



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo
Trimestre 2010

Banco de la República

Agosto 2010

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

Sandra Benítez

Subdirectora

María Alejandra Buitrago

Karen Juliet Leiton

Lina Vanessa Patiño

Tatiana Venegas

Juan Sebastián Rojas

Estudiantes en práctica profesional

María de los Angeles Perrián

María Fernanda Ramírez

Contenido

INTRODUCCIÓN.....	3
RESUMEN EJECUTIVO	3
1. ENTORNO INTERNACIONAL.....	5
2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL.....	7
3. MERCADO CAMBIARIO.....	9
3.1. Mercado Cambiario Colombiano.....	11
4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA.....	14
4.1. Mercado Monetario y tasas de interés.....	14
4.2. Mercado Deuda Pública.....	17
4.2.1 Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	17
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia	19
4.3 Contratos de Futuros de TES	22
4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región.....	22
4.5 Deuda Pública Externa de Colombia.....	24
5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA	25
6. MERCADO ACCIONARIO.....	28

INTRODUCCIÓN

Este reporte hace una descripción del comportamiento de los mercados financieros colombianos, y realiza comparaciones internacionales. El análisis se centra en el periodo comprendido entre abril y junio de 2010, meses en los que algunas medidas de percepción de riesgo internacional aumentaron, principalmente por la incertidumbre con respecto a la capacidad de pago de Grecia, Portugal y España, que tuvo como consecuencia la reducción en sus calificaciones de deuda. Lo anterior, propició la caída de los principales índices bursátiles del mundo, la valorización de los bonos de deuda de Estados Unidos y el fortalecimiento generalizado del dólar americano.

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

RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

En el segundo trimestre de 2010 el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces. En la región, las monedas de Chile, Brasil y México se debilitaron mientras que las de Colombia y Perú se fortalecieron. Dentro de los factores que explican el comportamiento del peso colombiano se encuentran las mejores perspectivas de crecimiento económico, el avance en los indicadores de confianza y el aumento en los derechos netos a futuro, que se compensó con una disminución de la Posición Propia de Contado de los Intermediarios del Mercado Cambiario.

MERCADO MONETARIO

Durante el período analizado, la Reserva Federal, el Banco Central de Europa y el Banco de Inglaterra, mantuvieron sus tasas de referencia inalteradas. El Banco Central Europeo anunció que compraría bonos soberanos de países de la eurozona y que continuaría realizando los préstamos de emergencia a los bancos hasta septiembre de 2010. Por su parte, tal como lo había anunciado previamente, la Reserva Federal finalizó la facilidad extraordinaria de liquidez TALF en junio de 2010, pero restableció las líneas *swap* con algunos bancos centrales.

Los Bancos Centrales de Canadá y Nueva Zelanda realizaron el primer incremento en sus tasas de política desde la crisis internacional, y el Banco Central de Australia, el primero en comenzar a incrementar la tasa de referencia después de la crisis (en octubre de 2009), realizó aumentos adicionales.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú realizaron incrementos a sus tasas de referencia ante los riesgos inflacionarios de la reactivación de sus economías, al tiempo que el Banco de la República (BR) recortó la tasa de referencia en 50 p.b. pasándola de 3,5% a 3,0%.

En Colombia, las tasas activas disminuyeron al tiempo que las pasivas registraron leves incrementos, generando una reducción del margen de intermediación en el período analizado. La liquidez del mercado monetario disminuyó, haciendo que la tasa interbancaria TIB aumentara y se ubicara por encima de la tasa de referencia. Por su parte, la posición del Banco de la República con el sistema financiero, pasó de ser negativa a ser positiva reflejando el cambio de deudor neto a acreedor neto.

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. Sin embargo es importante resaltar que el aumento de las primas de riesgo de la región está asociado al contexto internacional y no necesariamente a perspectivas negativas hacia ésta. Los bonos de deuda externa en dólares de la región presentaron resultados mixtos.

En cuanto a los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, estos presentaron comportamientos diferentes. Los bonos colombianos se valorizaron, impulsados por la disminución de 50 p.b. en la tasa de referencia anunciada por el Banco de la República, las expectativas de menor inflación, los menores temores fiscales, las mejores perspectivas económicas de Colombia, la menor oferta de títulos esperada ante la suspensión de las ventas de TES por parte del BR, y las menores colocaciones de bonos de deuda corporativa.

MERCADO ACCIONARIO

En un contexto de aversión al riesgo internacional, los índices bursátiles de Estados Unidos y de otros países desarrollados presentaron fuertes retrocesos que fueron seguidos por los mercados emergentes de Europa y Asia. Por su parte, los índices bursátiles de los países latinoamericanos registraron comportamientos mixtos. En Colombia, aunque el IGBC presentó importantes retrocesos en mayo influenciado por las noticias internacionales, la cifra de crecimiento del primer trimestre de 2010 y las mejores perspectivas de la economía colombiana compensaron estas caídas. Adicionalmente, las expectativas sobre el aumento en la calificación de la deuda externa en moneda extranjera de Colombia por parte de *Moody's* incentivó la valorización en los índices bursátiles locales.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el segundo trimestre de 2010 la atención estuvo centrada en la crisis de deuda de varios países europeos, las medidas para solucionarla y el impacto que éstas podrían tener sobre el crecimiento económico de la Unión Europea. Lo anterior ocasionó un aumento en la aversión al riesgo internacional¹ (Gráfico 1), una desvalorización de los índices accionarios (Gráfico 2) y un deterioro en las condiciones de financiamiento (Gráfico 3)². Pese a lo anterior, se conocieron noticias favorables como el avance de indicadores económicos de algunas economías desarrolladas y emergentes, y el aumento de las proyecciones de crecimiento por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) para 2010³.

En Estados Unidos los datos de producción industrial, comercio minorista y los resultados corporativos del 1T10 fueron mejores a los esperados por los analistas; sin embargo se conocieron noticias negativas como el inicio de investigación por fraude⁴ a varias entidades financieras, el crecimiento económico del 1T10 menor al esperado por los analistas, y la disminución de ventas de viviendas en mayo y del índice de confianza de la *conference board*⁵ de junio.

En la Zona Euro, las ventas al por menor tuvieron un comportamiento negativo y el nerviosismo generado por la situación fiscal de Grecia y de otros países (Irlanda, Italia, Portugal y España), y sus posteriores disminuciones de calificación soberana, generaron un incremento en los indicadores de aversión al riesgo, que pudo ocasionar una desaceleración en el ritmo

Gráfico 1



Gráfico 2

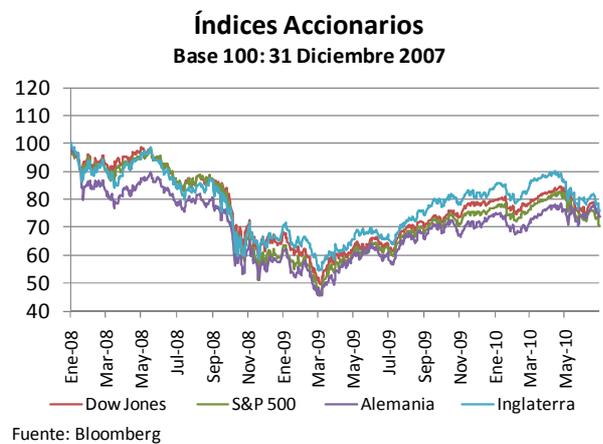
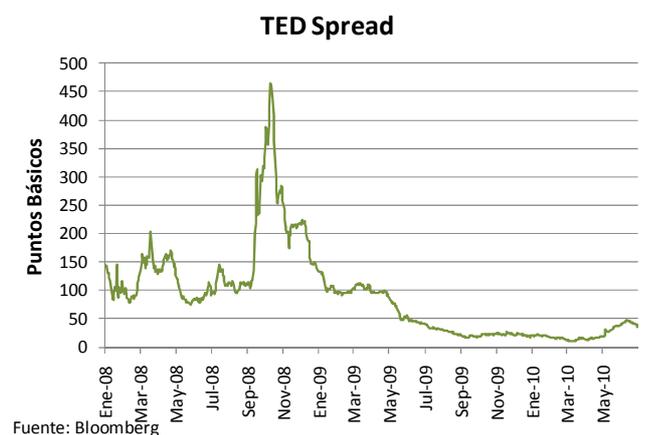


Gráfico 3



¹ En el periodo analizado el VIX pasó de 17,59% a 34,54% y el VSTOXX pasó de 20,6% a 34,32%. El VIX refleja la volatilidad implícita de las opciones sobre las acciones que componen el índice de Estados Unidos S&P500 y el VSTOXX sobre las acciones que componen el índice de la eurozona Dow Jones EURO STOXX 50.

² En el periodo analizado el TED Spread pasó de 14 p.b. a 36 p.b.

³ El FMI ajustó las proyecciones pasándolas de 3,9% a 4,2% para la economía mundial, de 2,1% a 2,3% para las economías desarrolladas y de 6% a 6,3% para las emergentes y en desarrollo.

⁴ La investigación se inició para conocer si engañaron a los inversionistas de títulos atados a hipotecas de alto riesgo.

⁵ Índice que mide a través de una encuesta las actitudes de los consumidores hacia el trabajo, la economía y el gasto. En junio el índice disminuyó a 52,9 puntos, mientras el mercado estaba esperando una lectura de 62,7 puntos.

de recuperación de la mayoría de indicadores de confianza⁶.

