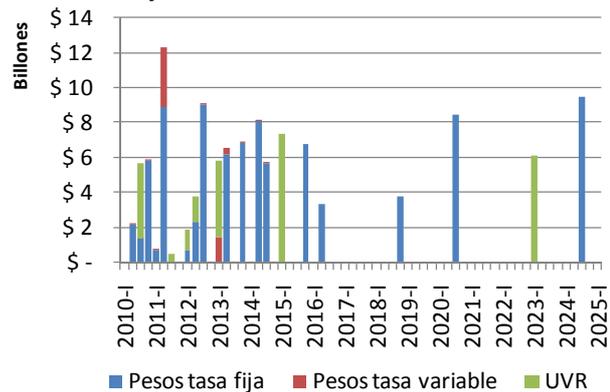
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A.Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

A marzo 31 de 2010, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$119,8 billones. Para el año 2010 el cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo es \$25,5 billones, de los cuales al 31 de marzo se habían colocado \$8,0 billones²⁷. A esa fecha se encontraban abiertas tres emisiones²⁸ de largo plazo denominadas en pesos (con vencimiento en abril 2013, junio 2016 y julio 2024) y dos emisiones denominadas en UVR (vencimientos en marzo 2013 y febrero 2023). En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2010 es de \$7,0 billones, de los cuales se habían colocado en el mercado \$2,8 billones a finales de marzo.

En el *Gráfico 29* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES de largo plazo²⁹. Con corte al 31 de marzo de 2010, se observa que en este año y 2011 se concentran el 23% de los vencimientos y que en el año 2012 los vencimientos representan un 12%.

Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores - BR.

Gráfico 30

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

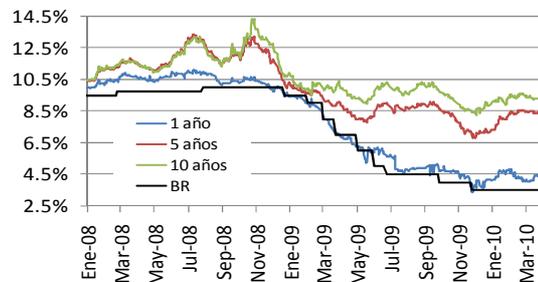
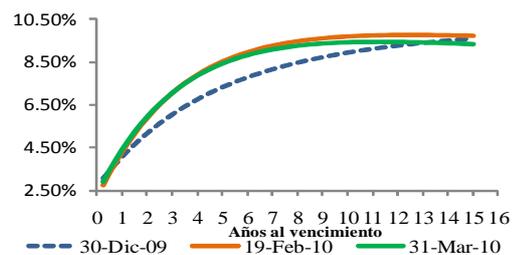


Gráfico 31

Curvas Spot Colombia dic 09, feb 10 y mar 10



Cambios Promedio en la Curva por Tramos*		
Tramo Corto 0-2 Años	Tramo Medio 2-5 Años	Tramo Largo 5-15 Años
39	105	44

* Cifras en puntos básicos
Fuente: SEN y MEC, Cálculos: Desarrollo de Mercados
Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson y Siegel.

²⁷ A marzo 31 se habían colocado \$3.780 miles de millones en subastas, \$928 miles de millones en convenidas y \$4.708 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 31 de marzo.

²⁸ Las emisiones abiertas son aquellas utilizadas para la emisión primaria de los títulos. Estas emisiones son entregadas por el Gobierno a través de las subastas primarias de TES.

²⁹ Incluye saldos de capital de los TES de largo plazo en tasa fija, en UVR y en dólares y TES IPC. Los TES denominados en UVR y en dólares se convirtieron a pesos con los valores de referencia del 31 de diciembre de 2009.

Gráfico 32

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

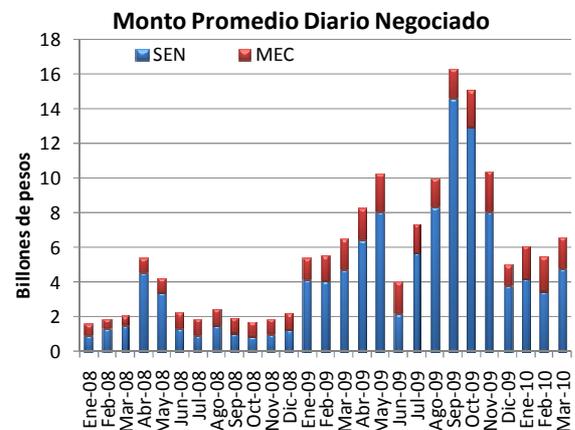
Durante el primer trimestre de 2010 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 11 p.b., 107 p.b. y 54 p.b. entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente³⁰ (Gráfico 30 y 31). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años alcanzó a ubicarse en 556 p.b. a finales de febrero, pero corrigió a la baja hasta cerrar el trimestre en 490 p.b., retornando al nivel registrado a finales de 2009 (Gráfico 32).



