



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto
Trimestre
2009

Banco de la República

Marzo 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 Leiton

Lina Patiño

Tatiana Venegas

Practicantes:

Daniel Acelas

Leonardo Rueda

INTRODUCCIÓN

Este reporte hace una descripción del comportamiento de los mercados financieros colombianos, realizando comparaciones internacionales. El análisis se centra en el periodo comprendido entre octubre y diciembre de 2009, meses en los que la percepción de riesgo continuó disminuyendo ante el comportamiento favorable de los mercados financieros, tanto a nivel local como externo.

Ante las mejores condiciones a nivel internacional y las señales de recuperación de economías desarrolladas, los países de la región¹ registraron una disminución en las primas de riesgo, valorización de activos locales como las acciones y apreciación de las monedas. Aunque la evolución de los precios de las acciones, de los CDS y del EMBI de Colombia estuvo en línea con los demás países, a diferencia de éstos, Colombia experimentó un debilitamiento de su moneda en el último trimestre del año, luego de haber presentado, en meses anteriores, mayor apreciación. Adicionalmente, a diferencia de los países de la región, los bonos de deuda interna colombiana experimentaron valorizaciones en el último trimestre de 2009.

En el período analizado, la mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas mantuvieron las tasas de interés en niveles bajos a la vez que en los países de la región, en algunos casos se continuó con el período de recortes de tasas de política monetaria. Sin embargo, vale la pena mencionar que algunas autoridades monetarias realizaron incrementos en sus tasas de referencia.

En la primera sección de este documento se hace un breve recuento de los principales factores que determinaron la evolución del dólar de EE.UU. frente a las monedas de otros países desarrollados. 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.

RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

En el año 2009 todas las monedas de la región registraron apreciación, asociada a la menor percepción de riesgo y al incremento de los precios de los productos básicos. Sin embargo, analizando en detalle el periodo comprendido entre octubre y diciembre, la moneda de Colombia se debilitó, mientras que las de Brasil, Chile y México se fortalecieron y la de Perú permaneció estable. El comportamiento de la moneda colombiana puede ser explicado por las expectativas de menor oferta de dólares ante anuncios de menores monetizaciones por parte del Gobierno y de una posible intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República (BR), luego que éste anunciara que la liquidez de fin de año se atendería a través de compras de dólares y de TES por un monto de \$3,0 billones.

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

MERCADO MONETARIO

Durante el periodo analizado, la mayoría de los Bancos Centrales de las economías desarrolladas conservaron una política monetaria expansiva y mantuvieron las tasas de referencia en niveles bajos. Las excepciones fueron los Bancos Centrales de Australia, Israel y Noruega, que anunciaron incrementos en sus tasas de política.

Adicionalmente, ante la publicación de algunos indicadores económicos favorables que fueron tomados como señales de recuperación económica, los agentes de varios mercados comenzaron a anticipar la finalización de algunos programas de estímulos monetarios en el año 2010.

En el caso colombiano, el Banco de la República en noviembre realizó un recorte de 50 p.b. de la tasa de referencia ubicándola en 3,5%. A su vez, tanto las tasas activas como las pasivas registraron disminuciones, pero las primeras cayeron en una magnitud mayor generando una reducción del margen de intermediación en el período analizado.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Ante la mejoría de las perspectivas de la región, se observaron disminuciones en las primas de riesgo, medidas por los CDS y los EMBI de cada país. Por su parte, Colombia emitió exitosamente bonos de deuda externa.

En cuanto a los títulos de deuda interna de los países de la región, después de registrar valorizaciones durante lo corrido del año 2009, en el último trimestre experimentaron leves caídas en sus precios. Por el contrario, los bonos colombianos continuaron valorizándose, impulsados principalmente por las compras de TES del Banco de la República para otorgar la liquidez de fin de año.

MERCADO ACCIONARIO

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* se valorizaron durante el último trimestre del año 2009. Así mismo, en América Latina la mayoría de las bolsas mantuvieron un comportamiento al alza similar al de periodos anteriores, ante la caída en la aversión al riesgo y el aumento en los precios de los productos básicos. En el período analizado se valorizaron las bolsas de Brasil, México, Chile y Colombia. Por el contrario, después de haber registrado el crecimiento más rápido de los índices bursátiles de la región, el índice de Perú retrocedió 7,4%.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el periodo analizado las economías desarrolladas y emergentes continuaron mostrando señales de recuperación, presentando avances en los indicadores económicos más relevantes.

En Estados Unidos, después de cuatro periodos de contracción económica, se conoció que en el 3T09 el PIB creció 2,2%² —posteriormente, en enero de 2010 el Departamento de Comercio informó que en el 4T09 el PIB aumentó 5,7%, cifra que fue revisada al alza a 5,9% en febrero de 2010. Además, los indicadores de los sectores inmobiliario e industrial, la confianza del consumidor y los resultados corporativos presentaron un comportamiento favorable.

En la Zona Euro también se conoció la primera variación positiva del PIB, después de 5 trimestres de contracción. Adicionalmente, los indicadores de confianza y de producción industrial mostraron una tendencia de recuperación. En Reino Unido el ritmo de contracción económica continuó disminuyendo y en Japón se presentó un crecimiento mayor al esperado.

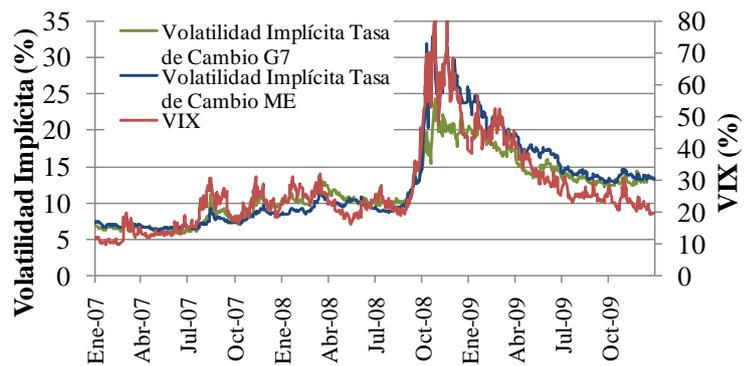
Adicionalmente, el FMI aumentó las proyecciones de crecimiento para 2009 y 2010. Según la estimación de octubre de 2009, la economía mundial se contraería 1,1% en 2009 y crecería 3,1% en 2010, 0,3 y 0,6 puntos porcentuales más, con respecto a la estimación anterior (julio de 2009). Según la entidad, tanto las economías desarrolladas como emergentes presentarían mayores crecimientos en 2010 (*Cuadro 1*), impulsadas por el sector manufacturero, el giro en el ciclo de inventarios y la estabilización de las ventas al por menor, gracias a que las políticas

Cuadro 1
Proyecciones producto mundial FMI

	Proyección Octubre de 2009 (%)		Diferencia con la proyección anterior (%)	
Producto mundial	-1,1	3,1	0,3	0,6
Economías avanzadas	-3,4	1,3	0,4	0,7
Estados Unidos	-2,7	1,5	-0,1	0,7
Zona Euro	-4,2	0,3	0,6	0,6
Japón	-5,4	1,7	0,6	0
Reino Unido	-4,4	0,9	-0,2	0,7
Economías emergentes y en desarrollo	1,7	5,1	0,2	0,4

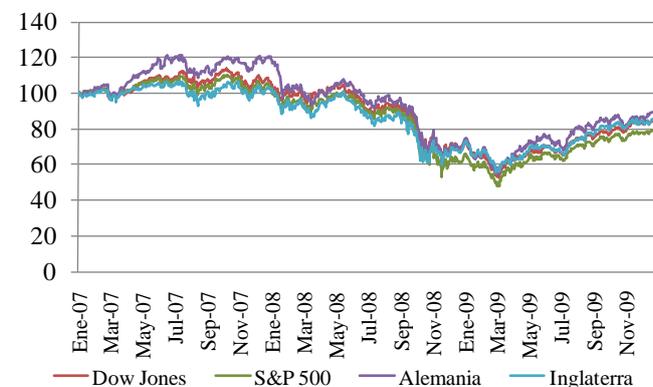
Fuente: FMI

Gráfico 1
Aversión al riesgo y Volatilidad Implícita de las Opciones sobre Tasa de Cambio



Fuente: Bloomberg

Gráfico 2
Índices Accionarios
Base 100: 02 Enero 2007



Fuente: Bloomberg

² Tasa desestacionalizada y anualizada

públicas habían incrementado la confianza, la demanda y las condiciones financieras.

En cuanto a las economías emergentes, se destacan China e India, que continuaron presentando crecimientos económicos elevados³, y un buen comportamiento en los índices manufactureros y de ventas. Por su parte, las economías latinoamericanas mostraron señales de estabilización en cuanto a crecimiento, producción industrial y ventas al por menor.

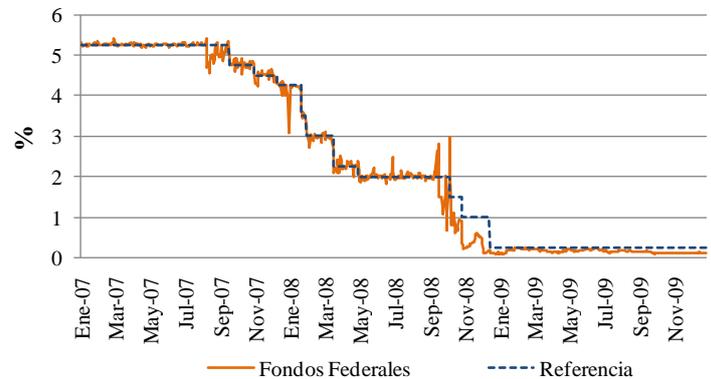
Frente a lo anterior, la aversión al riesgo medida por el VIX disminuyó de 25,61% a 19,96% (Gráfico 1) y los índices accionarios presentaron un comportamiento positivo (Gráfico 2). Sin embargo, es importante resaltar que en el trimestre hubo algunas noticias que aumentaron la aversión al riesgo temporalmente, como fueron el anuncio de la moratoria en los pagos de deuda del *holding Dubai World*, y los temores sobre la capacidad de pago de Grecia, España y Portugal, que condujeron a la revisión de la perspectiva de la calificación de estos tres países de estable a negativa y a la disminución de la calificación crediticia de Grecia⁴.

Por su parte, los Bancos Centrales de las economías desarrolladas mantuvieron sus tasas de interés en mínimos históricos: La Reserva Federal entre 0% y 0,25% (Gráfico 3), el Banco de Inglaterra en 0,5% (Gráfico 4), el Banco Central Europeo en 1% (Gráfico 5) y el Banco Central de Japón en 0,1%.