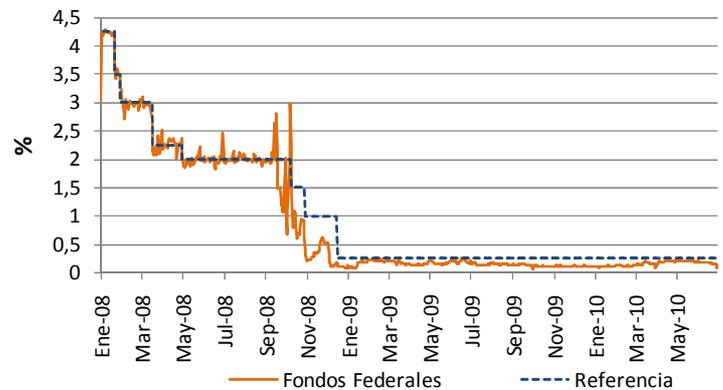
En Reino Unido se publicaron indicadores mixtos de producción industrial, confianza del consumidor y comercio minorista. Adicionalmente, el nuevo Gobierno anunció que su prioridad sería la disminución del déficit, por lo que se anunciaron diferentes medidas como el aumento en los impuestos y la reducción en el gasto público.

En cuanto a las economías emergentes, se conoció que en el 1T10 la economía China creció 11,9% frente al mismo periodo del año anterior (esperado: 11,7%) y la mayoría de indicadores tuvo un comportamiento mejor al esperado por el mercado. Adicionalmente, el Banco Central de China incrementó por tercera vez en el año los requerimientos de reserva para los bancos en 50 p.b.⁷ y anunció el aumento en la flexibilización de su tasa de cambio, que había sido mantenida en el mismo nivel por cerca de dos años. En India y en las economías latinoamericanas los datos económicos publicados evidenciaron un buen comportamiento del sector industrial y de las exportaciones.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 4) y los Bancos Centrales de la Zona Euro (1%-Gráfico 5) e Inglaterra (0,5%- Gráfico 6) mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos, mientras que el Banco Central de Australia la continuó aumentando (+25 p.b. a 4,25%) y los Bancos Centrales de Canadá (+25 p.b. a 0,5%) y Nueva Zelanda (+25 p.b. a 2,75%) realizaron su primer incremento de tasas desde la crisis internacional.

Gráfico 4

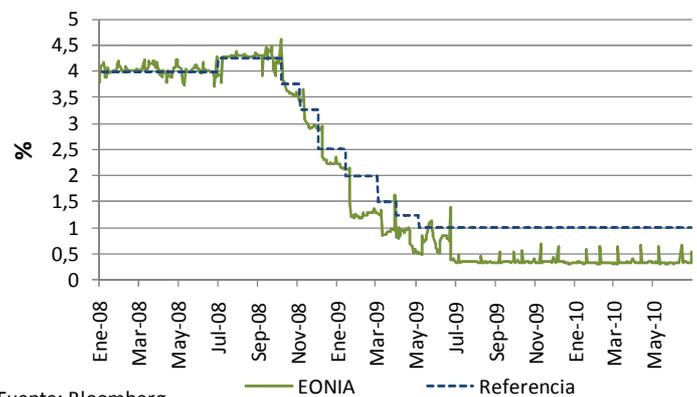
Tasa Interbancaria y de Referencia
EEUU



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

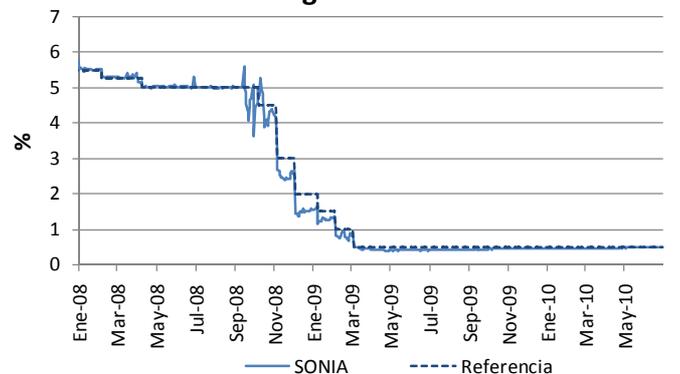
Tasa Interbancaria y de Referencia
Zona Euro



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

Tasa interbancaria y de Referencia
Inglaterra



Fuente: Bloomberg

⁶ Los indicadores que continuaron recuperándose fueron: confianza económica, confianza en servicios, clima empresarial, confianza al consumo y confianza del inversor Sentix. Los indicadores de confianza al consumo y clima económico disminuyeron.

⁷ El requerimiento aumentó a 17% para bancos grandes y a 15% para bancos pequeños.

Adicionalmente, la Reserva Federal (FED) restableció las líneas *swap* con algunos bancos centrales⁸, con el fin de proveer liquidez en dólares a los mismos. Además, tal como fue anunciado previamente, la FED finalizó la facilidad extraordinaria de liquidez TALF en junio de 2010. Por su parte, el Banco Central Europeo anunció que compraría bonos soberanos de países de la eurozona y que continuaría realizando los préstamos de emergencia⁹ a los bancos, hasta septiembre de 2010. 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 5 y 6*).

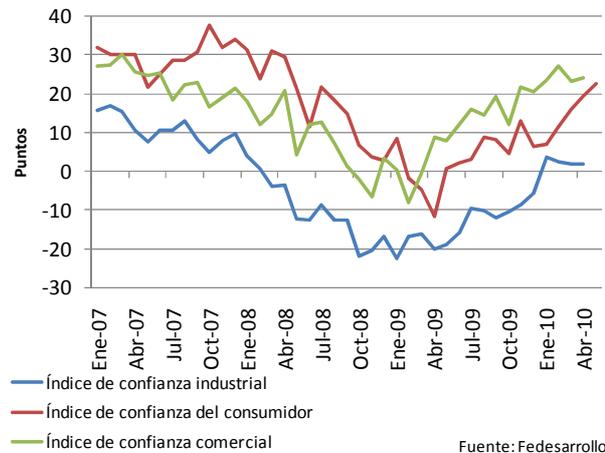
En cuanto a las economías emergentes, los Bancos Centrales de India (de 3,5% a 3,75%), Malasia (de 2,25% a 2,5%), Brasil (de 8,75% a 10,25%), Chile (de 0,5% a 1%) y Perú (de 1,25% a 1,75%) aumentaron sus tasas de interés, mientras que los de Colombia (de 3,5% a 3%) y Rusia (de 8,25% a 7,75%) las disminuyeron.

2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL

En el periodo analizado la aversión al riesgo a nivel local disminuyó, lo que se vio reflejado en un aumento en los índices de confianza de consumidores, comerciantes¹⁰ (*Gráfico 7*), industriales y administradores financieros (*Gráfico 8*), y una reducción en los márgenes entre las tasas activas y los TES (*Gráficos 9 y 10*).

Gráfico 7

Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo

Gráfico 8

Índice de confianza de la economía ICEA

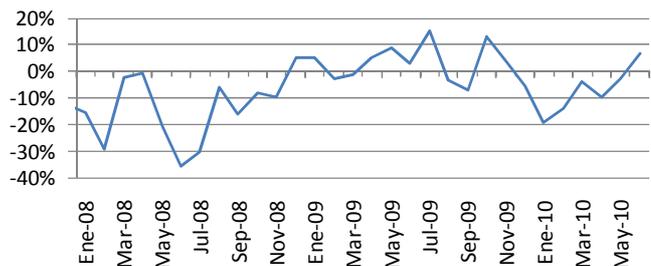
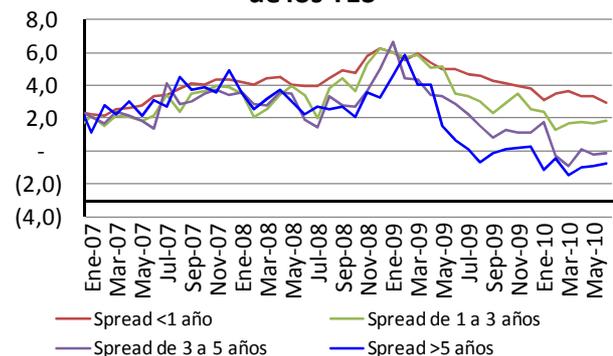


Gráfico 9

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



⁸ Banco de Canadá, Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo y Banco Nacional Suizo.

⁹ Con plazo de tres meses.

¹⁰ Los índices de confianza de consumidores y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

En primer lugar, el índice de confianza del consumidor tuvo tres incrementos consecutivos, alcanzando en junio el más alto nivel en dos años: 27,2 puntos. Adicionalmente, se conoció que la confianza de los comerciantes registró avances en los meses de marzo, abril y mayo, alcanzando en mayo el mayor nivel en tres años: 28,3 puntos (Gráfico 7).

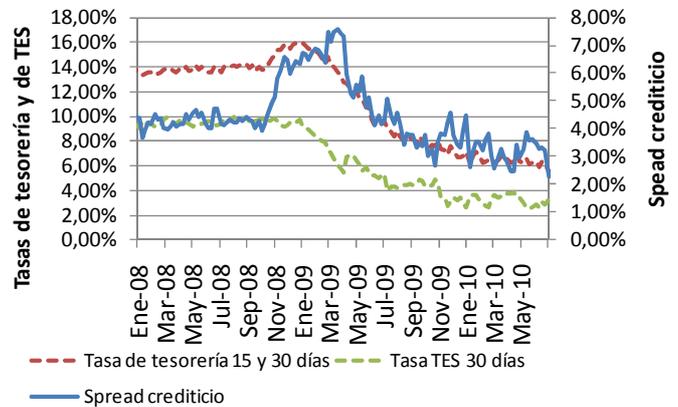
En segundo lugar, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta, según la cual entre enero y mayo de 2010 la producción y las ventas totales aumentaron 4,7% y 6,1%, respectivamente, con respecto al mismo periodo del año anterior.