Fuente: SEN y MEC, cálculos Banco de la República

Gráfico 33

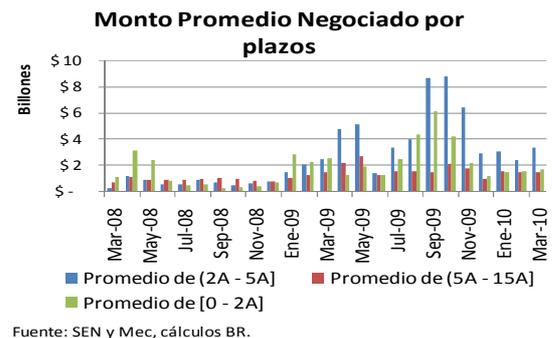
La desvalorización general de los TES durante enero estuvo asociada a expectativas de mayor inflación a causa del fenómeno del Niño. Sin embargo, estas expectativas fueron disipadas cuando los datos de inflación de los tres meses analizados resultaron inferiores a los esperados. Asimismo, las encuestas realizadas por el Banco de la República muestran que durante los tres primeros meses de 2010, las expectativas de inflación cayeron, llevando a los agentes de los mercados a considerar que el Banco de la República mantendría la tasa de referencia estable por un período de tiempo prolongado.



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

Gráfico 34

Aunque las expectativas de inflación se disiparon cuando el DANE publicó los datos observados, en febrero continuó la tendencia de desvalorización ante la preocupación del mercado en torno a la situación fiscal del Gobierno (expectativas de menor recaudo tributario e incertidumbre con respecto a la venta de ISAGEN), el menor apetito de TES por parte de participantes importantes del mercado y la oferta de otros agentes, incluyendo entidades públicas y el Banco de la República. Este último anunció que durante los meses de febrero y marzo realizó ventas definitivas de TES por \$800 mm y que su saldo de títulos en ese período había pasado de \$3,5 billones a \$2,7 billones.



Fuente: SEN y Mec, cálculos BR.

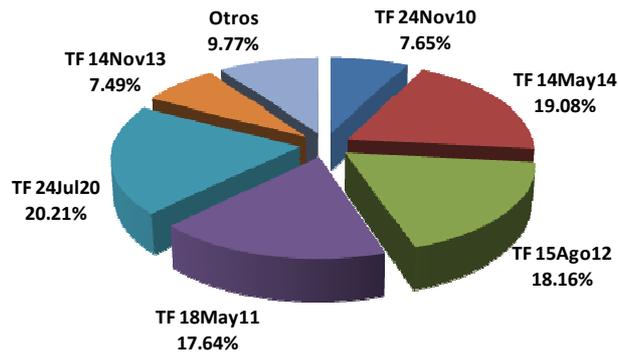
En marzo los rendimientos de los títulos disminuyeron levemente, pero no alcanzaron a compensar las desvalorizaciones acumuladas hasta ese momento. Esta disminución de los

³⁰ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Emisor con metodología de Nelson y Siegel (1987).

rendimientos obedeció, además de las menores expectativas de inflación, a las expectativas de recuperación económica local y a la publicación del dato de crecimiento del 4T09 que resultó superior al pronosticado por los agentes.

Por otro lado, el promedio diario de negociación en el trimestre analizado ascendió a \$6,0 billones. Los títulos más transados fueron el que vence en julio de 2020 (20%) y el que vence en mayo de 2014 (19%) (Gráficos 33, 34 y 35).

Gráfico 35
TOTAL TRANSADO SEN Y MEC

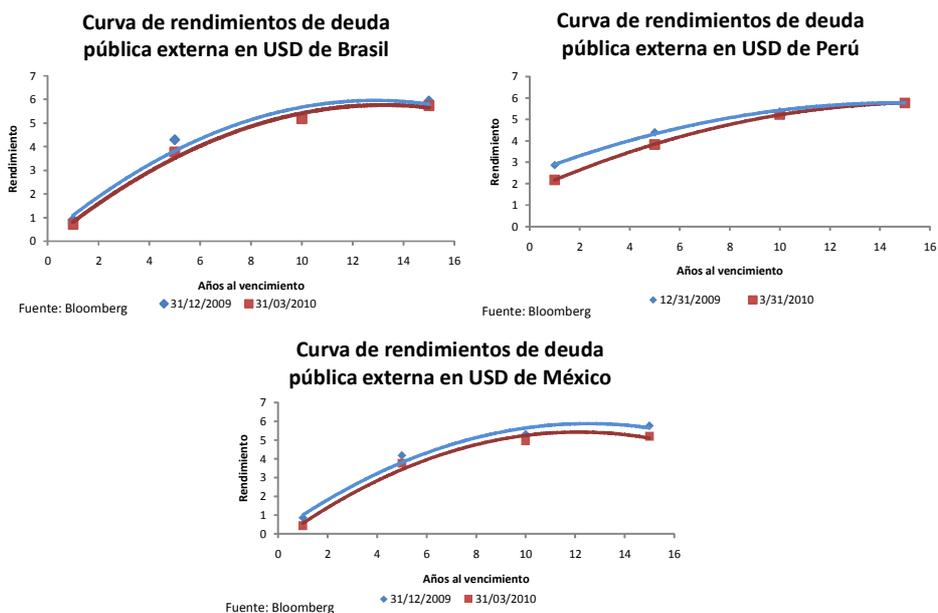


Fuente: MEC y SEN. Cálculos: BR.

4.3 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el primer trimestre las curvas de rendimiento de la deuda pública externa en dólares de los países de la región se desplazaron a la baja; sin embargo, las pendientes registraron comportamientos mixtos. Mientras en Perú la curva se empinó, las curvas de México y Brasil se aplanaron (Gráfico 36).