Adicionalmente, la Reserva Federal reiteró que era probable que las condiciones económicas garantizaran bajas tasas de interés por un periodo de tiempo prolongado, pero manifestó que la mayoría de facilidades de liquidez extraordinarias finalizarían en

Gráfico 3

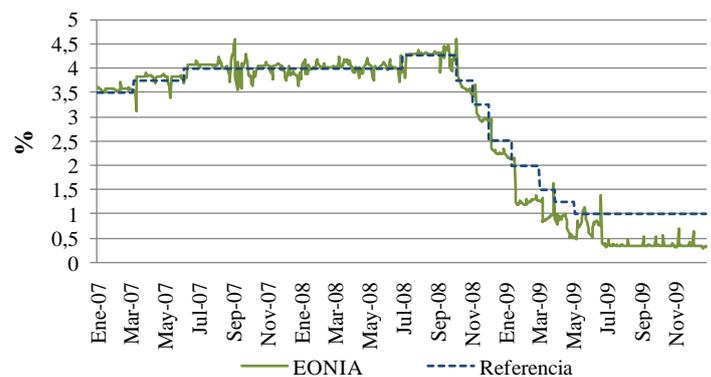
Tasa Interbancaria y de Referencia EEUU



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

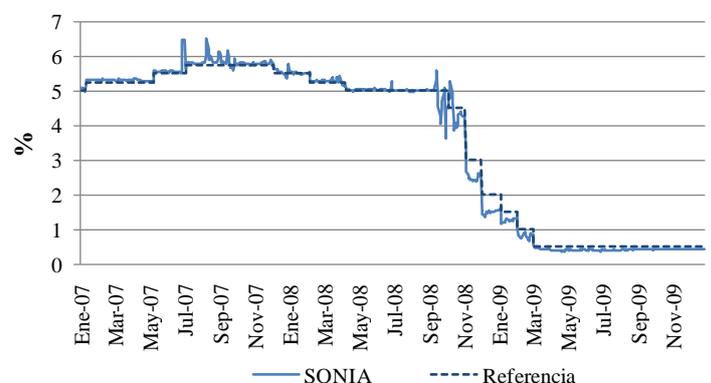
Tasa Interbancaria y de Referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

Tasa interbancaria y de Referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg

Cuadro 2

³ En el 3T09: 9,1% y 7,9%; en el 4T09: 10,7% y 6%, respectivamente

⁴ La calificación disminuyó de A- a BBB+ para las calificadoras S&P y Fitch, y de A1 a A2 para Moody's

febrero de 2010 y que se mantendrían las facilidades TAF y TALF⁵ hasta marzo y junio de 2010, respectivamente. Por su parte, el Banco de Inglaterra reforzó su programa de estímulo económico al aumentar la compra de bonos de GBP175 billones a GBP200 billones.

En línea con las tasas de política monetaria, las tasas interbancarias a un día continuaron en niveles bajos, que en el caso de Europa e Inglaterra se encontraban por debajo de las tasas establecidas por los Bancos Centrales (*Gráficos 4 y 5*).

Por otra parte, los Bancos Centrales de Australia (de 3% a 3,75%), Israel (de 0,5% a 1,25%) y Noruega (de 1,5% a 1,75%) fueron los primeros en incrementar su tasa de interés después de la crisis internacional. Los aumentos tenían el propósito de mantener la inflación en línea con el objetivo.

2. MERCADO CAMBIARIO

Durante el periodo analizado, se presentó un fortalecimiento del dólar frente al euro y el yen. El euro pasó de negociarse de USD1,46/€ a USD1,43/€ y el yen de ¥89,7/USD a ¥92,44/USD. Por su parte la libra se revaluó 0,6% al pasar de USD1,6/£ a USD1,61/£ (*Cuadro 2*).

Además, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY) y de Latinoamérica (LACI⁶) se revaluaron 0,4% y 2,2%, respectivamente (*Cuadro 2 y Gráfico 6*).

El comportamiento de las monedas de la región se puede explicar por el aumento en los precios de los productos básicos (*Gráfico 7*) y la disminución de las primas de riesgo (*Gráfico 8*).

Devaluación de monedas frente al Dólar Americano 4T09

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

Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

VIX vs. Índices de monedas



Fuente: Bloomberg

Gráfico 7

Índice de materias primas CRB vs. 1/LACI

Base 100: 31 Dic 2008



Fuente: Bloomberg

⁵ TAF: Term Auction Facility; TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility

⁶ Índice creado 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.

En cuanto a los productos básicos (*Cuadro 2*), se destaca el aumento en los precios del trigo (32%), el sorgo (24%), el algodón (21%) y el aluminio (21%). Por su parte el petróleo pasó de negociarse de USD71/barril a USD79/barril, equivalente a una valorización del 12%.

En cuanto a las monedas de los países de la región analizados, se presentó una revaluación de las monedas de Chile, México y Brasil, y una devaluación del peso Colombiano. El sol peruano permaneció estable (*Gráfico 9*).

Es importante señalar que el Gobierno de Brasil anunció un impuesto a la inversión extranjera para la compra de activos de renta fija y para las operaciones con ADRs⁷. Esta medida contribuyó a detener la apreciación de la moneda, que en el periodo analizado fue de 1%.

En cuanto a la volatilidad de las monedas de la región, el real y el peso colombiano continuaron siendo las monedas más volátiles; Brasil presentó la mayor volatilidad condicional⁸ el 69% de los días y Colombia el 27% (*Gráfico 10*).

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, se observó que mientras Brasil, Chile y Perú realizaron compras netas de dólares en el cuarto trimestre de 2009, México realizó ventas netas (*Cuadro 4*). En el periodo, Colombia no intervino en el mercado cambiario.

Cuadro 3

Precios de Productos básicos (en dólares)

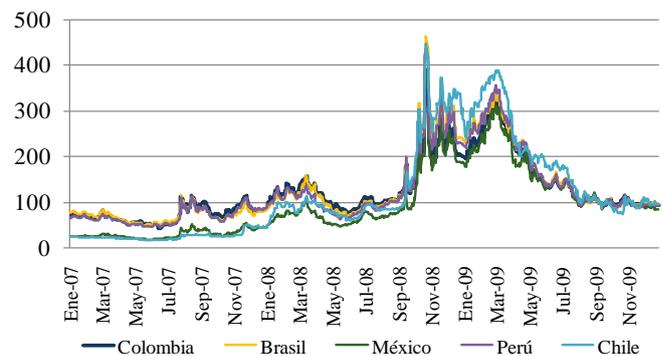
	30-Sep	30-Dic	Variación
Trigo	3,6	4,8	32%
Sorgo	5,0	6,1	24%
Algodón	59,8	72,7	21%
Aluminio	1852,0	2237,0	21%
Cobre	6136,0	7295,0	19%
Aceite de palma	760,0	895,0	18%
Maíz	3,2	3,7	13%
Pétroleo	71	79	12%
Azúcar	24,9	27,6	11%
Soya	9,2	10,1	10%
Arroz	13,4	14,7	10%
CRB INDEX	259,4	283,6	9%

Fuente: Bloomberg

Gráfico 8

Credit Default Swaps 5 años

Base 100: 2 Enero 2008

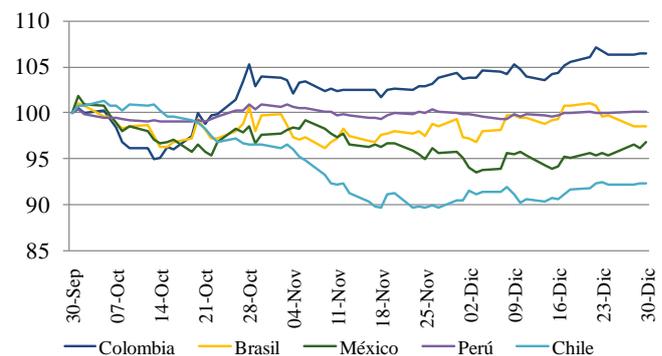


Fuente: Bloomberg

Gráfico 9

Tasas de Cambio LATAM

Base 100: 30 Sep 2009



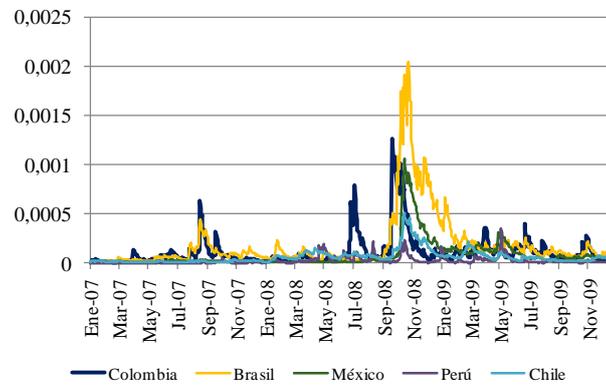
Fuente: Bloomberg

⁷ American Deposits Receipts

⁸ Medida a través de modelos GARCH(1,1)

Gráfico 10

Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Cuadro 4

Intervención Cambiaria (+compras - ventas)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Total 2009
Colombia	-175	-194	180	0	0	180	180	0	0	0	0	0	171
Perú	-676	-473	0	0	77	0	0	0	269	910	0	0	108
Chile*	-15	0	0	0	-75	-875	0	0	-355	95	80	570	-575
Brasil	-2.548	-401	459	1.301	3.207	6.601	4.613	3.823	4.206	7.525	3.448	4.291	36.526
México**	-988	-2.427	-2.600	-2.000	-2.120	-1.650	-1.250	-1.750	-950	-250	0	-261	-16.246

Cifras en US\$ millones

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

* Corresponde a las ventas swap que realiza el BCCCh a 91 y 182 días de plazo

** No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$8,840 millones en lo corrido del año

2.1. Mercado Cambiario Colombiano

Durante el año 2009 la revaluación del peso colombiano ascendió a 9,0%, superior a la registrada por las monedas de México y Perú (5% y 8%) e inferior a las de Chile y Brasil (21% y 25%) (Cuadro 5).

Entre el 30 de septiembre y el 30 de diciembre de 2009 el tipo de cambio colombiano pasó de \$1.925 a \$2.044 por dólar, variación equivalente a una depreciación de 6%⁹. Por el contrario, durante ese período las otras monedas de la región se fortalecieron frente a la divisa estadounidense. En el Gráfico 11, que ilustra el índice LACI y el promedio de SET FX, se observa cómo este último, después de presentar una caída superior a la del índice, registró tendencia al alza en el último trimestre del año.

El aumento de la tasa de cambio durante el último trimestre de 2009 estuvo asociado a la expectativa de menor oferta de dólares, luego que el Gobierno anunciara que hasta finales del año no realizaría más monetizaciones, eliminaría los aranceles a las importaciones de materias primas no producidas en Colombia y retendría los pagos de Ecopetrol al Gobierno en cuentas del exterior¹⁰.

Adicionalmente, surgió la posibilidad de una intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República, cuando éste señaló que la liquidez de fin de año sería suministrada mediante la compra de TES y dólares por un monto de \$3,0 billones. Posteriormente, el BR informó que toda la liquidez había sido suministrada mediante la compra de TES.