En tercer lugar, en junio el índice de confianza en la economía ICEA¹¹ se ubicó en el nivel más alto del año (Gráfico 8)¹², y presentó avances en dos de sus tres componentes, con respecto al trimestre anterior. El componente de expectativas de *spread* de deuda soberana mejoró 17 puntos y el de inflación 11 puntos.

Finalmente, el margen entre las tasas de cartera preferencial y tasa de los TES registró una caída para los plazos menores a un año de 68 p.b., plazos en los cuales se concentraba aproximadamente un 80% de los desembolsos de esta cartera¹³. Asimismo, el *spread* crediticio entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días cayó 57 p.b., lo que se explica por una disminución de la tasa de tesorería en 105 p.b. y una disminución en la tasa de los títulos TES a 30 días de 48 p.b. (Gráficos 9 y 10).

Gráfico 10

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



Cuadro 1

Devaluación de monedas frente al Dólar Americano 2T10

	Tasa de Cambio	Variación		Tasa de Cambio	Variación
MONEDAS PRINCIPALES	Zona Euro	10,4%	ASIA	Korea	8,0%
	Gran Bretaña	1,6%		India	3,4%
	Australia	9,1%		Hong Kong	0,3%
	Nueva Zelanda	3,8%		China	-0,6%
	Canadá	4,8%		Malasia	-0,8%
	Dinamarca	10,5%		Tailandia	0,3%
	Suiza	2,2%		Indonesia	-0,3%
	Japón	-5,4%		índice ADXY	1,4%
LATINOAMÉRICA	Colombia	-0,5%	OTROS	Islandia	0,6%
	Brazil	1,3%		Rusia	6,1%
	México	4,7%		Polonia	18,6%
	Argentina	1,3%		República Checa	11,8%
	Perú	-0,6%		Israel	5,2%
	Chile	4,1%		Sur África	5,3%
	índice LACI	2,6%			

Fuente: Bloomberg

¹¹ Calculado por Fedesarrollo y la BVC a partir de las percepciones y expectativas de los analistas financieros que administran los fondos de inversión más representativos del mercado. El índice está compuesto por las expectativas de los administradores con respecto al desempeño de la economía durante los próximos seis meses, el comportamiento futuro de la inflación y la evolución del *spread* de deuda soberana.

¹² Se ubicó 0,14 desviaciones estándar por encima de la media histórica

¹³ El *spread* tuvo las siguientes variaciones: menos de un año: -68p.b., de 1 a 3 años: +15 p.b., de 3 a 5 años: +84 p.b. y a más de 5 años: +65 p.b..

3. MERCADO CAMBIARIO

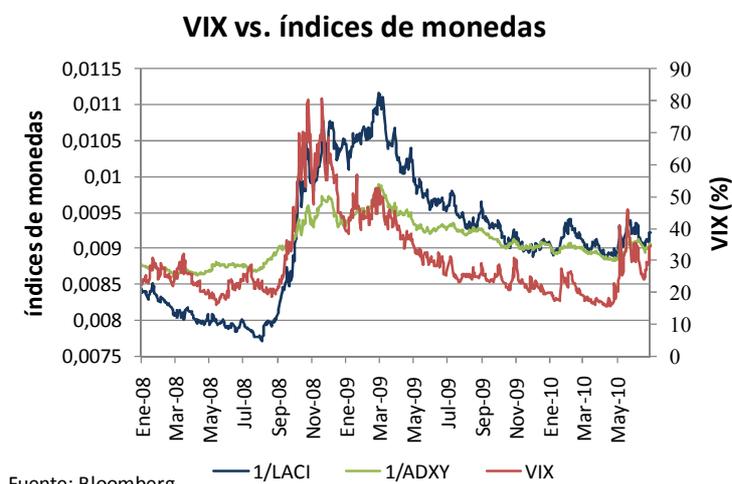
Durante el periodo analizado el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces, lo que se refleja en un incremento en el índice USTW¹⁴ de 3,6%. Las monedas que presentaron mayor devaluación frente al dólar fueron el zloty polaco, la corona checa, la corona danesa y el euro con 18,6%, 11,8%, 10,5% y 10,6%, respectivamente (*Cuadro 1*).

Por su parte, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY¹⁵) y Latinoamérica (LACI¹⁶) se devaluaron 1,4% y 2,6%, respectivamente (*Cuadro 1* y *Gráfico 11*).

El comportamiento del LACI se puede explicar por el aumento en la aversión al riesgo internacional (*Gráfico 11* y *12*) y la disminución en los precios de productos básicos (*Cuadro 2*). En cuanto a esos últimos, se destacaron las disminuciones en los precios del níquel (22%), el arroz (20%), el cobre (17%), el aluminio (16%) y el petróleo (10%), entre otros.

Con respecto a la volatilidad de las monedas de la región, el real brasilero continuó siendo la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional¹⁷ todos los días del periodo (*Gráfico 13*).

Gráfico 11



Cuadro 2

Precios de Productos básicos (en dólares)

	31-Mar	30-Jun	Variación
Níquel	24950,0	19430,0	-22%
Arroz	12,3	9,8	-20%
Cobre	7830,0	6515,0	-17%
Aluminio	2288	1924	-16%
Petróleo	84	76	-10%
CRB INDEX	273	259	-5%
Ganado	95,0	90,5	-5%
Cacao	3201	3164	-1%
Algodón	77,6	78,8	2%
Soya	9,3	9,4	2%

Fuente: Bloomberg

¹⁴ Índice calculado por la FED 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.

¹⁵ 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.

¹⁶ 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.

¹⁷ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado Colombia, Brasil, México y Perú realizaron compras netas, mientras que Chile no realizó ninguna intervención (Cuadro 3).

Gráfico 12

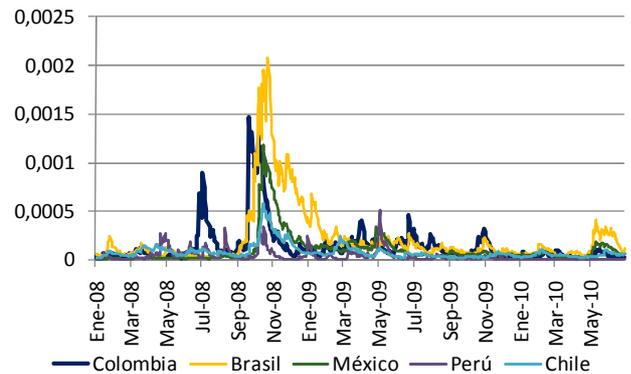
Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg

Gráfico 13

Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

Cuadro 3

Intervención Cambiaria (+compras - ventas)

	Total 2009	Total 1T10	Abril	Mayo	Junio	Total 2T10	Total 1er semestre
Colombia	171	400	400	400	400	1.200	1.600
Perú	108	2.341	315	0	526	841	3.182
Chile	-575	0	0	0	0	0	0
Brasil	36.526	5.293	3.193	4.195	1.920	9.309	14.602
México*	-16.246	600	600	0	521	1.121	1.721

Cifras en US\$ millones

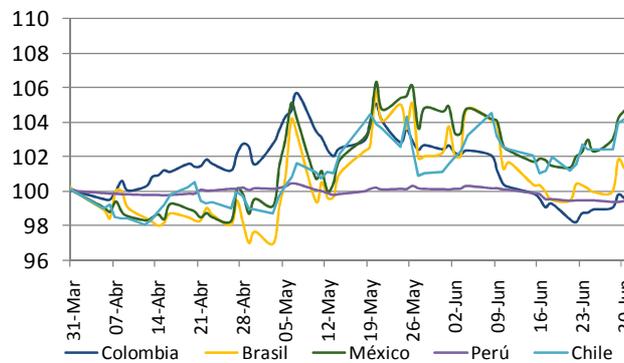
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

*Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México.

No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$5.569 mill.en lo corrido del año

Gráfico 14

Tasas de Cambio LATAM
Base 100: 31 Mar 2010



Fuente: Bloomberg

3.1. Mercado Cambiario Colombiano

Durante el segundo trimestre de 2010 el tipo de cambio pasó de \$1.922 a \$1.913 por dólar¹⁸. La revaluación del peso colombiano ascendió a 0,5%, resultando inferior a la registrada por la moneda de Perú (0,6%), y presentando un comportamiento opuesto al de las monedas de México, Chile y Brasil, que durante ese mismo período se devaluaron frente al dólar 4,7%, 4,1% y 1,3%, respectivamente (*Gráfico 14 y Cuadro 4*).

En el *Gráfico 15*, que ilustra el índice LACI y el tasa de cambio según el promedio de SET FX, se observa que aunque el peso colombiano siguió la tendencia de otras monedas de la región (depreciándose en abril y mayo, y revaluándose en junio), en el total del periodo se fortaleció, mientras que el índice de tasas de cambio de Latinoamérica refleja depreciación de las monedas frente al dólar.