Gráfico 36



La valorización de los bonos se dio en un escenario de disminución en la aversión al riesgo y aumento del precio de algunas materias primas. Sin embargo, vale la pena destacar que la situación de Grecia y las medidas adoptadas por el Gobierno de China desvalorizaron los títulos de deuda externa de los países de la región de forma transitoria.

La evolución de los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años y del EMBI se puede dividir en dos períodos. El primer período se caracterizó por un movimiento al alza motivado por la mayor aversión al riesgo que se generó como consecuencia de la situación de Grecia y las medidas adoptadas por China. En el segundo período se registraron movimientos a la baja ante la mayor tranquilidad de los inversionistas por el plan de rescate a Grecia por parte de la Zona Euro.

Es así como los CDS a 5 años aumentaron en promedio 30 p.b. hasta la segunda semana de febrero³¹. Posteriormente, estos disminuyeron pero en su mayoría³² no alcanzaron a compensar los ascensos previos, acumulando así un incremento trimestral de: 14 p.b. en Chile, 8 p.b. en Brasil y en Perú 4 p.b.. En el caso de México, cayeron 17 p.b. (*Gráfico 37*).

Por su parte, el EMBI+ latinoamericano aumentó 46 p.b. hasta la mitad de febrero y posteriormente disminuyó compensando los ascensos de semanas anteriores al presentar una caída trimestral de 26 p.b. que lo llevó a ubicarse en 302 p.b. (*Gráfico 38*).

Gráfico 37

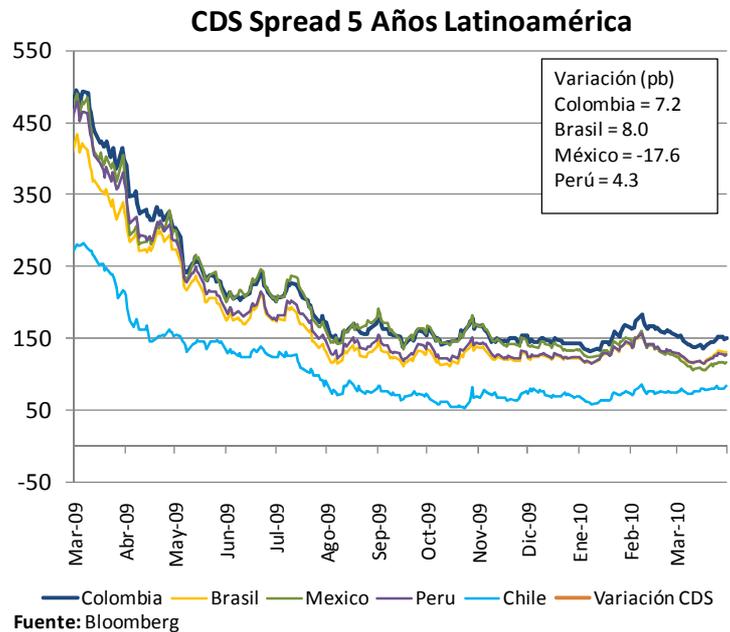
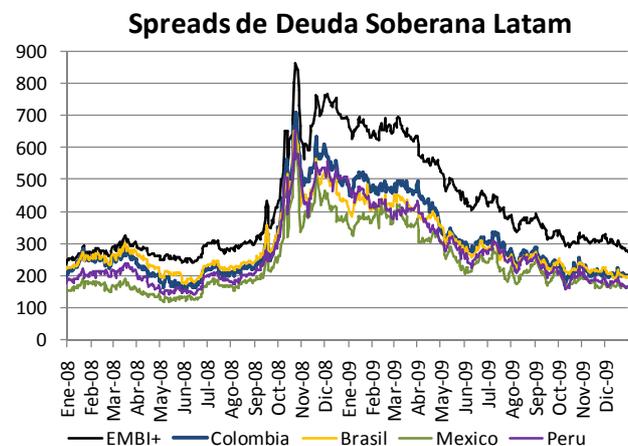


Gráfico 38



³¹ Desde el 30 de diciembre al 8 de febrero: Colombia (40 p.b.), Brasil (35,4 p.b.), México (26 p.b.), Perú (34 p.b.) y Chile (17 p.b.)

³² En el caso de México las disminuciones posteriores si compensaron los aumentos de las primeras semanas al acumular en el trimestre una caída de 17 p.b.

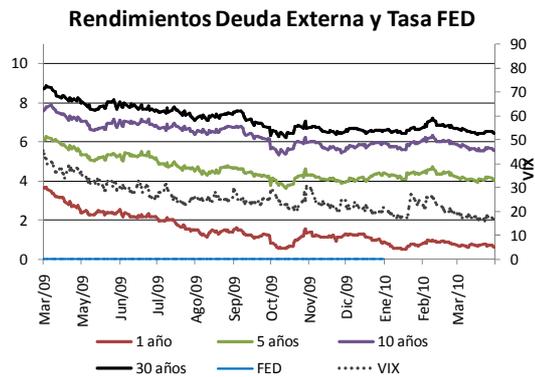
4.4 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado se observó un desplazamiento a la baja de la curva de rendimientos de deuda externa en dólares, en línea con el comportamiento observado en la región. En el tramo corto, las tasas de negociación cayeron 18 p.b., en el tramo medio 45 p.b. y en el largo 28 p.b.³³ (Gráfico 39).