Cuadro 5

País	Devaluación oct 09 - dic 09	Devaluación Año Completo 2009
México	-3%	-5%
Perú	0%	-8%
Colombia	6%	-9%
Chile	-8%	-21%
Brasil	-1%	-25%

Fuente: Bloomberg, cálculos BR.

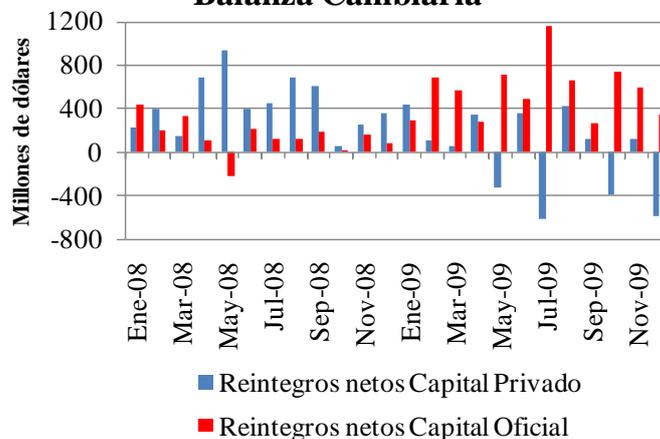
Gráfico 11
Promedio SET FX y LACI



Fuente: Bloomberg

Gráfico 12

Balanza Cambiaria



Fuente: Banco de la República

⁹ Cifras de tipo de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

¹⁰ La compañía anunció que dejaría en el exterior los cerca de US\$500 millones correspondientes a la última cuota de dividendos que debía cancelar al gobierno en diciembre, dado que se había acordado un cruce de cuentas entre las utilidades que le correspondían a la nación y el dinero que ésta le adeudaba a la compañía petrolera por los subsidios a los precios de los combustibles.

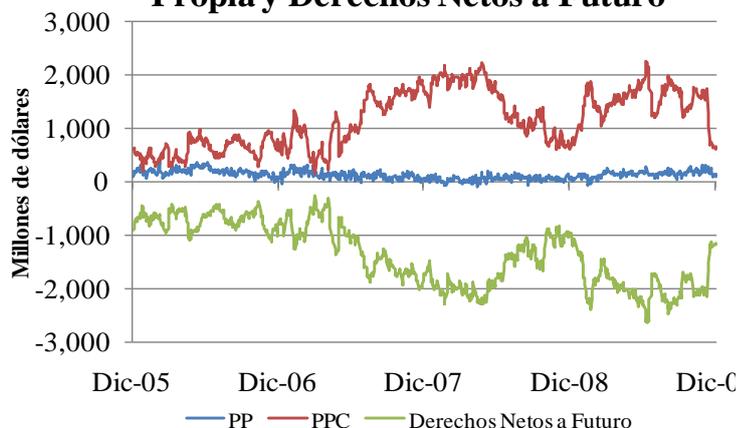
Las cifras de la balanza cambiaria muestran que en el último trimestre del año 2009 el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital y financiera superó en USD\$236 millones¹¹ al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. En este período, los reintegros netos de capital oficial ascendieron a US\$1.679 millones¹² mientras que las salidas de divisas de capital privado fueron \$861 millones (Gráfico 12).

Durante el último trimestre del año, la caja en dólares de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) presentó una disminución de US\$1.083 millones, compensando la caída de sus obligaciones netas a futuro por US\$1.003 millones¹³ (Gráfico 13).

A partir del 28 de octubre el Banco de la República desactivó el mecanismo de subasta de opciones para control de volatilidad y no realizó intervenciones en el mercado cambiario durante el último trimestre de 2009. De esta manera, teniendo en cuenta lo que había intervenido en meses anteriores, durante todo el año el BR realizó compras netas por US\$171 millones en el mercado cambiario local.

El Cuadro 6 presenta la intervención del BR en el mercado cambiario de contado, la variación de la posición propia de contado (PPC) de los IMC y los reintegros netos de capital oficial de la balanza cambiaria de Colombia.

Gráfico 13
Posición Propia de Contado, Posición Propia y Derechos Netos a Futuro



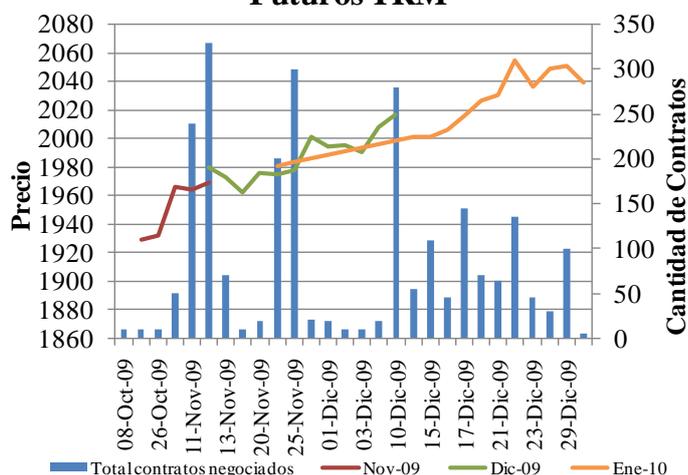
Fuente: Superfinanciera, cálculos del Banco de la República

Cuadro 6 (millones USD)

Concepto	Oct – dic 2009	2009
Compra USD BR	0	171
Disminución PPC de los IMC	1.083	48
Reintegros netos de capital oficial	-566	2.600

Gráfico 14

Futuros TRM



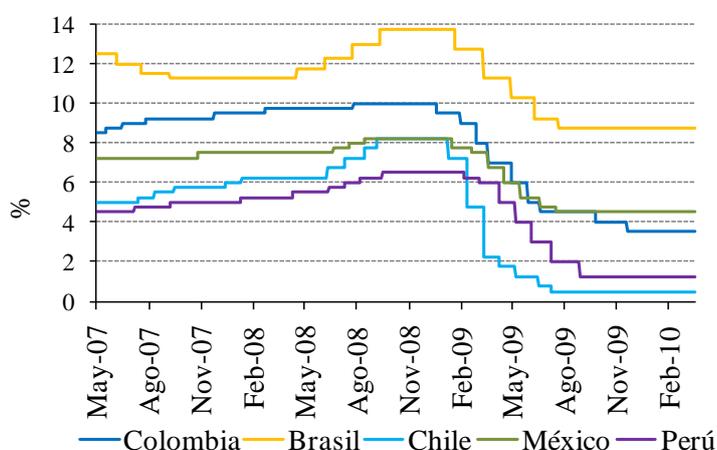
¹¹ Esta diferencia corresponde a la variación de las reservas internacionales brutas. En este cálculo se incluyen operaciones que son canalizadas a través del Banco de la República y no tienen impacto cambiario, tales como el pago de intereses de la DTN y el rendimiento de las reservas internacionales.

¹² En la cuenta de capital oficial hay operaciones de la Dirección del Tesoro Nacional que no tienen impacto cambiario.

¹³ Dato correspondiente a la variación en la diferencia entre las obligaciones y los derechos a futuro (+obligaciones-derechos) de los IMC.

En cuanto a los contratos de futuros de TRM, durante el cuarto trimestre de 2009 se negociaron un total de 2.416 contratos por un monto de US\$120,8 millones, acumulando en el año 3.655 contratos por un total de US\$182,8 millones¹⁴. Al 30 de diciembre la posición abierta ascendía a 440 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en enero de 2010. El *Gráfico 14* muestra la tendencia ascendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en línea con el comportamiento devaluacionista de la tasa de cambio en el mercado de contado.

Gráfico 15
Tasas de referencia países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg

3. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

3.1. Mercado Monetario y tasas de interés

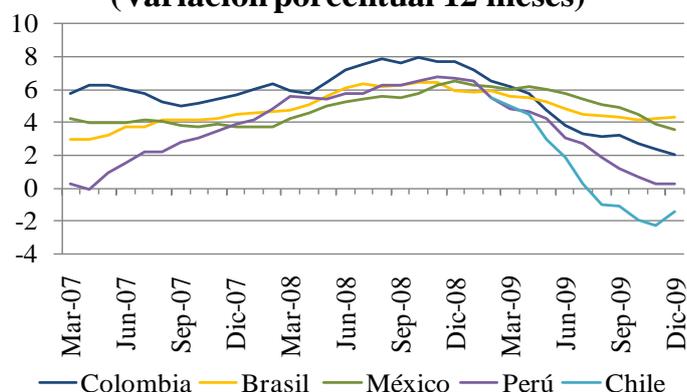
Después de haber realizado recortes sucesivos a las tasas de referencia desde principios de 2009 hasta agosto de ese año, durante el último trimestre los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú mantuvieron sus posturas de política monetaria inalteradas. Por su parte, Colombia decidió dar continuidad a la política monetaria expansiva en noviembre, cuando anunció una reducción de 50 p.b. en la tasa de referencia ubicándola en 3,5% (*Gráfico 15* y *Cuadro 7*). De esta manera, las tasas de referencia de los países de la región cerraron el 2009 en niveles históricamente bajos, ante el comportamiento favorable de la inflación, la cual se ubicó en el rango meta en el caso de Brasil y México, y por debajo del rango en el caso de Colombia, Chile y Perú (*Gráfico 16* y *Cuadro 8*).

Cuadro 7

País	Cambio Tasa Referencia en 2009 (pb)	Tasa Diciembre 2009
Chile	-775	0,5%
Colombia	-600	3,5%
Perú	-525	1,25%
Brasil	-500	8,75%
México	-375	4,5%

Gráfico 16

Indice de Precios al Consumidor (Variación porcentual 12 meses)



¹⁴ Los futuros de TRM se comenzaron a negociar el 16 de junio de 2009. Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000 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 8

País	Inflación 2009 (%)	Meta Inflación 2009 (%)
Chile	-1,4	2,0 – 4,0
Colombia	2,0	4,5 – 5,5
Perú	0,25	1,0 – 3,0
Brasil	4,31	2,5 – 6,5
México	3,57	2,0 – 4,0

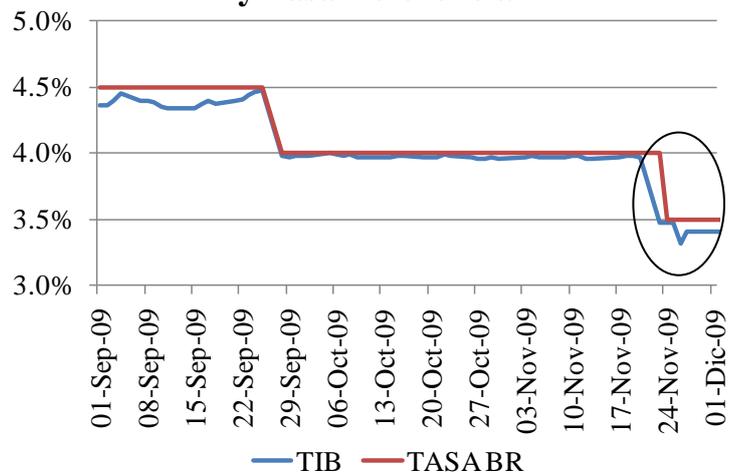
Durante el último trimestre de 2009 el mercado monetario colombiano se caracterizó por amplias condiciones de liquidez proveniente de vencimientos y pagos de cupones de TES que le inyectaron al mercado cerca de \$2,6 billones¹⁵, de las compras de TES que el Banco de la República realizó por \$3,0 billones para otorgar la liquidez de fin de año y de la disminución de los saldos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el BR.