En abril y mayo el peso colombiano se devaluó, en un contexto de acumulación de reservas por parte del Banco de la República y de aumento en la aversión al riesgo internacional¹⁹.

En junio, el peso colombiano se revaluó ante factores internos y externos. En el ámbito externo se presentó una disminución en la percepción de riesgo internacional, por las decisiones del Banco Central Europeo para estimular la economía de esa región, los datos positivos en el sector industrial y las mejores expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos²⁰, el buen comportamiento de las exportaciones de China y el acuerdo del G20 de reducir la mitad del déficit público de las economías avanzadas para 2013, entre otros.

Dentro de los factores internos se destacó la mayor confianza del consumidor y las perspectivas de un crecimiento económico mayor al esperado, que se confirmaron cuando el DANE publicó el dato de crecimiento del 1T10: 4,4% frente al mismo periodo del año anterior (esp: 3,4%).

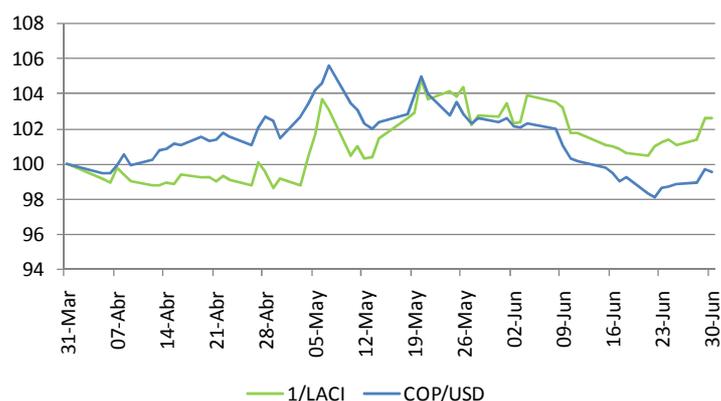
Cuadro 4

País	Devaluación Abril 2010 - Junio 2010
México	4,7%
Chile	4,1%
Brasil	1,3%
Colombia	-0,5%
Perú	-0,6%

Fuente: Set FX y Bloomberg

Gráfico 15

COP/USD vs. LACI
Base 100: 31 Mar 2010



¹⁸ Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

¹⁹ Ante las preocupaciones de la capacidad de pago de varios países europeos, el inicio de investigaciones por fraude a varias entidades financieras de Estados Unidos y problemas de solvencia en los bancos españoles, entre otros.

²⁰ En su discurso en el comité de presupuesto de la Cámara de Representantes, Ben Bernanke manifestó que la economía de Estados Unidos se seguiría expandiendo este año y el siguiente.

En cuanto a la balanza cambiaria²¹, las cifras muestran que en lo corrido del año 2010 (hasta 30 de junio) el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital y financiera superó en US\$1.047 millones al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Frente al mismo período de 2009, se observaron mayores salidas de divisas en la cuenta corriente, explicadas principalmente por el incremento en los giros por importaciones de bienes²². Por su parte, los reintegros netos de capital privado fueron superiores a los observados en el primer semestre del año 2009, destacándose como principal fuente de divisas los reintegros por inversión extranjera directa que ascendieron a US\$4.534 millones²³. Adicionalmente, los datos reflejan un incremento significativo en el endeudamiento externo de residentes debido a que el rubro desembolsos pasó de US\$276 millones a US\$2.614 millones entre el primer semestre de 2009 y el mismo período de 2010. Sin embargo, es importante destacar que en el primer semestre de 2010, el rubro “préstamo neto” registró salidas por US\$411 millones²⁴.

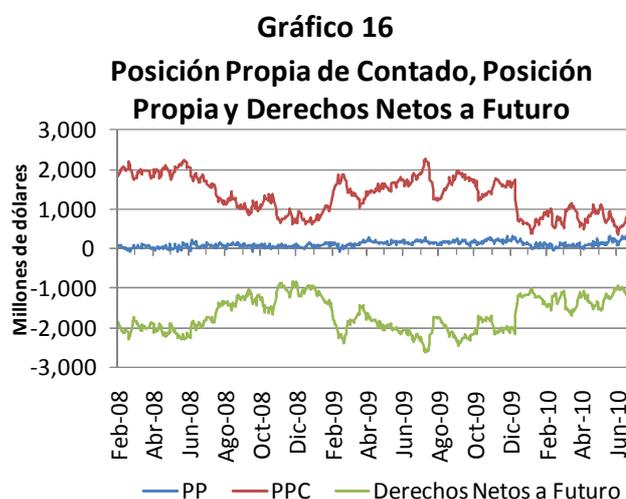
El *Cuadro 5* presenta la intervención del Banco de la República (BR) en el mercado cambiario de contado, la variación de la posición propia de contado (PPC) de los intermediarios del mercado cambiario (IMC), y la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza cambiaria de Colombia.

Cuadro 5 (millones US\$)

Concepto	abril – junio 2010
Compra USD BR	1.200
Variación de la PPC de los IMC	-164
Cta Corriente + Cta Capital	1.047

Respecto a la intervención del BR en el mercado cambiario, entre abril y mayo realizó compras por US\$1.200 millones en el mercado de contado, totalizando US\$1.600 en el primer semestre del año. En su reunión de junio, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo la decisión de continuar las compras diarias de dólares hasta el 30 de ese mismo mes.

Por otro lado, entre abril y junio de 2010, las obligaciones netas a futuro cayeron US\$366 millones²⁵, que fueron compensadas con una disminución de la PPC de los IMC de US\$164 millones (*Gráfico 16*). De esta manera, durante el segundo trimestre del año la



Fuente: Superfinanciera, cálculos del Banco de la República

²¹ La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm

²² Aumentaron US\$1.141 millones frente al mismo período de 2009.

²³ De este rubro, un 87% corresponde a petróleo y minería.

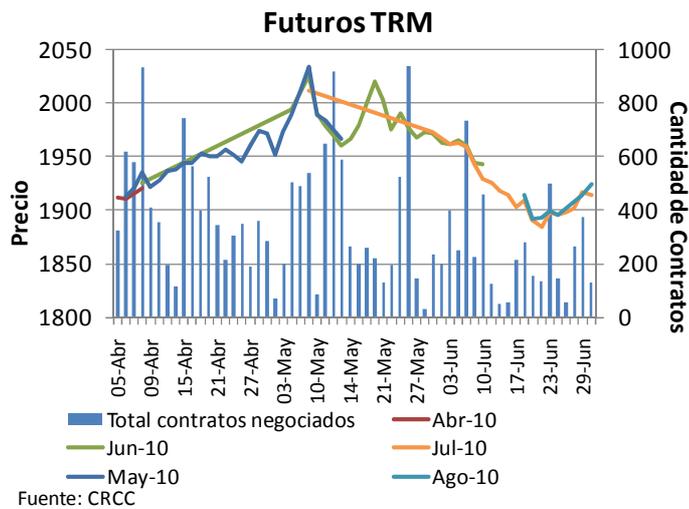
²⁴ Este dato es inferior al presentado en el mismo período del año anterior, cuando ascendió a US\$1.033 millones.

²⁵ Dato correspondiente a la variación en la diferencia entre las obligaciones y los derechos a futuro (+obligaciones-derechos) de los IMC.

posición propia aumentó cerca de US\$266 millones, lo que refleja un incremento de la exposición cambiaria de las entidades.

En cuanto a los futuros de TRM, durante el segundo trimestre de 2010 se negociaron un total de 19.779 contratos, superando el número negociado durante el trimestre anterior (12.166 contratos) y totalizando un monto de US\$998,95 millones²⁶. Al 30 de junio de 2010 la posición abierta ascendía a 129 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en julio del mismo año. El *Gráfico 17* muestra la tendencia ascendente que tuvo el precio pactado en dichos contratos, en abril y mayo, y la tendencia descendente en junio, en línea con el comportamiento de la tasa de cambio nominal.

Gráfico 17



²⁶ Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

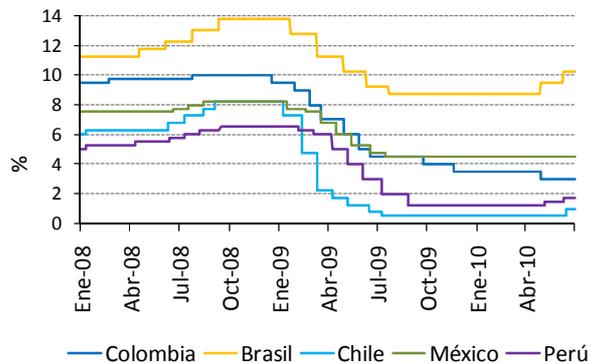
4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

4.1. Mercado Monetario y tasas de interés

Durante el segundo trimestre de 2010 el Banco Central de México mantuvo su postura de política monetaria inalterada mientras que los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú realizaron incrementos a sus tasas de referencia²⁷ ante la reactivación de sus economías y los riesgos inflacionarios que ésta implicaba.

Por su parte, a diferencia de los otros bancos centrales de la región, el Banco de la República disminuyó la tasa de referencia el 30 de abril pasándola de 3,5% a 3,0% (Gráfico 18 y Cuadro 6) argumentando, entre otros, que los riesgos al alza en la inflación habían disminuido ante un menor impacto del fenómeno de El Niño sobre el precio de los alimentos. El BR también señaló en el comunicado que a pesar del mayor crecimiento de la economía, se mantenía una brecha negativa que permitía una política monetaria aún más expansiva sin comprometer las metas de inflación y la estabilidad macroeconómica debido al buen comportamiento de la inflación y sus expectativas (Gráfico 19 y Cuadro 7).