En enero y parte de febrero las tasas de los títulos aumentaron, impulsadas por la mayor percepción de riesgo hacia los países emergentes ocasionada por el problema fiscal de Grecia. Adicionalmente, es posible que las medidas tomadas por el Gobierno chino para reducir la liquidez en esa economía, hayan influido en las desvalorizaciones de la deuda externa (Gráfico 40). Posteriormente, los títulos retomaron las valorizaciones en un escenario de disminución en la aversión al riesgo después de que la zona Euro anunciara un plan de ayuda financiera para Grecia.

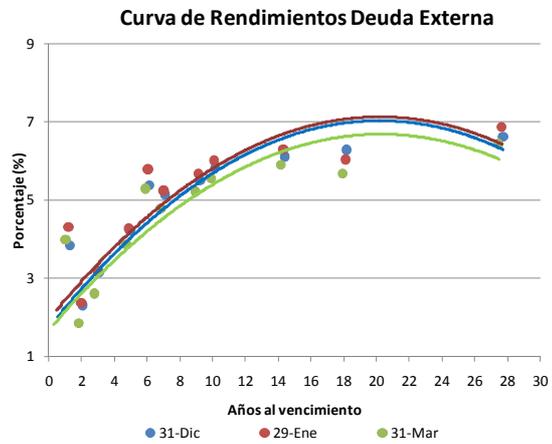
La prima de riesgo de Colombia medida por el Z-spread³⁴ presentó una caída de 13,8 p.b. durante el período analizado (Gráfico 41). Así mismo, el EMBI Colombia cayó 33 p.b., registrando una disminución superior a la del EMBI+ (29 p.b.). Por su parte, los CDS a 5 años aumentaron 7 p.b. en el trimestre en línea con el comportamiento del mismo instrumento en otros países de la región.

Gráfico 39



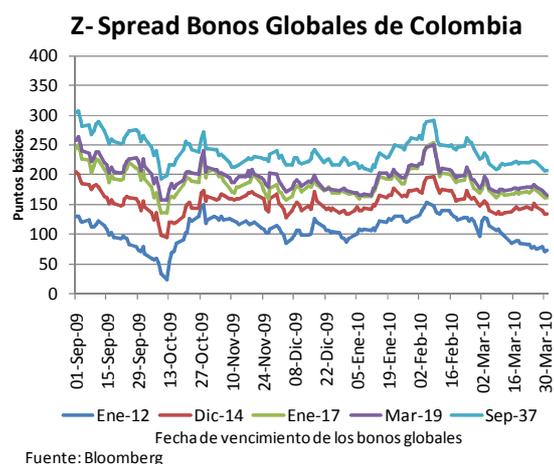
Fuente: Bloomberg

Gráfico 40



Fuente: Bloomberg

Gráfico 41



Fuente: Bloomberg

³³ Tramos definidos como: corto (0 a 2 años), medio (2 a 5 años) y largo (más de 5 años).

³⁴ Margen de los bonos globales sobre la curva de tasas swap de Estados Unidos. Es decir, son los puntos básicos que debe ser adicionados a una curva cero cupón para que el valor presente de los flujos del bono sea equivalente a su precio de mercado.

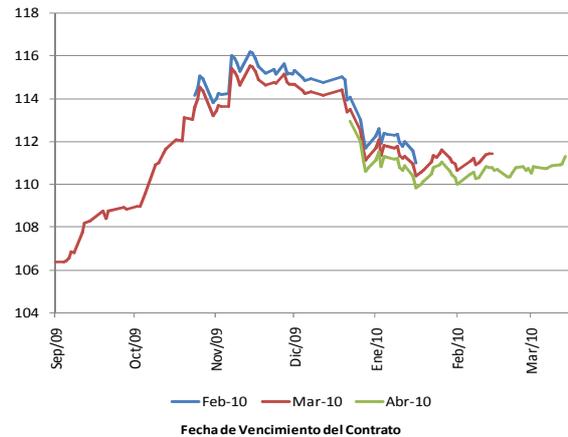
5. CONTRATOS DE FUTUROS DE TES

En el *Gráfico 42* se observa que los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC, no presentaron una tendencia definida. En línea con el mercado de contado, se observaron leves desvalorizaciones hasta la segunda semana de febrero y a partir de ahí valorizaciones en todas las referencias negociadas.

En el primer trimestre del año se negociaron 4.500 contratos a futuro de TES³⁵ (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$1.1 billones. El contrato a futuro con vencimiento en febrero de 2010 comenzó con una posición abierta de 10 contratos y ascendió a un máximo de 100 a finales de enero. Por su parte, el futuro con vencimiento en marzo abrió en 100 contratos y alcanzó una posición máxima de 220 contratos; el de abril de 2010 comenzó con una posición de 20 contratos y alcanzó un máximo de 170 contratos (*Gráfico 43*).