El incremento de la liquidez generó una disminución de la tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB), la cual llegó a ubicarse 53 p.b. por debajo de la tasa de referencia del BR (*Gráfico 17*). A su vez, los saldos netos de expansión del BR disminuyeron y éste se ubicó en una posición deudora con el sector financiero (*Gráfico 18*). Por su parte, la DTN disminuyó su saldo en el Banco de la República dejándolo en un nivel bajo, en comparación con el observado en los otros meses del año (*Gráfico 19*).

Entre octubre y diciembre las tasas de interés activas y pasivas del sistema financiero disminuyeron en línea con el comportamiento de la tasa de referencia del BR (*Gráfico 20*). La tasa pasiva registró una disminución de 98 p.b. mientras que la tasa de interés activa disminuyó 121 p.b., de tal forma que en ese trimestre el margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,55% a 6,83%, la cual puede ser atribuida a la caída de la tasa activa (*Gráfico 21*).

Gráfico 17

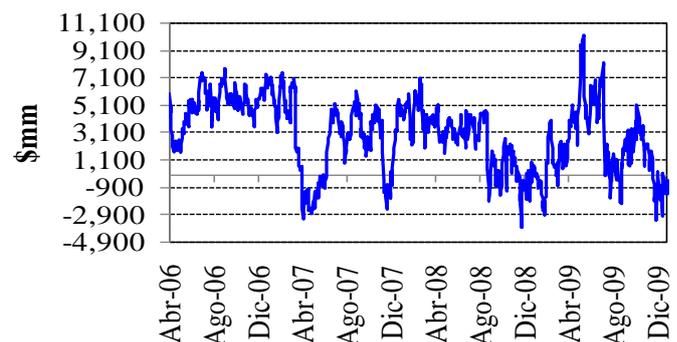
TIB y Tasa Referencia BR



Fuente: Banco de la República

Gráfico 18

Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República

¹⁵ Este valor tiene en cuenta los pagos de cupones y vencimientos de TES por cerca de \$4,7 billones y las colocaciones de títulos por \$2.1 billones.

Con respecto al crédito, en el último trimestre de 2009 la cartera presentó un comportamiento favorable, destacándose la recuperación de la cartera hipotecaria que registró un incremento de 5,06% (Gráfico 22). Por su parte, la cartera de microcrédito, consumo y comercial presentaron aumentos de 3,25%, 2,46% y 0,03%, respectivamente¹⁶.

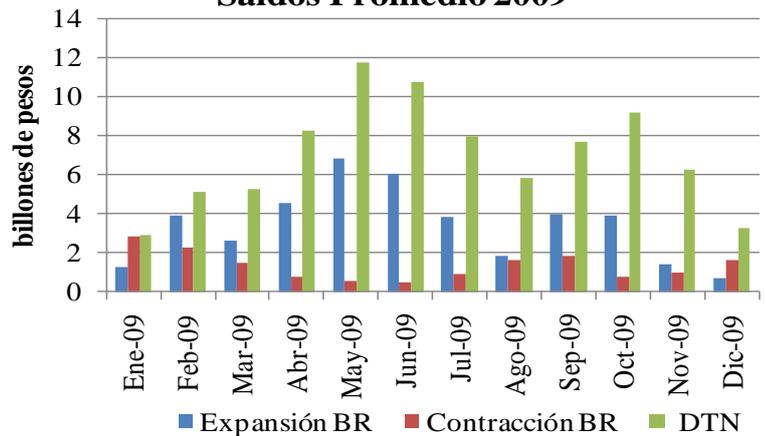
3.2. Mercado Deuda Pública

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

Durante el período analizado, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron un incremento en todos los plazos y la curva cero cupón registró un empinamiento, continuando el movimiento que había presentado en el año 2009 (Gráfico 23). La valorización de los bonos se puede explicar por la caída de la aversión al riesgo que llevó a varios agentes a preferir activos de más riesgosos en detrimento de aquellos considerados activos refugio.

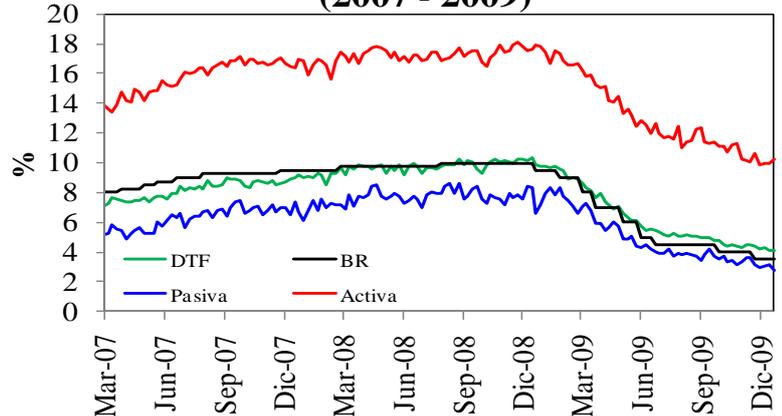
En el año 2009 los mercados de deuda pública interna de la región registraron valorizaciones, debido a que los agentes estaban incorporando los recortes de las tasas de política monetaria que realizaron los bancos centrales. Los títulos más favorecidos por la política monetaria expansionista fueron aquellos de los tramos cortos de las curvas y por lo tanto éstas se empinaron. Adicionalmente, la percepción de riesgo de economías de la región presentó una reducción, contribuyendo al comportamiento a la baja de las tasas de los bonos de deuda interna.

Gráfico 19
Saldos Promedio 2009



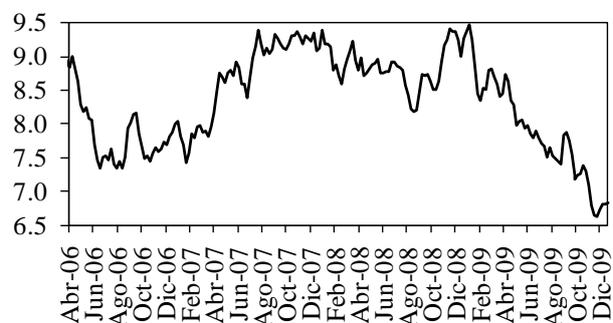
Fuente: Banco de la República

Gráfico 20
Tasas de Interes Activa y Pasiva (2007 - 2009)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

Gráfico 21
Información semanal, Promedio móvil de orden 5 *

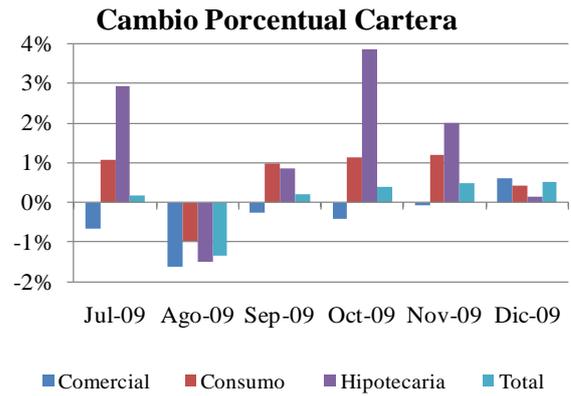


* El margen de intermediación se calcula así: $MI = \frac{1}{(1+i_{activa})/(1+i_{pasiva})} - 1$

¹⁶ Los datos corresponden a variaciones entre el 2 de octubre y el 25 de diciembre de 2009.

Gráfico 22

Después de varias jornadas de valorizaciones, en el último trimestre los bonos de deuda interna de los países de la región registraron leves disminuciones en los precios (Gráfico 24).



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR.

Gráfico 23

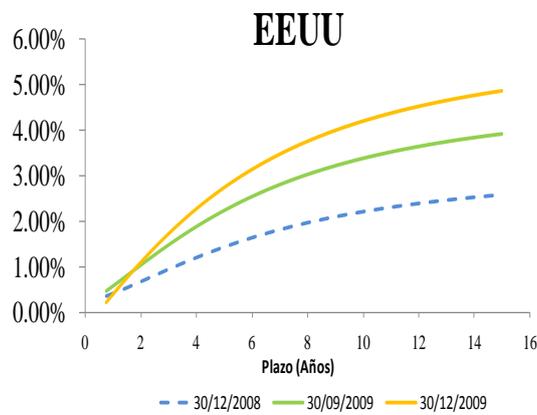
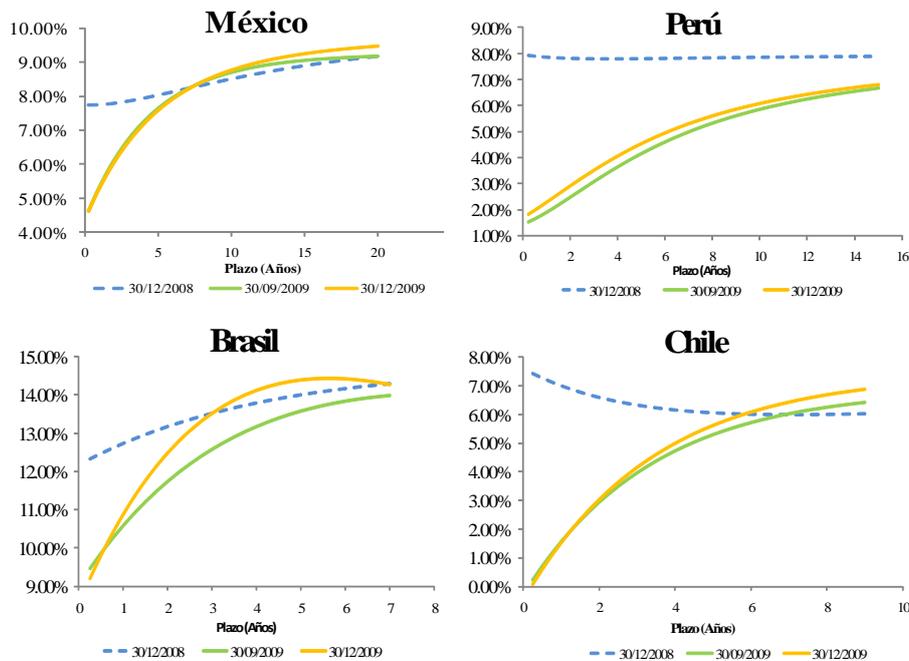


Gráfico 24



Fuente: Bloomberg, cálculos DODM.