Gráfico 18
Tasas de referencia países latinoamericanos



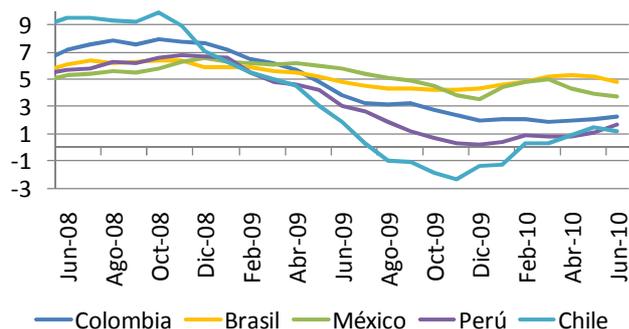
Fuente: Bloomberg

Cuadro 6

País	Tasa Referencia (31 marzo)	Tasa Referencia (30 junio)	Variación (p.b.)
Colombia	3,50%	3,00%	-50
Chile	0,50%	1,00%	+50
México	4,50%	4,50%	0
Perú	1,25%	1,75%	+50
Brasil	8,75%	10,25%	+150

Gráfico 19

Indice de Precios al Consumidor (Variación Porcentual 12 meses)



Fuente: Bloomberg

²⁷ El Banco Central de la Reserva de Perú aumentó la tasa 25 pb (de 1,25% a 1,5%) el 6 de mayo y 25 pb (de 1,5% a 1,75%) el 10 de junio. El Banco Central de Chile anunció un incremento de 50 p.b. (de 0,5% a 1,0%) el 15 de junio. El Banco Central de Brasil la aumentó 75 p.b. (de 8,75% a 9,5%) el 28 de abril y 75 p.b. (de 9,5% a 10,25%) el 9 de junio.

Cuadro 7

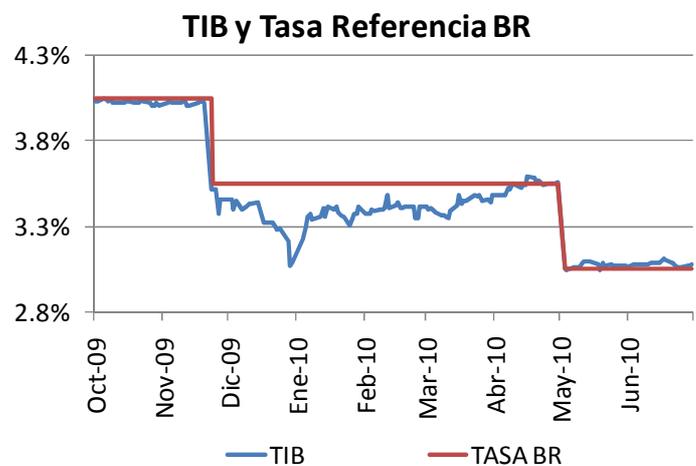
En Colombia, a principios de abril la tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) era inferior a la tasa de referencia del BR ante la amplia liquidez del mercado monetario. Sin embargo, posteriormente la liquidez disminuyó y la TIB aumentó llegando a ubicarse 6 p.b. por encima de la tasa de intervención (expansión) del BR (Gráfico 20).

País	Inflación Año completo Junio 2010 (%)	Meta Inflación 2010 (%)
Chile	1,2	2,0 – 4,0
Colombia	2,25	2,0 – 4,0
Perú	1,64	1,0 – 3,0
Brasil	4,84	2,5 – 6,5
México	3,69	2,0 – 4,0

Adicionalmente, el saldo de Depósitos Remunerados No Constitutivos de Encaje (DRNCE) a 7 y 14 días disminuyó, al tiempo que aumentó la liquidez otorgada mediante operaciones de expansión del BR. De esta manera, los saldos netos de expansión aumentaron, y la posición del BR frente al sistema financiero pasó de ser negativa (deudora) a ser positiva (acreedora) (Gráfico 21).

La liquidez disminuyó ante el incremento del saldo de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) en el Banco de la República²⁸ (Gráfico 22), el traslado de los impuestos recaudados al Gobierno y las ventas de TES por parte del Banco de la República, las cuales drenaron en abril \$1,2 billones del mercado monetario. De esta manera, como ya se mencionó anteriormente, la tasa interbancaria sobrepasó la tasa de referencia, y el Banco de la República volvió a tener una posición acreedora con el sector financiero.

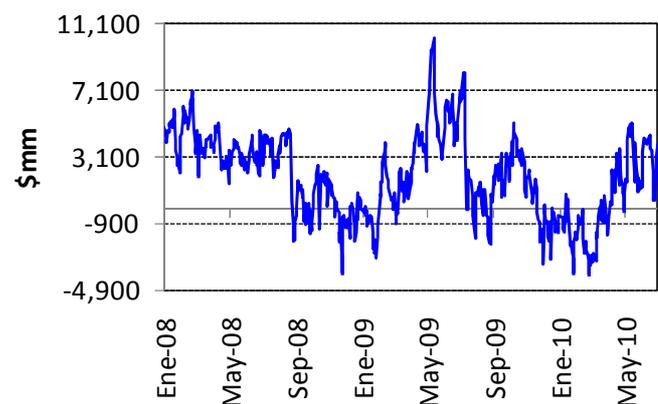
Gráfico 20



Fuente: Banco de la República

Gráfico 21

Posición neta del BR en el Mercado Monetario

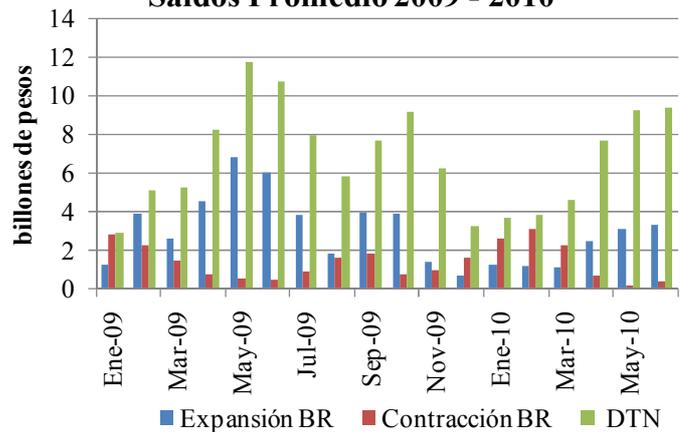


Fuente: Banco de la República

²⁸ El saldo de la DGCPTN en el Banco de la República pasó de \$5,65 billones el 31 de marzo de 2010 a \$8,56 billones el 30 de junio de 2010.

Gráfico 22

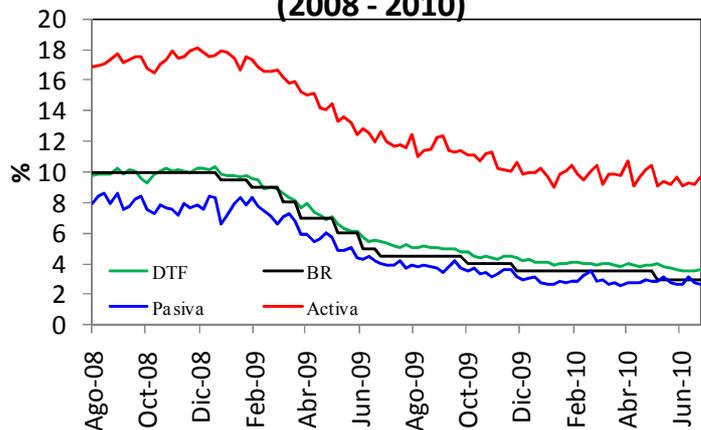
Saldos Promedio 2009 - 2010



Fuente: Banco de la República

Gráfico 23

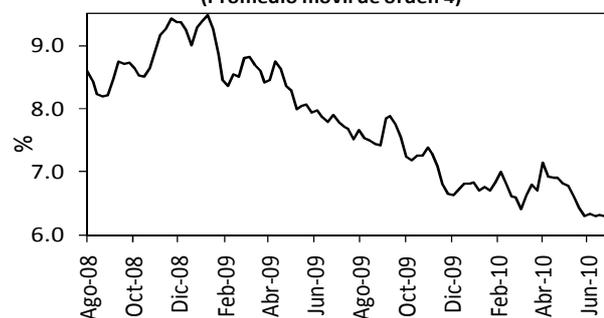
Tasas de Interes Activa y Pasiva (2008 - 2010)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

Gráfico 24

Márgen de Intermediación (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

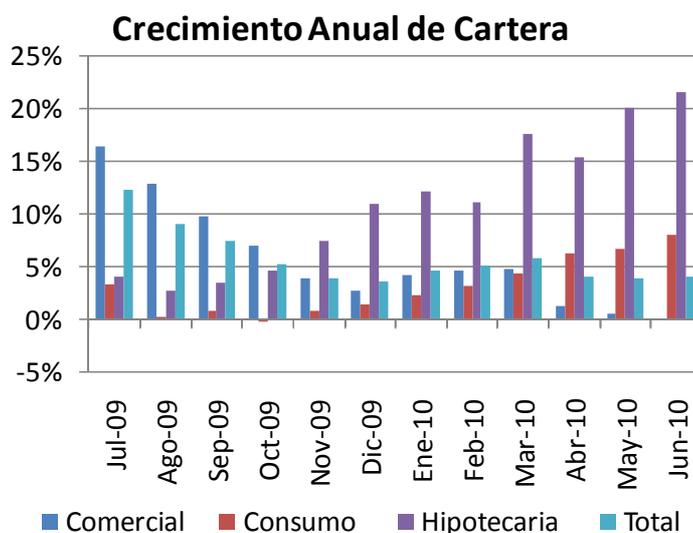
Entre abril y junio, la tasa activa²⁹ disminuyó 10 p.b., al tiempo que la tasa de interés pasiva del sistema financiero terminó el trimestre 10 p.b. por encima de su nivel del trimestre anterior (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 6,96% a 6,75%³⁰ (Gráfico 24).