Gráfico 42

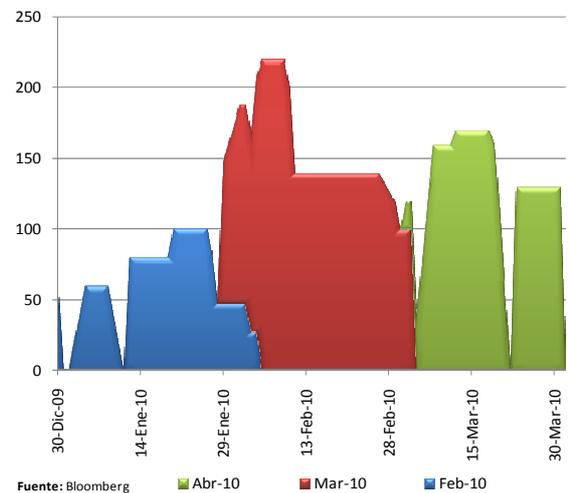
Precio Contratos Abiertos



Fuente: Bloomberg

Gráfico 43

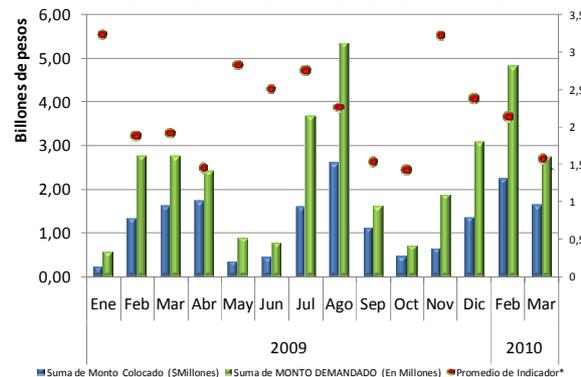
Cantidad de Contratos Abiertos



Fuente: Bloomberg

Gráfico 44

Monto colocado vs. Monto demandado



Fuente: BVC

*Indicador: monto demandado/monto colocado

³⁵ Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo. Fuente: BVC

6. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

Las colocaciones de deuda corporativa en el primer trimestre del año 2010 se caracterizaron por una alta participación del sistema financiero y una reducción en los plazos de colocación. El monto emitido en el trimestre ascendió a \$3,8 billones que superó en 19,8% el monto de colocación en el mismo trimestre de 2009. En el mes de febrero, se destacaron las emisiones por \$500 mm del Banco Davivienda y del Banco Popular cada una.

Por otro lado, durante el trimestre todas las subastas tuvieron una demanda superior al monto ofrecido, debido posiblemente a las amplias condiciones de liquidez que caracterizaban al mercado monetario en ese período. Los montos demandados en ese período ascendieron a \$7,5 billones, 1,95 veces el monto colocado (*Gráfico 44*). Las emisiones más significativas fueron la de Codensa S.A. con una demanda de 6,1 veces el monto colocado (a 3 años con tasa de corte IPC+2,98%), la del Banco Popular con una demanda de 4,8 veces (a 5 años con tasa de corte IPC+3,9%) y la del Banco Davivienda con una demanda por 3,6 veces el monto colocado (a 1,5 años con tasa de corte IBR+0,95%).

En el *Gráfico 45* se observa la distribución de las colocaciones de compañías del sector financiero y del sector real. En el primer trimestre el 61% de las colocaciones (equivalente a \$2,4 billones) lo hicieron empresas del sector financiero. En general, estas empresas son las más activas en la colocación de deuda corporativa, debido a la necesidad de capital de trabajo y a la optimización de su estructura financiera según los plazos de su cartera.

Gráfico 45

Monto Colocado por Sector

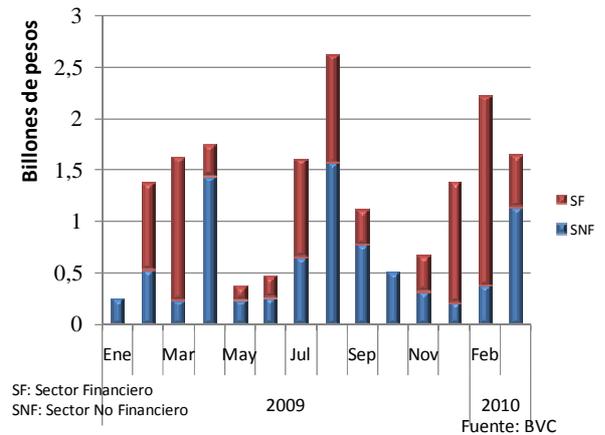


Gráfico 46

Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación

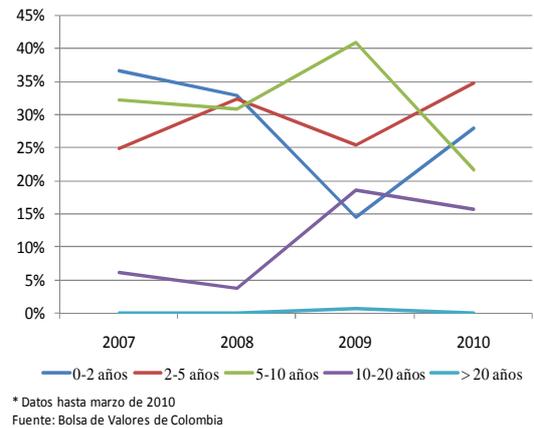
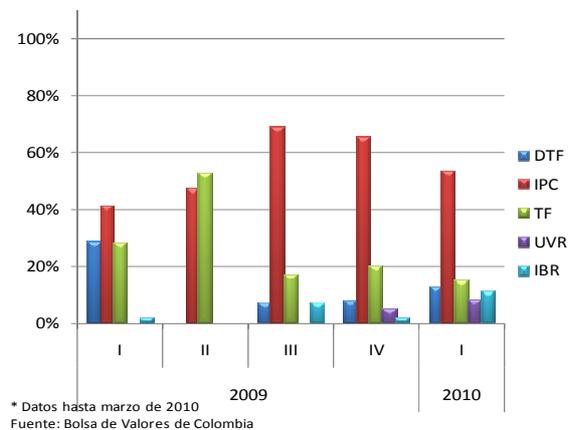