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

3.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

A diciembre 29 de 2009, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$113,8 billones¹⁷. Durante el 2009 la emisión de TES fue de \$23,7 billones, coincidiendo con el cupo autorizado¹⁸.

El 6 de octubre el Ministerio de Hacienda señaló que las colocaciones mediante el mecanismo de subasta se habían concluido exitosamente para el año 2009 y que la meta de financiamiento en el mercado local se encontraba cumplida en un 97%¹⁹. Adicionalmente, anunció que no realizaría monetizaciones durante lo que quedaba del año 2009, y que compensaría la menor disponibilidad de recursos en pesos con la emisión de \$1 billón de TES, aclarando que esta emisión se realizaría mediante operaciones convenidas y forzosas. En consecuencia, durante el último trimestre de 2009 no se llevaron a cabo subastas de TES de largo plazo y la expedición de estos títulos se realizó en su gran mayoría mediante operaciones forzosas.

Es importante destacar que el 27 de noviembre el Gobierno realizó una operación de manejo de deuda interna en la que intercambió \$4,3 billones, recogiendo títulos con vencimientos entre 2010 y 2018 y entregando dos nuevas referencias de TES Tasa Fija (con vencimiento el 17 de abril de 2013 y el 15 de junio de 2016) y títulos con vencimiento en 2024²⁰.

Gráfico 25

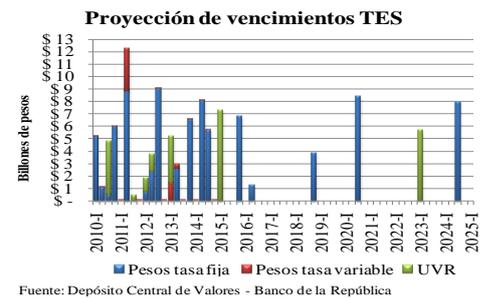


Gráfico 26

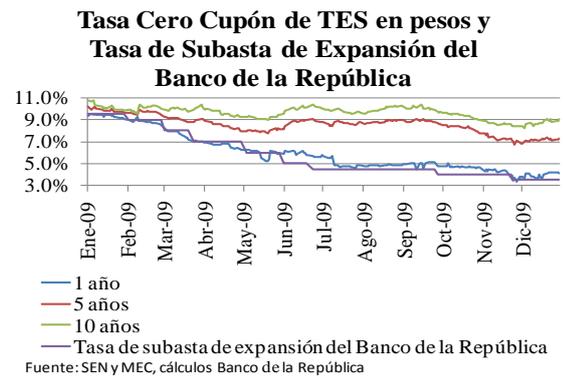
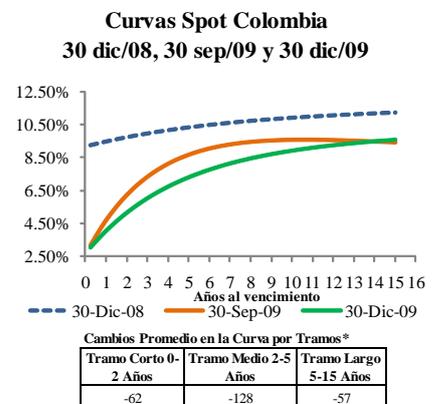


Gráfico 27



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

¹⁷ De acuerdo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia, las inversiones en títulos de deuda de los fondos de capital extranjero ascendía a \$1,3 billones en diciembre de 2009.

¹⁸ Se colocaron \$10.154 miles de millones en subastas, \$2.835 miles de millones en convenidas y \$10.717 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 29 de diciembre de 2009.

¹⁹ Los \$600 mil millones que restantes, se obtendrían en operaciones Convenidas y Forzosas realizadas con las entidades del Sector Público, de acuerdo con el cronograma previsto.

²⁰ El gobierno recogió las siguientes referencias: 12-feb-2010 (\$34.8 mm), 22-sep-2010 (\$1236.8mm), 22-nov-2010 (\$358.6mm), 25-ene-2012 (\$139.8mm), 26-abr-2012 (\$207.8mm), 15-ago-2012 (\$254.7mm), 12-sep-2014 (\$450.6mm), 28-oct-2015 (\$280.2mm), 24-oct-2018 (\$1302.9mm). Y entregó títulos con vencimiento el 17-abr-2013 (\$1.7 billones), 15-jun-2016 (\$705mm) y 24-jul-2024 (\$1.3 billones). Esta operación implica menores amortizaciones para el 2010 por \$1.6 billones.

Gráfico 28

En el *Gráfico 25* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES de largo plazo²¹. Con corte al 31 de diciembre de 2009, se observa que en 2010 y 2011 se concentraba el 26% de los vencimientos y que en el año 2012 los vencimientos representaban un 13%.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Continuando con las valorizaciones registradas en lo corrido del año, durante el último trimestre de 2009 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos cayeron en promedio 62 p.b., 128 p.b. y 57 p.b. entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente²² (*Gráfico 26 y 27*). Durante el período analizado la diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años disminuyó 3 p.b., acumulando en el año un incremento de 341 p.b. (*Gráfico 28*).

La valorización general de los TES, especialmente los de corto plazo, se presentó a medida que los agentes del mercado incorporaron las sucesivas disminuciones en la tasa de referencia por parte del Banco de la República. La reducción de las tasas también estuvo asociada a la disminución en la percepción de riesgo de Colombia y a los datos de inflación que se dieron a conocer en el transcurso del año, los cuales resultaron inferiores a los esperados. Así mismo, las encuestas realizadas por el Banco de la República evidencian que, durante el año 2009, las expectativas de inflación disminuyeron.

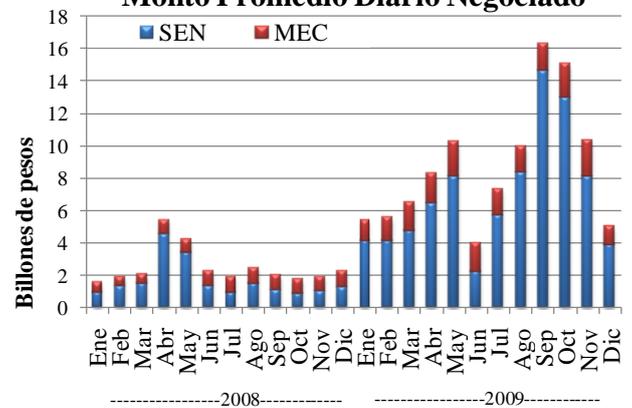
En noviembre la disminución en las tasas se vio reforzada por el aumento en la demanda de TES luego de que la Junta Directiva del Banco de la República anunciara que la mayor parte de la expansión monetaria de fin de año se atendería mediante la compra de dólares y de TES por un monto de \$3,0 billones —posteriormente, el BR

Spread 1 - 10 años



Gráfico 29

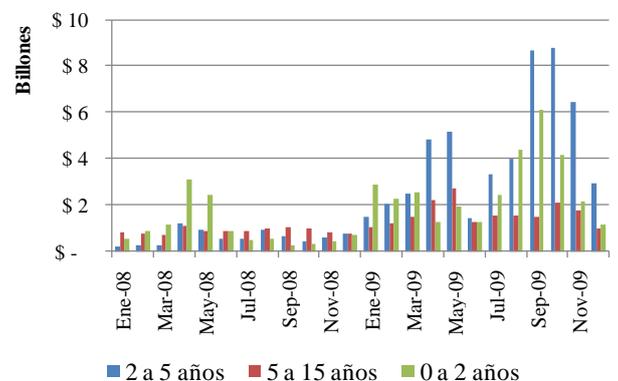
Monto Promedio Diario Negociado



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

Gráfico 30

Monto Promedio Negociado por plazos



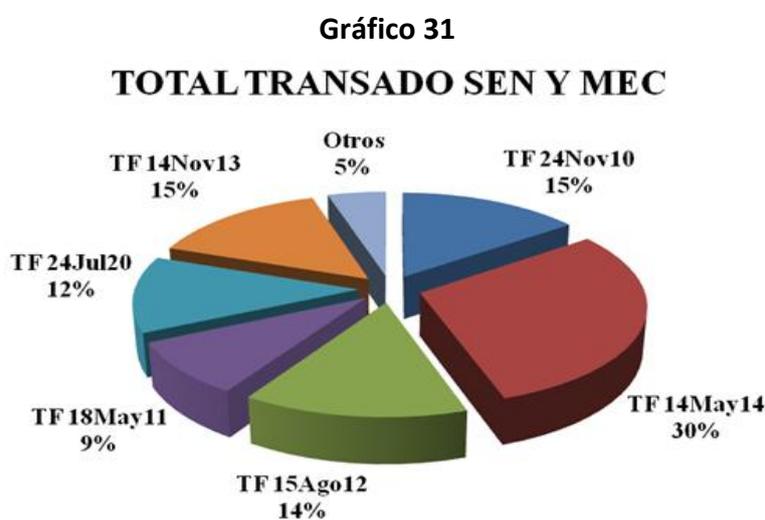
²¹ Incluye saldos de capital de los TES de largo plazo en tasa fija, en UVR y en dólares y TES IPC. Los TES denominados en UVR y en dólares se convirtieron a pesos con los valores de referencia del 31 de diciembre de 2009.

²² 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).

informó que la totalidad de la liquidez había sido suministrada mediante la compra de TES. Los títulos de corto y mediano plazo también se vieron favorecidos por la operación de manejo de deuda que realizó el Gobierno para ampliar la duración de sus pasivos, en la cual recogió títulos con vencimiento entre 2010 y 2018.

Durante el último mes del año, la tendencia a la baja de las tasas se revirtió levemente debido a las ventas de TES motivadas por sustitución de inversiones en deuda pública por deuda privada, por la incertidumbre acerca de los ingresos fiscales de 2010 ante el aplazamiento de la venta de ISAGEN y por el pago de impuestos al Gobierno.

El promedio diario de negociación en el año 2009 fue \$8,6 billones²³, superior al observado en el año 2008 (\$2,4 billones). Los tramos corto y medio de la curva (plazos entre 0 y 5 años) concentraron el 81% de las negociaciones en el año 2009 (*Gráficos 29, 30 y 31*).



Fuente: MEC y SEN. Cálculos: BR.

²³ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

3.5 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el cuarto trimestre las curvas de rendimiento en dólares de México y Perú se desplazaron a la baja y se empinaron por la mayor valorización de los títulos de corto plazo que de largo plazo. En el caso de Brasil la curva también se empinó pero producto de una valorización en el corto plazo y desvalorización en el mediano y largo plazo.