Con respecto al crédito, con datos disponibles a junio de 2010, las carteras hipotecaria y de consumo registraron incrementos anuales de 21,5% y 8,0%, respectivamente, superando el ritmo de recuperación que registraban en marzo. Por su parte, la cartera de microcrédito también continuó aumentando, aunque a una tasa de 11,5%, inferior a la registrada a finales del primer trimestre de 2010 (17,9%). En cuanto a la cartera comercial, ésta no presentó variación alguna frente a la observada en el mismo período de 2009 (Gráfico 25).

²⁹ Promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

³⁰ Datos del 26 de marzo y el 25 de junio de 2010.

Gráfico 25



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 segundo trimestre de 2010 las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. disminuyeron (*Gráfico 26*). Los títulos registraron valorizaciones ante las compras de varios agentes que decidieron invertir en estos activos considerados seguros, ante la incertidumbre con respecto a la situación fiscal de algunos países europeos y el incremento en la aversión al riesgo generado por el desfavorable panorama internacional. Adicionalmente, algunos datos que se dieron a conocer de la economía estadounidense resultaron menos favorables de lo esperado, llevando a varios agentes a considerar que la tasa de referencia de Estados Unidos permanecería inalterada por un tiempo prolongado.

Durante el trimestre analizado, los mercados de deuda pública interna de la región presentaron comportamientos mixtos. En México todos los bonos registraron valorizaciones, en mayor magnitud los de mediano y largo plazo. En Perú, la curva se desplazó al alza ante la desvalorización de los títulos de todos los plazos. En Chile y Brasil los bonos de corto y mediano plazo registraron desvalorizaciones al tiempo que los de largo plazo se valorizaron, y por lo tanto las curvas se aplanaron (*Gráfico 27*).

Gráfico 26

EEUU

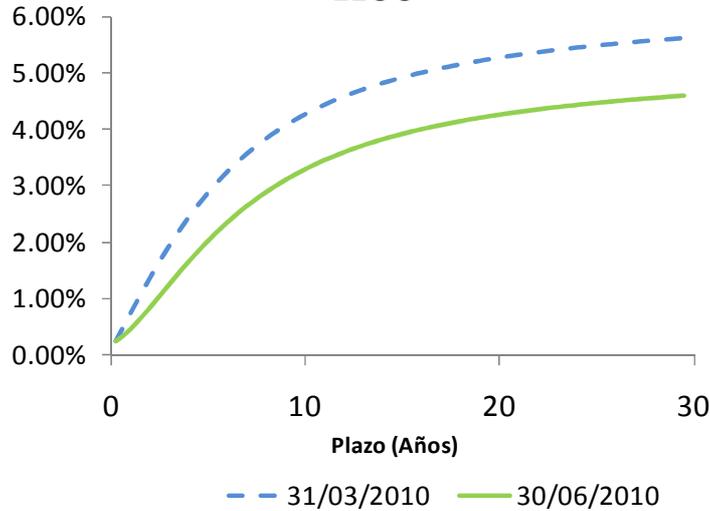
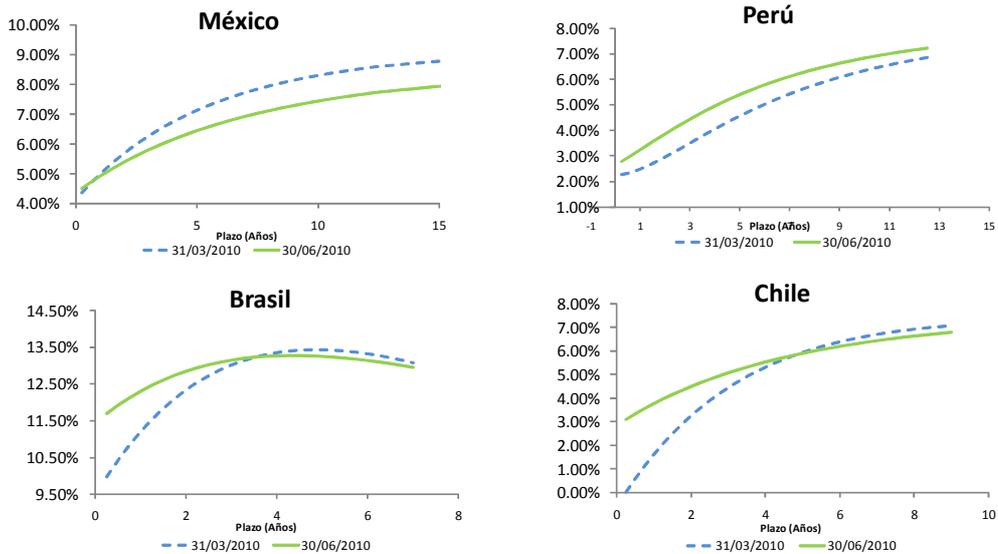


Gráfico 27

Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 31-Mar-10 a 30-Jun-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	-9.78	-53.73	-82.14
Perú	74.42	89.54	56.68
Brasil	104.74	2.01	-17.87
Chile	208.10	41.91	-23.20
EEUU	-11.2	-66.8	-93.2
Colombia	-51.1	-122.0	-93.3

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 28

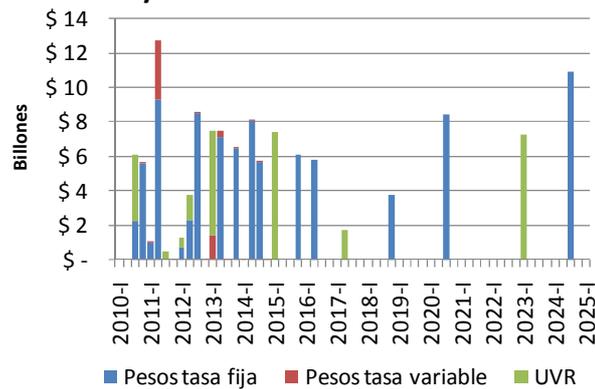
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A.Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

A junio 30 de 2010, el saldo de TES clase B en el mercado ascendía a \$126,1 billones. Para el año 2010 el cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo es de \$25,5 billones, de los cuales al 30 de junio se habían colocado \$13,8 billones³¹. A esa fecha se encontraban abiertas dos emisiones³² de largo plazo denominadas en pesos (con vencimiento en junio 2016 y julio 2024) y una emisión denominada en UVR (vencimiento en 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 \$5,2 billones a finales de junio.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B³³. Con corte al 30 de junio de 2010, se observa que en lo que queda de este año y el año 2011 se concentra el 21% de los vencimientos y que en el año 2012 los vencimientos representan un 11%.

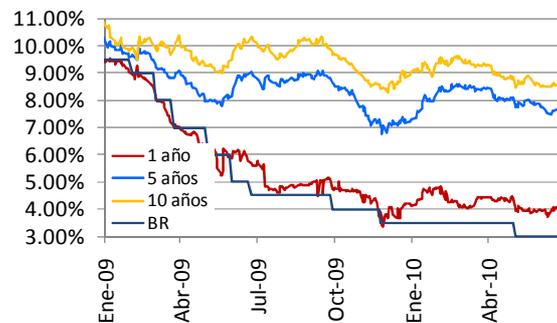
Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores - BR.

Gráfico 29

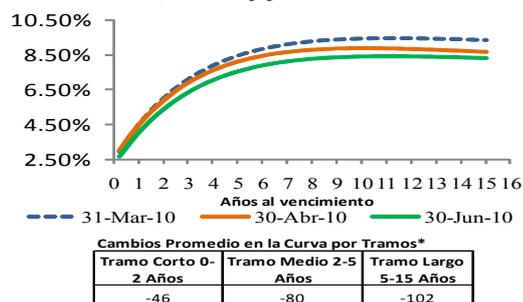
Tasas Cero Cupón de TES en Pesos y tasa de referencia del BR



Fuente: SEN y MEC, cálculos DODM

Gráfico 30

Curvas Spot Colombia marzo, abril y junio de 2010



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

³¹ A junio 30 se habían colocado \$7.319 miles de millones en subastas, \$1.919 miles de millones en convenidas y \$4.578 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de junio.

³² 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.