Gráfico 47

Colocaciones por Tasa de Interés



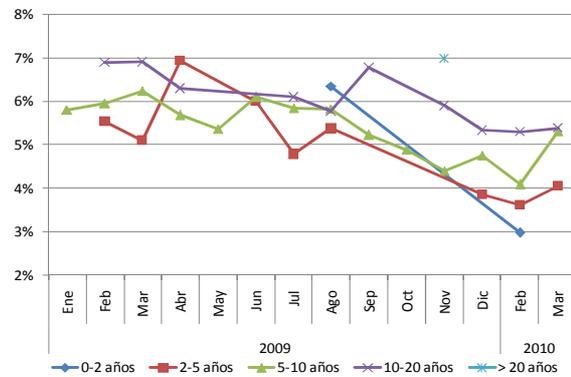
En particular para lo corrido de 2010, la estabilidad en las tasas de interés, la inflación observada por debajo de la esperada, la menor aversión al riesgo local y la alta liquidez de los inversionistas continuaron contribuyendo a la dinámica en las colocaciones de deuda corporativa. Adicional a esto, los Fondos de Pensiones y Cesantías, que son los inversionistas más activos en el mercado de deuda corporativa, recibieron un flujo importante de recursos en los primeros meses del año provenientes del pago de cesantías por \$2,3 billones.

Los recursos obtenidos en el primer trimestre del año³⁶ serían utilizados en las empresas del sector financiero, para financiar las necesidades de capital de trabajo y sustituir pasivos de corto plazo por pasivos de largo plazo. Por otro lado, en las empresas del sector real, los recursos serían utilizados para financiar los planes de inversiones, adecuar activos productivos y sustituir obligaciones financieras.

En cuanto a los plazos de colocación, en el trimestre analizado la mayor parte de la deuda se emitió a menos de 5 años, presentando una tendencia contraria a la del trimestre anterior cuyas emisiones se concentraron a más largo plazo. De esta forma, las colocaciones se concentraron entre 0 y 5 años (58%), mientras que en el trimestre anterior las colocaciones en este plazo ascendían al 40% del total de colocaciones en el trimestre. Por su parte, el porcentaje de emisiones concentradas a más de 5 años se redujo de 60% a 42% entre el último trimestre de 2009 y el primero del 2010 (*Gráfico 46*). Las empresas del sector real realizaron emisiones a mayor plazo que las del sector financiero, con una duración promedio³⁷ de 5,4 años, mientras que las del sector financiero emitieron a 4,6 años en promedio.

Gráfico 48

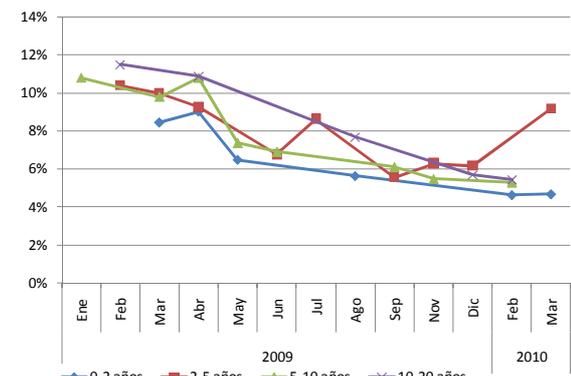
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 49

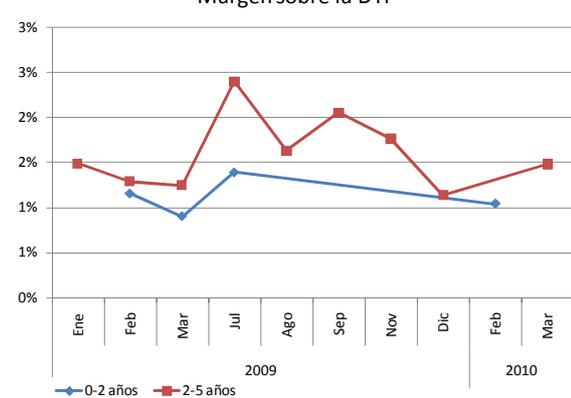
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 50

Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la DTF



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

³⁶ Información obtenida de los prospectos de emisión.

³⁷ Ponderada por monto

Durante el trimestre analizado el 53,4% de las colocaciones estuvieron atadas al IPC, el 17,6% a tasa fija y el restante a DTF, IBR y UVR (Gráfico 47). En los Gráficos 48 al 50 se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda corporativa. El margen sobre la inflación para el plazo entre 5 y 10 años aumentó de un promedio mensual de 4,7% en diciembre a 5,3% en marzo, de igual forma, entre 2 y 5 años el margen aumentó de 3,8% a 4,0%. Respecto al rendimiento promedio de las colocaciones a tasa fija, éste disminuyó para todos los plazos, excepto entre 2 y 5 años cuyo aumento estuvo asociado a una emisión de un bono ordinario por parte de *Leasing Bancolombia* a 5 años con una tasa de corte de 9,2%.