Este comportamiento se dio en un escenario de disminución en la aversión al riesgo y una valorización en los principales índices bursátiles de Estados Unidos (*Dow Jones* y *S&P500*) aunque a un ritmo de ascenso más lento que el mostrado en trimestres anteriores. De otra parte, los precios de las materias primas aumentaron, hecho que mejoró las perspectivas para países productores como Colombia y otros países emergentes (*Gráfico 7*).

Siguiendo la tendencia presentada durante el 2009, en los países de la región se observó una caída en las primas de riesgo medidas a través de los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años y del EMBI (*Gráficos 32 y 33*). En el cuarto trimestre los CDS a 5 años cayeron 3,4% (4p.b.) en Brasil, en México 14,5% (23 p.b.), en Perú 8% (11 p.b.) y en Chile 4,7% (3 p.b.) (*Gráficos 38 y 39*). Por otra parte, durante el período analizado el EMBI+ disminuyó 14,2% (46 p.b.)²⁴.

En Brasil, a finales de octubre el Ministro de Finanzas anunció la imposición de un impuesto de 2% a la inversión extranjera para la compra de activos de renta fija denominados en reales y acciones. La medida fue tomada para evitar la apreciación del real y eliminar la excesiva especulación en el mercado accionario y de capitales. Como complemento a esta medida, a finales de noviembre, el Gobierno de Brasil anunció un impuesto de 1,5% en las operaciones con ADRs²⁵ con el fin de evitar la exposición de inversionistas extranjeros sin el pago de impuestos. En respuesta a estas medidas

Gráfico 32

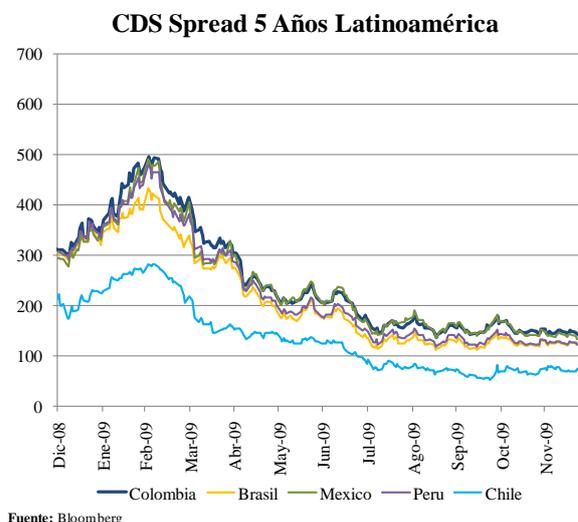
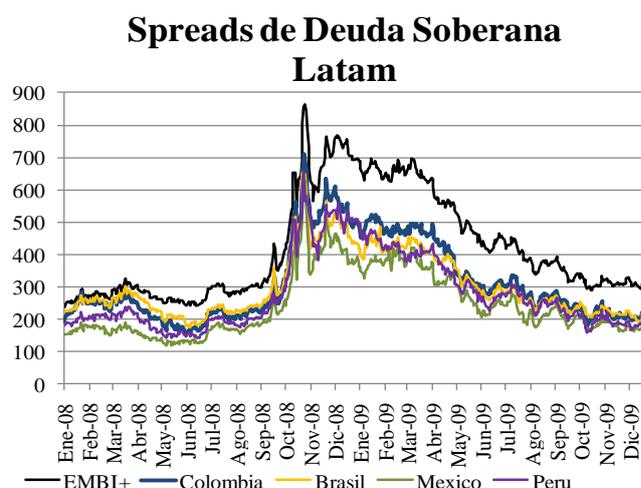


Gráfico 33



²⁴ Para los países de la región: Brasil (-19%), México (-18%) y Perú (-18,3%)

²⁵ American Deposit Receipts (ADR) son certificados negociables emitidos por un banco en los Estados Unidos cuya inversión es equivalente a un número de acciones en un mercado accionario extranjero.

las primas de riesgo de Brasil y de otros países de la región aumentaron y los títulos de deuda externa se desvalorizaron transitoriamente.

Respecto a las calificaciones crediticias en la región, la calificadora *Moody's* aumentó la calificación de Perú, pasando de Ba1 a Baa3, con lo que adquirió el grado de inversión. La decisión se fundamentó en la resistencia frente a los choques externos y a la composición de la deuda gubernamental.

Por su parte, *Fitch Ratings* disminuyó la calificación soberana de México de AA- a BBB+ en moneda local y de BBB+ a BBB en moneda extranjera, y cambió el *outlook* de negativo a estable. La decisión se debió al deterioro en la situación fiscal causado por la crisis financiera mundial y la caída en la producción de petróleo. *Fitch* resaltó que la expectativa para fortalecer los ingresos no es favorable debido a la participación mayoritaria de la oposición en la cámara de diputados (Ver Gráficos 34, 35 y 36).

Gráfico 34

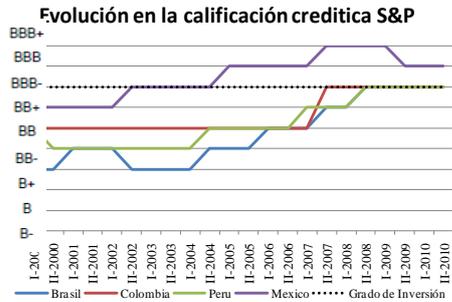


Gráfico 35

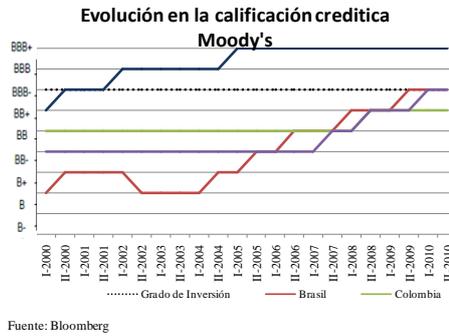
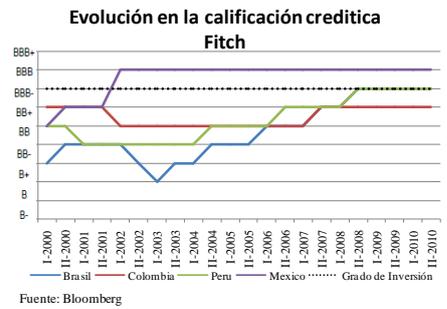


Gráfico 36



3.6 Deuda Pública Externa de Colombia

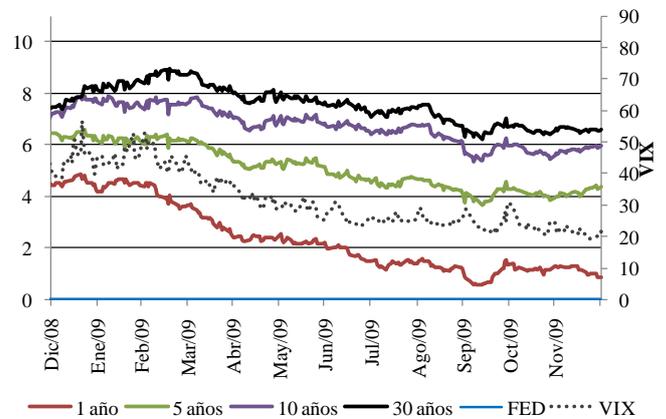
Durante el período analizado (*Gráfico 38*) se observa un aplanamiento de la curva de rendimientos de deuda externa en dólares producto de un aumento en las tasas de corto plazo y una caída en las de largo plazo. En octubre los títulos perdieron valor cambiando la tendencia de valorización presentada desde principios de año. Este comportamiento se explicó por un aumento temporal de la aversión al riesgo en los últimos días de octubre que llevó a los inversionistas a liquidar posiciones en activos riesgosos. Adicionalmente, el impuesto a la inversión extranjera en Brasil contribuyó con el aumento de las primas de riesgo de la región en ese mes (*Gráfico 37*). Durante noviembre, los títulos retomaron las valorizaciones en un escenario de disminución en la aversión al riesgo y el repunte en los índices accionarios. Sin embargo, durante diciembre la deuda externa colombiana continuó desvalorizándose debido a la toma de utilidades de los agentes por la época de fin de año y la disminución en la calificación de la deuda de Grecia.

La prima de riesgo de Colombia medida por los CDS a 5 años disminuyó 13,7% (32 p.b.). Así mismo el EMBI Colombia cayó 14,12% (46 p.b.).

Respecto a la financiación externa, el MHCP emitió exitosamente un nuevo bono a 30 años en el exterior, por un monto nominal de USD1.000 millones con demandas que ascendieron a 2,2 veces el monto colocado. El título fue emitido con vencimiento en 2041 y cupón de 6,125%, con un *spread* sobre el bono del tesoro de Estados Unidos a 30 años de 200 p.b. Vale la pena resaltar que el cupón es el más bajo en la historia de la financiación de la Nación en los mercados internacionales. Adicionalmente, el Gobierno Nacional emitió un bono samurai a 10 años, con cupón de 2,42% por JPY 45.000 millones (USD500 millones).

Los recursos fueron destinados para financiar apropiaciones presupuestales de 2009 e inicialmente iban a ser adquiridos a través de préstamos con organismos multilaterales.

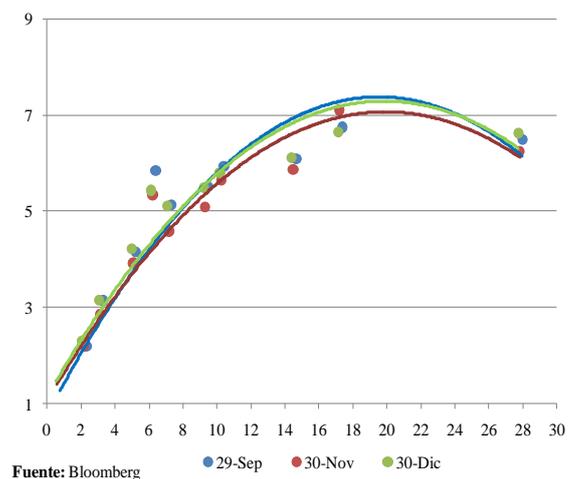
Gráfico 37
Rendimientos Deuda Externa y Tasa FED



Fuente: Bloomberg

Gráfico 38

Curva de Rendimientos Deuda Externa



Fuente: Bloomberg

4. CONTRATOS DE FUTUROS DE TES

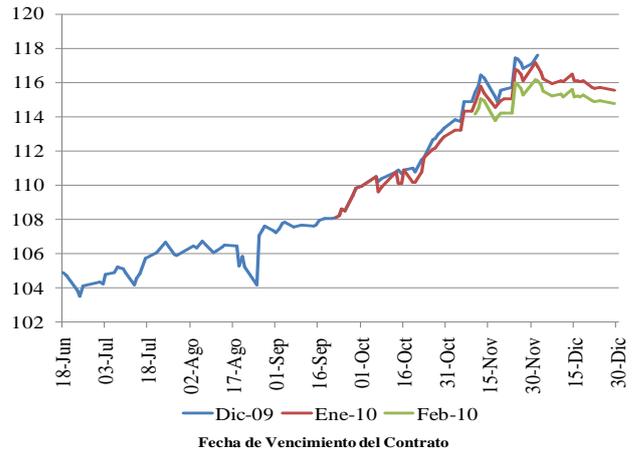
En el *Gráfico 39* se observa el comportamiento de los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC. En el período analizado los precios de los futuros sobre TES incorporaron la tendencia del mercado de contado de estos títulos con una valorización en todas las referencias con vencimiento en diciembre de 2009, y enero y febrero de 2010, sin embargo a finales de noviembre se presentaron desvalorizaciones en los contratos a enero y febrero en línea con la tendencia ascendente del mercado de contado de TES.