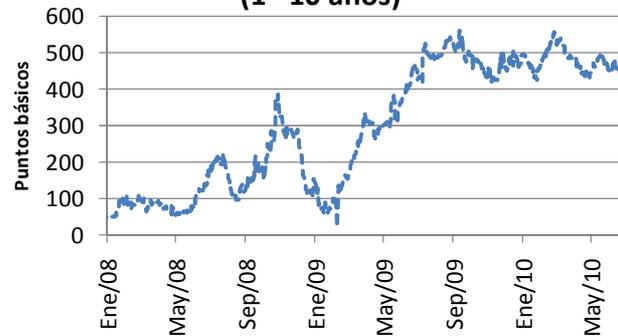
³³ Incluye saldos de capital de los TES de largo plazo en tasa fija, en UVR y TES IPC. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con el valor de referencia del 30 de junio de 2010.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Durante el segundo trimestre de 2010 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos disminuyeron en promedio 46 p.b., 80 p.b. y 102 p.b. entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente³⁴ (Gráficos 29 y 30). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 10 años disminuyó alcanzando en el periodo un mínimo de 430 p.b., pero posteriormente aumentó hasta cerrar el trimestre en 445 p.b. (Gráfico 31).

Gráfico 31

Spread entre tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

La valorización de los TES, a pesar del desfavorable entorno internacional ocasionado por los problemas fiscales de algunos países europeos, se explica por varios factores. Por un lado, los agentes del mercado estaban revisando a la baja sus estimaciones de inflación, lo que se ve reflejado en las encuestas realizadas por el Banco de la República, las cuales muestran que durante el segundo trimestre del año la inflación esperada disminuyó, al tiempo que los datos publicados resultaron inferiores a los pronosticados. Por otro lado, los temores fiscales fueron calmados luego de la colocación de un bono global³⁵ y un canje de deuda por parte del Gobierno³⁶. Además, posteriormente hubo otros anuncios en materia fiscal que redujeron las expectativas de una mayor emisión de títulos de deuda pública interna³⁷, entre estos, la disminución en las proyecciones de las colocaciones de TES en 2010 que pasaron de \$26 billones a \$25,5 billones.

Adicional a lo anterior, hubo otros factores que contribuyeron a la valorización de los títulos. En primer lugar, los agentes del mercado presionaron las tasas a la baja, en mayor cuantía las de corto plazo³⁸, cuando incorporaron la disminución de 50 pb en la tasa de referencia por parte del

³⁴ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

³⁵ El 7 de abril el Ministerio de Hacienda anunció la exitosa emisión de un TES global denominado en pesos y pagadero en dólares con vencimiento en el año 2021 (11 años), por un monto nominal de \$1,5 billones. La entidad señaló que con esta emisión de US\$800 millones aproximadamente, se completó el financiamiento externo mediante bonos que había sido previsto en US\$500 millones para el año 2010, y que adicionalmente se sustituyeron desembolsos de entidades multilaterales por un monto de US\$300 millones contemplados en el plan financiero del mismo año. El comunicado anotó que el rendimiento era el más bajo de las colocaciones de TES globales que la Nación había realizado hasta el momento (Colombia no participaba en el mercado primario de TES Globales desde 2007).

³⁶ El 21 de abril el Ministerio de Hacienda anunció una operación de manejo de deuda interna en la que intercambió \$3,5 billones, recogiendo referencias con vencimientos entre 2010 y 2015 y entregando títulos denominados en UVR con vencimiento en 2013 y 2023. Esta operación redujo en \$1,3 billones las necesidades de financiamiento de 2010.

³⁷ La Comisión Interparlamentaria de Crédito Público aprobó la emisión de bonos de deuda externa hasta por US\$800 millones. El Plan financiero incluía emisión de bonos hasta US\$500 millones. La Comisión Interparlamentaria había aprobado una emisión por US\$800 millones en el mes de abril.

³⁸ Entre el 30 de abril y el 3 mayo las tasas entre 0 y 2 años disminuyeron 47 p.b., entre 2 y 5 años cayeron 38 p.b. y a plazos superiores a 5 años cayeron 30 p.b.

Banco de la República en la reunión de abril. En segundo lugar, la oferta de títulos esperada disminuyó cuando la JDBR anunció a finales de abril la decisión de suspender las ventas de TES³⁹. Por último, hubo una mejoría en las perspectivas económicas a nivel local que pudo motivar a algunos agentes del mercado de TES a cobrar menores primas de riesgo al Gobierno en el momento de adquirir los títulos emitidos por éste. Las perspectivas económicas de varios agentes mejoraron luego de conocer que el crecimiento económico del 4T09 y del 1T10 habían sido 2,5% (revisado a 3,4%) y 4,4%, respectivamente, datos superiores a los pronosticados por los analistas (1,7% y 3,6%). Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda había anunciado en abril la posibilidad de realizar en junio una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento para Colombia. Esta revisión se hizo efectiva el 15 de junio cuando la proyección de crecimiento para 2010 pasó de 2,5% a 3,0%. Por último, el mercado tomó positivamente la posibilidad del aumento de la calificación de Colombia por parte de la calificadora *Moody's*, lo que la ubicaría en grado de inversión.

Por otro lado, el promedio diario de negociación en el trimestre analizado ascendió a \$6,9 billones (anterior: \$6,0 billones). Los títulos más transados fueron el que vence en julio de 2020 (20%) y el que vence en agosto de 2012 (19%) (*Gráficos 32, 33 y 34*).

Gráfico 32

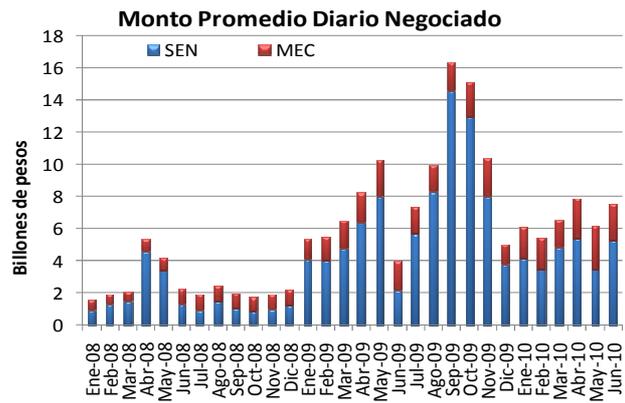


Gráfico 33

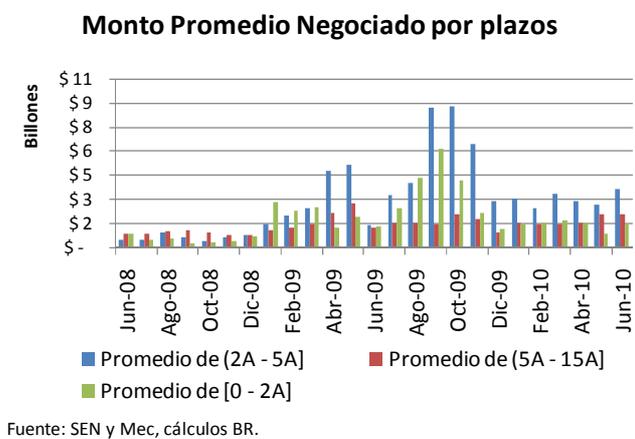
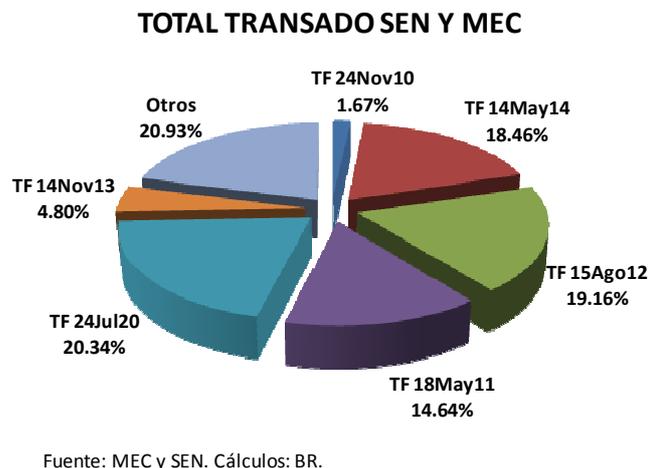


Gráfico 34



³⁹ En el comunicado del 30 de abril la JDBR señaló que debido a los mayores depósitos de la DGCPTN, había tomado la decisión de suspender las ventas de TES que estaba llevando a cabo cada mes para contrarrestar el efecto monetario de la acumulación de reservas. Posteriormente, la JDBR anunció que en lo corrido del año el Banco había realizado ventas definitivas de TES por \$2 billones y que, al finalizar abril, el saldo de dichos títulos en su poder ascendía a \$1,6 billones.

4.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado de TES, los precios de los futuros sobre TES negociados en la BVC se valorizaron durante el trimestre (*Gráfico 35*).

El número de contratos negociados a futuro de TES⁴⁰ se incrementó 31% frente al trimestre anterior al pasar de 5.912 contratos a 7.729 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$1,9 billones. En cuanto a las posiciones abiertas, el contrato a futuro con vencimiento a mayo de 2010 comenzó con una posición abierta de 140 contratos y ascendió a un máximo de 190 contratos. Por su parte, el futuro con vencimiento en junio abrió en 60 contratos, mientras que el de julio de 2010 comenzó con una posición de 60 contratos y alcanzó un máximo de 180 (*Gráfico 36*).

4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el segundo trimestre las curvas de rendimiento de la deuda pública externa en dólares de los países de la región tuvieron resultados mixtos. Las curvas de rendimientos de los bonos de Brasil, México y Colombia se aplanaron debido a una valorización de los títulos del largo plazo y una desvalorización de los de corto plazo. Por su parte, la curva de Perú se empinó ante una valorización más pronunciada en los bonos de corto plazo que en los bonos de largo plazo (*Gráfico 37*).