7. MERCADO ACCIONARIO

Durante el primer trimestre de 2010 los índices bursátiles de Estados Unidos y de los países latinoamericanos presentaron incrementos. Por su parte, las bolsas asiáticas registraron comportamientos mixtos.

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* se valorizaron 2,9% y 3,8%, respectivamente durante el primer trimestre de 2010. En enero y parte de febrero se presentaron retrocesos en el mercado de renta variable de los Estados Unidos debido a factores internos y externos:

- Internamente, las declaraciones de *Obama* sobre la restricción del tamaño de los grandes bancos y limitación de las operaciones de *trading* en posición propia, influyeron en las caídas de las acciones, especialmente las del sector financiero. Además, el aumento de la tasa de descuento de la FED exacerbó los temores de una finalización de la política monetaria actual.

Gráfico 51

Índices Bursátiles Latinoamericanos
(31/Dic/08 = 100)

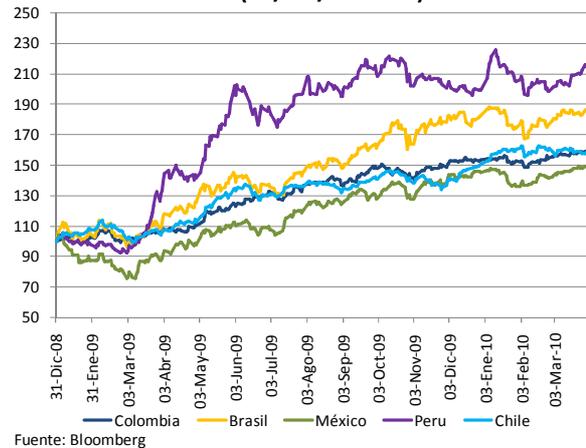


Gráfico 52

Mercado Accionario Colombiano

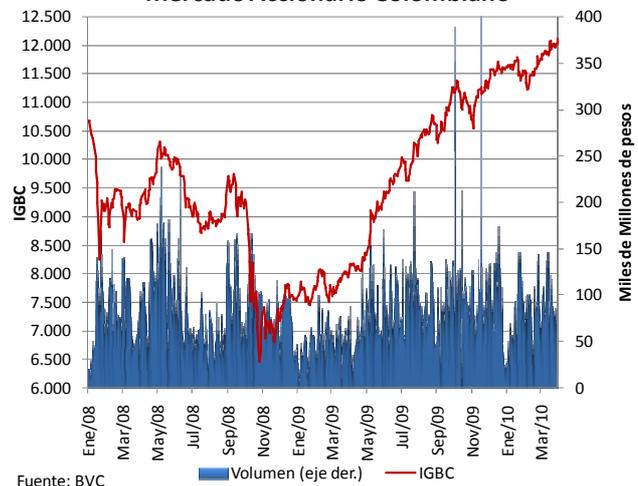
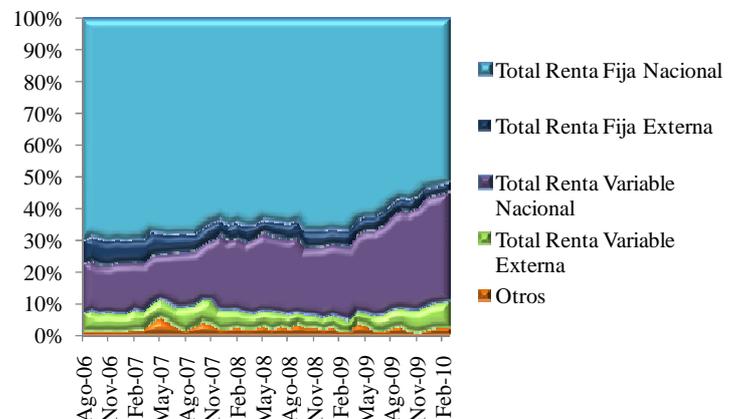


Gráfico 53

Evolución del Portafolio Fondos de Pensiones obligatorias (% del fondo)



Fuente: Superfinanciera

- En el contexto externo, los principales índices de Estados Unidos se vieron afectados por las especulaciones acerca de la situación fiscal de Grecia y por las medidas tomadas por el gobierno de China para restringir la liquidez en la economía.

Sin embargo, en marzo los índices repuntaron recuperando las pérdidas de meses anteriores ante datos positivos de crecimiento y producción industrial, e incrementos en los índices de confianza en Estados Unidos. Adicional a esto, el plan de ayuda a Grecia aprobado por la Zona Euro disminuyó la volatilidad en los mercados y aumentó la preferencia por riesgo de los agentes.

Por otro lado, las bolsas asiáticas presentaron resultados mixtos. En Japón, el índice Nikkei aumentó 5,15%, mientras que el Hang Seng de Hong Kong retrocedió 2,9% y el Shanghai Composite se mantuvo relativamente estable (+0,1%).

En América Latina, los principales índices continuaron la tendencia ascendente mostrada en períodos anteriores. El IGBVL de Perú fue el índice de mayor avance (7,9%), seguido por el IPSA de Chile (5,0%), el IGBC de Colombia (4,45%), el IBOV de Brasil (2,6%) y el MEXBOL de México (2,5%) (Gráfico 51).