La cantidad de contratos abiertos a futuro aumentó respecto a los contratos abiertos en el trimestre anterior (cada uno por \$250 millones); el contrato con vencimiento en diciembre comenzó con una posición abierta de 40 contratos y ascendió a un máximo de 174 contratos en noviembre. Por su parte, el contrato con vencimiento en enero alcanzó una posición máxima de 166 contratos y el de febrero comenzó con una posición de 20 contratos y al cierre de diciembre se encontraba en su máximo de 192 contratos (*Gráfico 40*).

5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

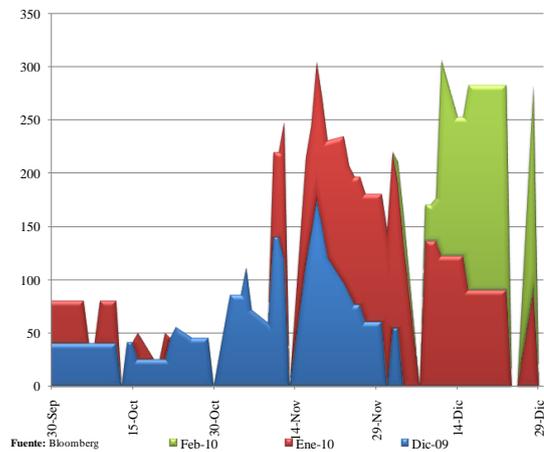
En el cuarto trimestre de 2009 continuó la dinámica presentada a lo largo del año en el mercado de deuda corporativa. El monto colocado ascendió a \$2,55 billones que supera en 58% al monto de colocación en el mismo trimestre de 2008. Durante 2009, las colocaciones ascendieron a \$13,7 billones, monto 2,4 veces mayor que el colocado en 2008.

Gráfico 39
Precio Contratos Abiertos



Fuente: Bloomberg

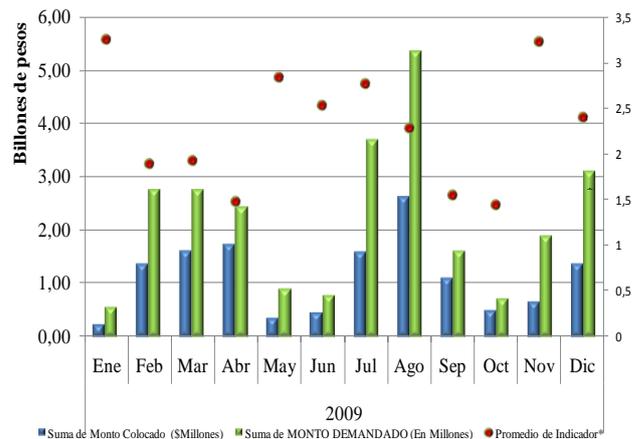
Gráfico 40
Cantidad de Contratos Abiertos



Fuente: Bloomberg

Gráfico 41

Monto colocado vs. Monto demandado



Fuente: BVC

*Indicador: monto demandado/monto colocado

Este trimestre se caracterizó por plazos históricamente largos y altos montos por emisión. Sin embargo, el monto total emitido en este período no superó el del tercer trimestre de 2009 (\$5,3 billones).

Entre los montos colocados se destacó la emisión del Grupo Aval por \$750 mm, que se registra como la emisión más grande colocada por una entidad y con mayor demanda en la historia de la deuda corporativa (\$1,65 billones). Además se destacó la titularización del Oleoducto de los Llanos Orientales (de Ecopetrol y Pacific Rubiales) que recaudó \$500 mm en títulos de contenido crediticio.

Respecto a la demanda, durante el trimestre todas las subastas tuvieron una demanda superior al monto ofrecido. Los montos demandados en el cuarto trimestre ascendieron a \$6,3 billones de pesos, 2,45 veces el monto colocado (*Gráfico 41*). Se destacaron las emisiones del Grupo Suramericana S.A. con una demanda de 8,16 veces el monto colocado (emitido a 10 años con tasa de corte IPC+4,4%), Helm Bank con una demanda de 5,38 veces (emitido a 2 años con tasa de corte IBR+1,29%) y Grupo Aval con una demanda por 5,14 veces el monto colocado (emitido a 15 años con tasa de corte IPC+5,20%).

En el *Gráfico 42* se observa la distribución de las colocaciones de compañías del sector financiero y del sector real. Para el cuarto trimestre de 2009 el 60%, equivalente a \$1,5 billones de las colocaciones, lo hicieron empresas del sector financiero. En el año 2009 esta proporción se mantuvo en 48% para el sector real y 52% para el sector financiero.

Gráfico 42
Monto Colocado por Sector

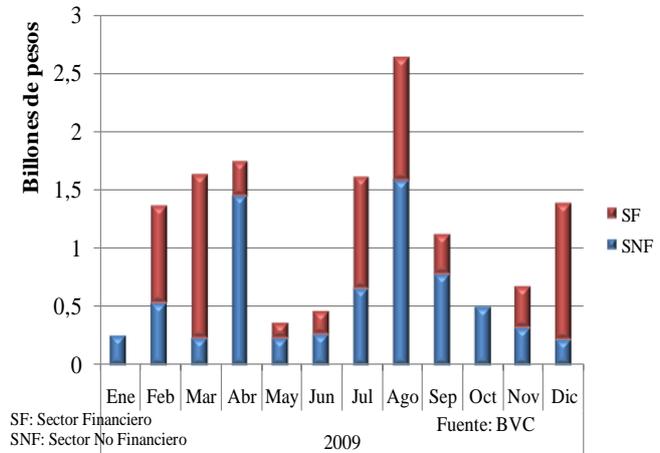


Gráfico 43
Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación

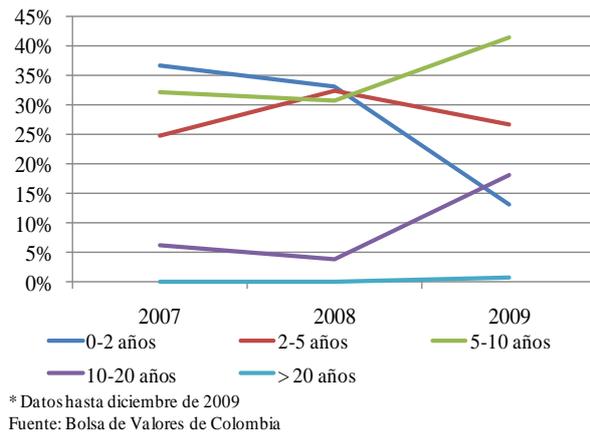
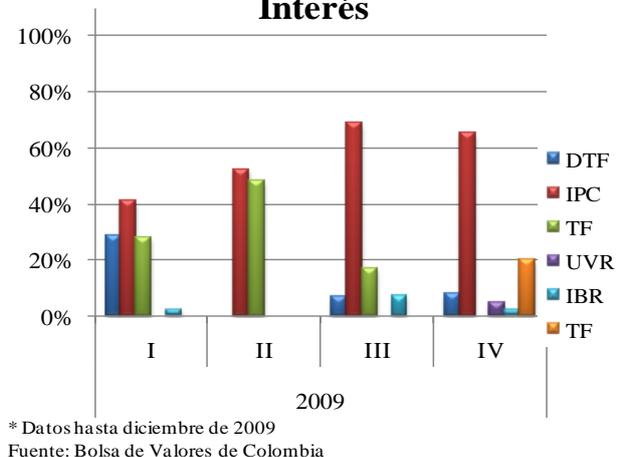


Gráfico 44
Colocaciones por Tasa de Interés



Durante el año 2009 se presentó la tendencia a emitir deuda a más de 5 años, especialmente de las colocaciones de empresas del sector real (Gráfico 43). En el cuarto trimestre la mitad de las emisiones se concentraron entre 5 y 20 años (58%), mientras que en el trimestre anterior las colocaciones en este plazo ascendieron al 23% del total de colocaciones en el trimestre. Por su parte, el porcentaje de emisiones concentradas entre 0 y 2 años se redujo de 44% a 0% entre el tercer y cuarto trimestre de 2009. Entre las colocaciones a largo plazo se destacó la emisión del Grupo de Inversiones Suramericana por \$250 mm a plazos de 10, 20 y 40 años. Esta emisión a 40 años constituye el título a mayor plazo emitido en el mercado²⁶.

El 2009 fue un año propicio para las colocaciones de deuda privada debido al escenario de bajas tasas de interés y baja inflación. Adicionalmente, la alta liquidez del mercado y la menor aversión al riesgo de sus participantes contribuyó a la demanda de este tipo de títulos. Los emisores anunciaron que utilizarían los recursos, entre otros, para la sustitución de pasivos, para la compra de acciones como inversión estratégica, para otorgar créditos y para realizar proyectos de infraestructura o ampliación de las compañías.