Como ya se mencionó, el índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) se valorizó 4,45% durante el período analizado (Gráfico 52). El promedio diario de negociación en el trimestre disminuyó al pasar de \$164 mil millones a \$96,4 mil millones. Por su parte, los índices de capitalización y liquidez, COLCAP y COL20 avanzaron 5,4% y 4,6%, respectivamente. En enero, el mercado accionario local presentó retrocesos influenciado por las noticias externas. Sin embargo, en los meses posteriores, los índices continuaron avanzando como resultado de buenos reportes corporativos y anuncios de dividendos por encima de los esperados (en empresas como Corficolombiana, Banco de Bogotá, Helm e Interbolsa).

En el primer trimestre de 2010, los Fondos de Pensiones Obligatorias continuaron incrementando su participación en renta variable. Este comportamiento pudo haber estado motivado por la mayor disponibilidad de recursos provenientes de vencimientos y pagos de cupones de TES, por un mayor apetito por riesgo a nivel local y por la anticipación de los fondos al esquema de multifondos que comenzará en el segundo semestre del año. El porcentaje del portafolio invertido en renta variable local aumentó de 33,47% en diciembre de 2009 a 34,15% en marzo de 2010

Gráfico 54

**Relación Precio- Ganancia
Índices Bursátiles de la región y EEUU**

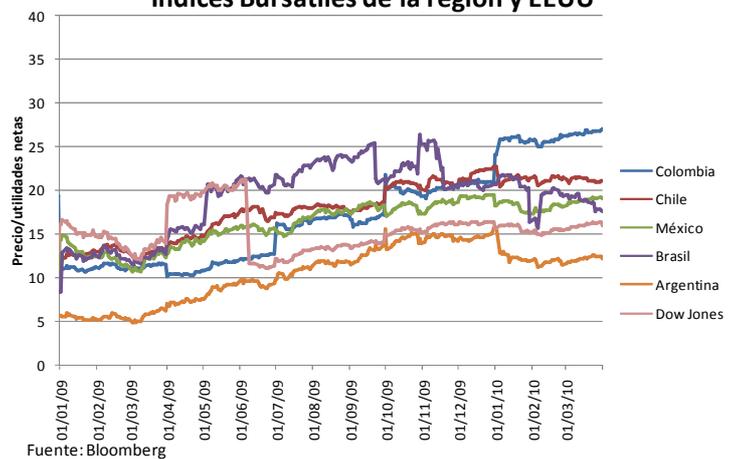
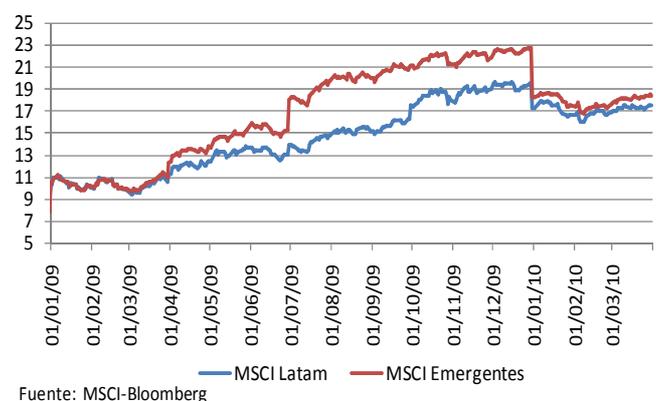


Gráfico 55

Índice bursátil de latinoamérica vs. Índice bursátil de emergentes



(variación: 0,68 puntos porcentuales). Como consecuencia de este incremento, el porcentaje invertido en activos de renta fija tanto nacional como externa disminuyó en el trimestre cerca de 2 puntos porcentuales (*Gráfico 53*). En particular, en los activos de renta fija nacional esta disminución se concentró en plazos inferiores a 5 años.

Por otra parte, es importante analizar la relación precio-ganancia³⁸ de los índices de la región, ya que ésta nos permite comparar el precio que los inversionistas pagan por cada unidad de ganancia de las empresas que integran el índice. Este indicador es muy utilizado para ver las expectativas de los agentes en cuanto al crecimiento de las empresas y también puede indicar encarecimiento o abaratamiento relativo de las acciones.

La relación precio-ganancia del IGBC se ubicaba en 27,1 veces al cierre del 1T10, resultando superior a su promedio histórico de 17,3 (promedio de últimos cinco años), y registrando niveles observados en el primer semestre de 2008. Este comportamiento también se observó en los otros países de la región, como México, cuyo múltiplo del índice bursátil se ubicó en 19,1 veces (promedio histórico: 14,2 veces). Asimismo, en Brasil el IBOV registró un indicador de 17,5 veces (promedio de 13 veces), en Perú ascendió a 31 veces (promedio: 15,2 veces) y en Chile el IPSA se negoció con un múltiplo de 21,1 veces frente a un promedio de 18,1 veces (*Gráfico 54*).

Por otra parte, al comparar los índices de la región medidos por el índice MSCI de Latinoamérica³⁹ frente al desempeño de todos los emergentes, se puede observar que la relación precio - ganancia de las empresas latinoamericanas se encuentra por debajo del promedio de las empresas de todos los países emergentes. Sin embargo, esta brecha se redujo a principios de 2010 ante la significativa disminución del índice de países emergentes, asociada a las mayores ganancias reportadas por las compañías de países asiáticos (*Gráfico 55*).

³⁸ Relación que se consigue al dividir la capitalización bursátil sobre las utilidades netas de las empresas que conforman el índice.

³⁹ Índice creado por Morgan Stanley.