Durante el trimestre analizado el 65% de las colocaciones estuvieron atadas al IPC, el 20 % a tasa fija y el restante a DTF, UVR e IBR (Gráfico 44). En los Gráficos 45 al 47 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 se redujo de un promedio mensual de 5,2% en septiembre a 4,7% en diciembre, y en el plazo de 10 a 20 años disminuyó de 6,7% a 5,3%. La tasa de colocación de deuda a tasa fija en pesos presentó resultados mixtos en los

Gráfico 45
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la Inflación

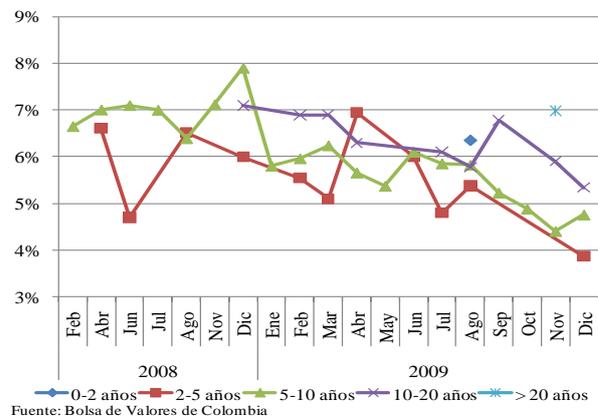


Gráfico 46
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija

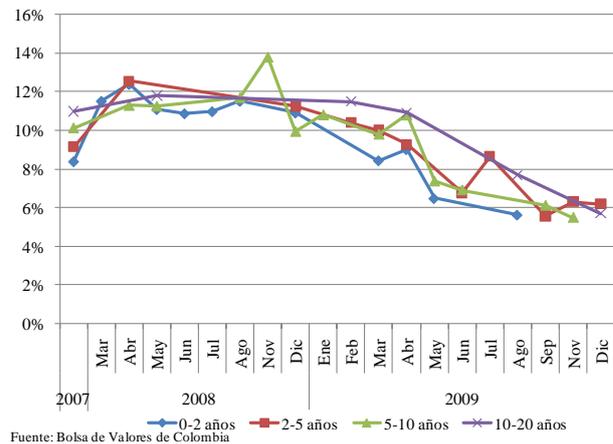
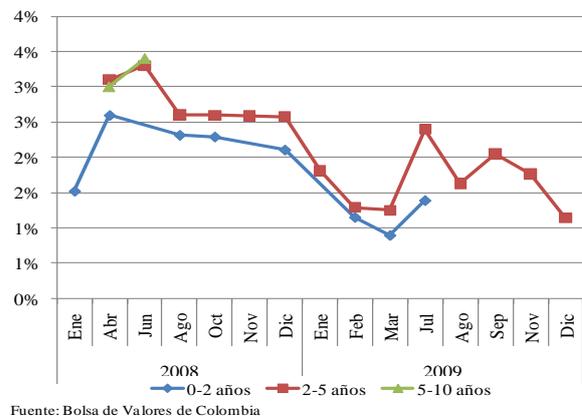


Gráfico 47
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la DTF



²⁶ Tasas de corte: 10 años (IPC+4,40%), 20 años (IPC+5,90%) y 40 años (IPC+6,98%)

diferentes plazos (entre 2 y 5 años aumentó de 5,5% a 6,1% y entre 5 y 10 años disminuyó de 6,1 % a 5,4% en el trimestre). Las dos emisiones más destacadas en el trimestre, que fueron la del Grupo Aval por su alto monto de emisión (\$750mm) y la de Suramericana por el plazo de emisión (40 años), estuvieron atadas al IPC²⁷.

6. MERCADO ACCIONARIO

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* se valorizaron 8,6% y 6,6%, respectivamente durante el cuarto trimestre de 2009. En octubre se conocieron los reportes de utilidades del tercer trimestre de las empresas americanas, donde resultados por encima de los esperados por el mercado incentivaron la valorización de los índices. Adicionalmente, contribuyeron a la valorización las afirmaciones del Gobierno de los Estados Unidos y de la FED sobre la continuación de los programas de estímulo fiscal y la estabilidad en la tasa de política. Sin embargo, noticias negativas sobre el desempleo²⁸ y los problemas fiscales en Dubai y Grecia motivaron desvalorizaciones transitorias en este mercado.

Las bolsas asiáticas también registraron valorizaciones. En Japón el índice Nikkei aumentó 4,08%, el Hang Seng de Hong Kong avanzó 4,3% y el Shanghai Composite aumentó 18%.

En América Latina los principales índices continuaron con la valorización mostrada en períodos anteriores pero a un ritmo de crecimiento menor. En el cuarto

Gráfico 48
Índices Bursátiles Latinoamericanos
(31/Dic/08 = 100)

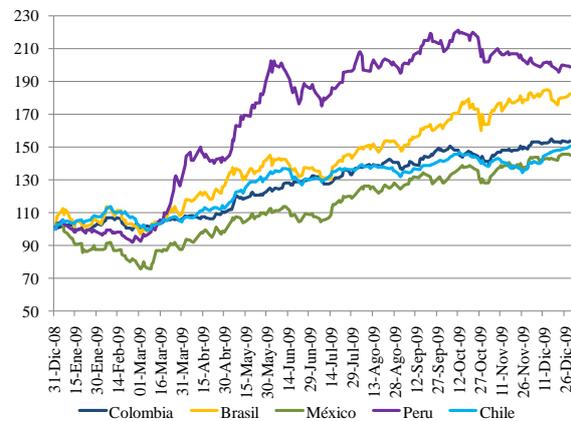


Gráfico 49
Mercado Accionario Colombiano

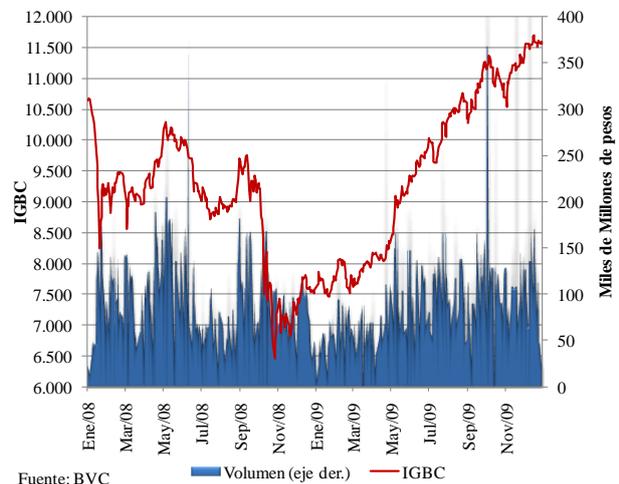
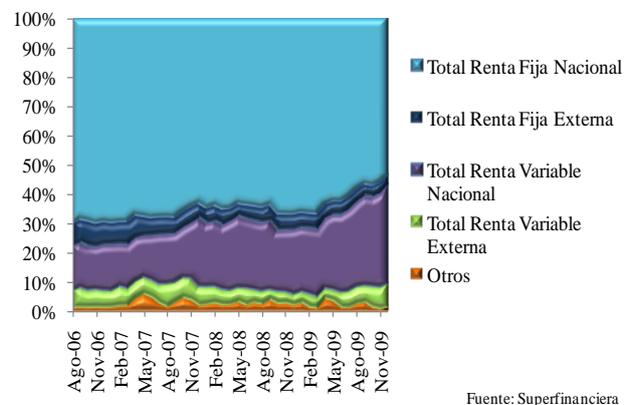


Gráfico 50
Evolución del Portafolio Fondos de Pensiones obligatorias (% del fondo)



²⁷ Excepto la emisión a 3 años de Grupo Aval por \$125mm que estuvo atada a la DTF.

²⁸ La tasa de desempleo alcanzó máximos de 26 años, situándose en 10.2% en octubre (esp: 9.9%, ant:9.8%), posteriormente en noviembre y diciembre se ubicó en 10%.

trimestre se valorizaron el IBOV de Brasil (11.5%), el MEXBOL de México (11%), y el IPSA de Chile (6,18%). El IGBVL de Perú retrocedió 7,4% después de haber sido el índice de más rápido crecimiento en la región (*Gráfico 48*).

Por su parte, el índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) se valorizó 3% durante el período analizado (*Gráfico 49*) y el índice de capitalización bursátil COLCAP avanzó 2,8%. Luego de un rally durante gran parte del año, estos índices mostraron un menor ritmo de ascenso frente a trimestres anteriores (14% y 21%, respectivamente). Vale la pena resaltar que mercados accionarios de países de la región y Estados Unidos registraron también esta tendencia de menor crecimiento.

Así mismo, se presentó un incremento en el promedio diario de negociación en el trimestre que pasó de aproximadamente \$113 mil millones a \$164 mil millones.

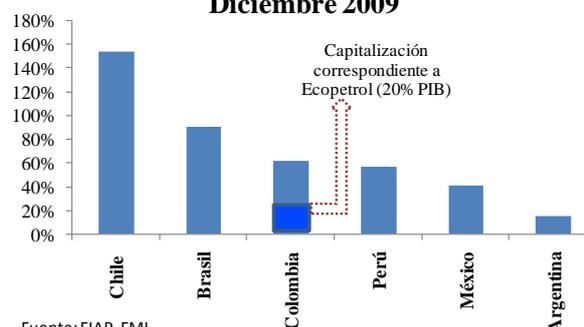
Durante el 2009 una característica importante que dinamizó el mercado accionario fue el incremento en la participación de las acciones locales en los portafolios de los Fondos de Pensiones Obligatorias. El porcentaje del portafolio invertido en renta variable local aumentó de 21,9% en diciembre de 2008 a 33,4% en diciembre de 2009 (variación: 11,54 puntos porcentuales), en el trimestre esta proporción aumentó de 30,3% en septiembre a 33,4% en diciembre (variación: 3,14 puntos porcentuales). Como consecuencia de este aumento, el porcentaje invertido en activos de renta fija tanto nacional como externa disminuyó en el año 15,1 puntos porcentuales y en el trimestre 3,8 puntos porcentuales (*Gráfico 50*).

Por otra parte, analizando algunos indicadores de desarrollo del mercado accionario en la región a diciembre de 2009, Colombia se encuentra por debajo de países como Chile y Brasil en cuanto a tamaño y liquidez. Por ejemplo, la capitalización bursátil²⁹ como porcentaje del PIB, que permite realizar comparaciones entre el tamaño del mercado accionario de diferentes países, muestra que Colombia es el tercer país con mayor capitalización bursátil relativa (sobre PIB) después de Chile y Brasil, pero se encuentra por encima de Perú y México. El comportamiento de este índice a nivel regional se ha visto afectado por el importante aumento del precio de las acciones durante 2009. Adicionalmente, la caída en el producto interno bruto de algunos países de la región ha contribuido con el nivel actual de este índice.

En términos de liquidez, la tasa de rotación muestra el monto negociado como razón del tamaño del mercado. En este índice Colombia se encuentra por debajo de varios países de la región como Brasil, y por encima de Argentina y Perú (*Gráficos 51 y 52*).

Gráfico 51

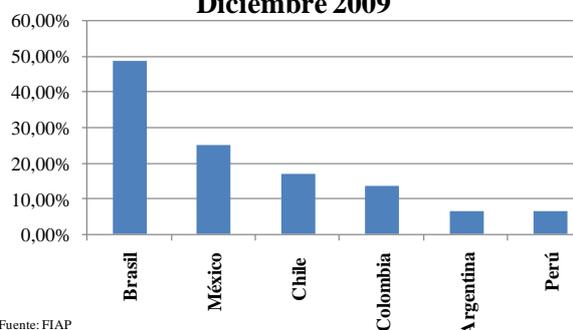
**Capitalización bursátil/PIB
Diciembre 2009**



Fuente: FIAP, FMI

Gráfico 52

**Tasa de Rotación*
Diciembre 2009**



Fuente: FIAP
La tasa de rotación se define como monto negociado/capitalización

²⁹ La capitalización bursátil se calcula como precio de la acción multiplicado por las acciones en circulación.