Gráfico 35

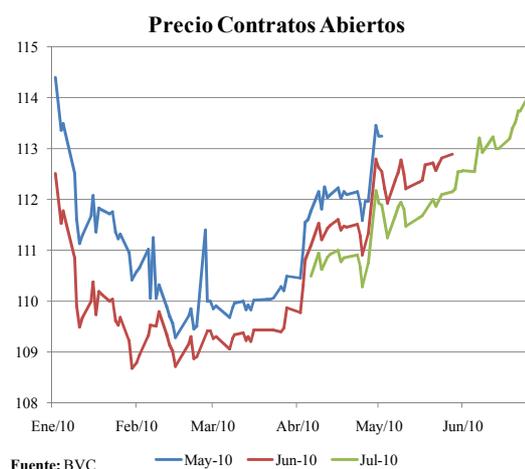
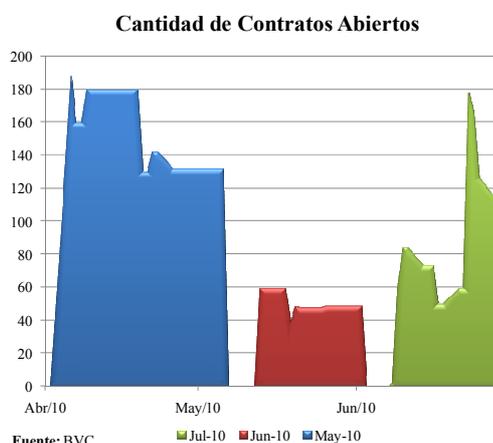
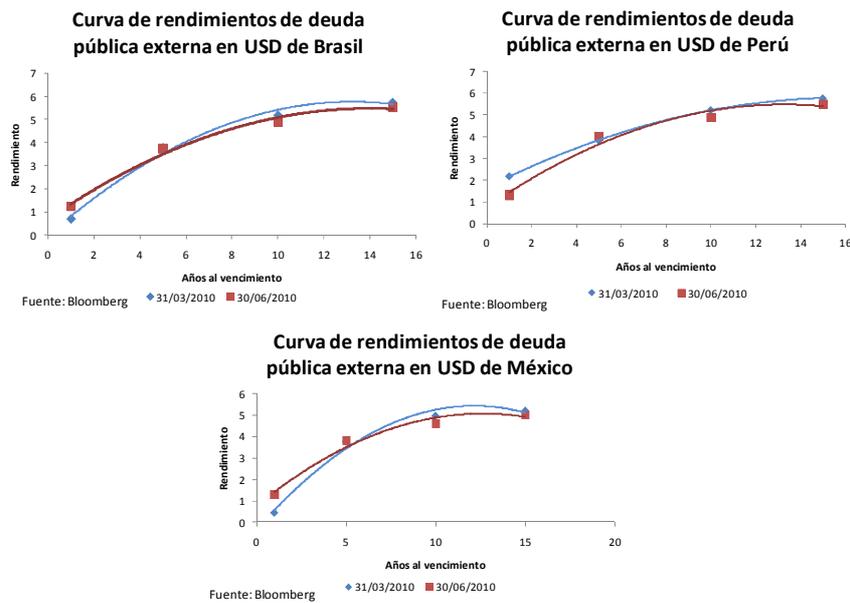


Gráfico 36



⁴⁰ Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo. Fuente: BVC.

Gráfico 37



La mayor aversión al riesgo debido a la situación fiscal de algunos países europeos generó aumentos en los *spreads* de deuda emergente. Así, el aumento en las primas de riesgo de la región estuvo asociado al contexto internacional y no a perspectivas negativas hacia Latinoamérica.

De esta forma, indicadores de riesgo de la región como los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años y el EMBI aumentaron durante el período analizado. El mayor incremento de estos indicadores se presentó durante el mes de mayo, ante la situación fiscal de algunos países europeos y la consecuente disminución en las calificaciones de su deuda soberana.

Gráfico 38

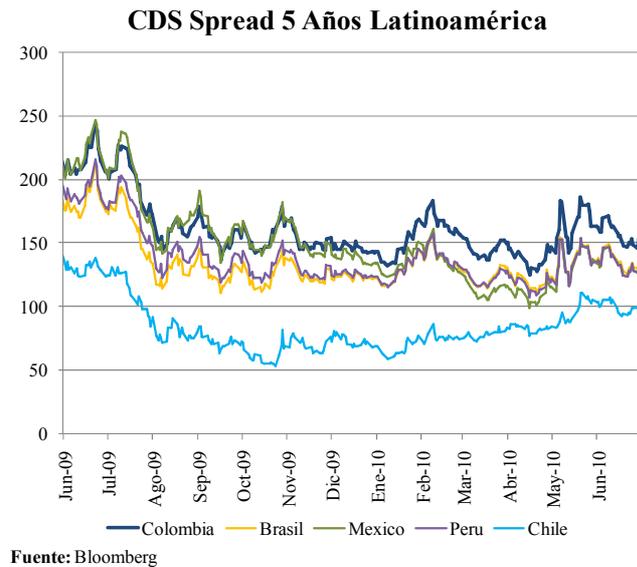


Gráfico 39

Es así como los CDS a 5 años de la región aumentaron en promedio 13 p.b. (11%)⁴¹ (Gráfico 38). Por su parte, el EMBI+⁴² aumentó 86 p.b. (34%) (Gráfico 39).

4.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares mostró desvalorizaciones en el tramo corto y valorizaciones en la parte media y larga (Gráfico 40).

En abril y mayo las tasas de los títulos aumentaron, impulsadas por la mayor aversión al riesgo internacional (Gráfico 41). Posteriormente, los títulos se valorizaron en junio debido a la publicación del dato de crecimiento de la economía colombiana del 1T10 que resultó mejor al esperado y a que un analista de la agencia *Moody's* comentó sobre la posibilidad de aumentar la calificación de Colombia a grado de inversión ante el comportamiento favorable de indicadores económicos como producción industrial y petrolera, la propuesta sobre el fondo de estabilización fiscal y el apoyo del presidente electo en el Congreso.

Colombia emitió el 7 de abril un TES Global (denominado en pesos y pagadero en dólares) con vencimiento en 2021, un monto nominal de \$1,5 billones⁴³ y rendimiento 7,75%.

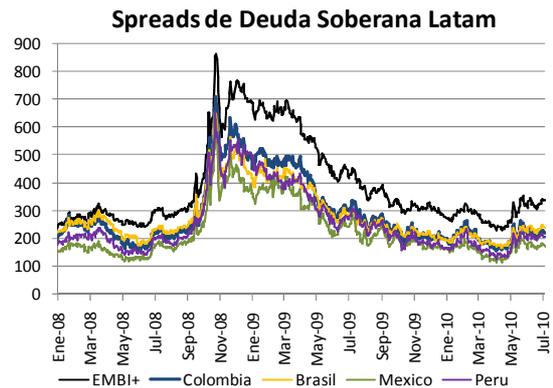


Gráfico 40

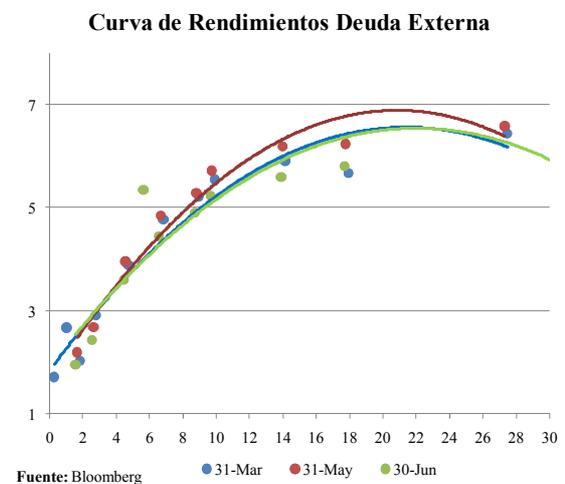
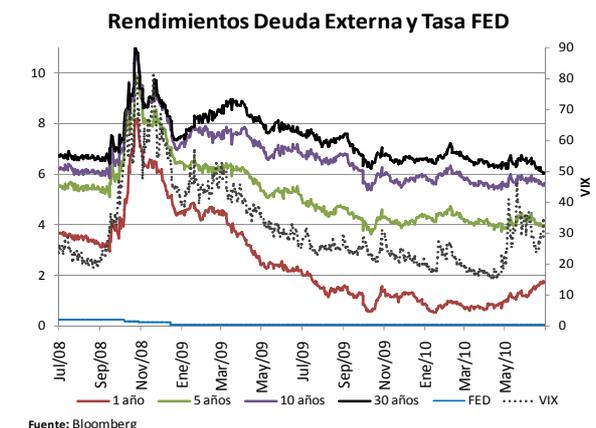


Gráfico 41



⁴¹ Variaciones: Colombia: 3p.b. (1,4%), Brasil: 9p.b.(7,2%), México: 22p.b. (18,3%), Perú: 10p.b. (6,8%) y Chile: 22 p.b. (26,1%)

⁴² Variaciones EMBI+ países: Colombia: 58 p.b. (34%), Brasil: 68 p.b. (37%), México: 55 p.b.(43%) y Perú: 70 p.b. (48%).

⁴³ El monto nominal es de aproximadamente US\$800 millones. El bono con vencimiento el 14 de abril de 2021 y cupón de 7,75%, fue emitido a par con un rendimiento 83 p.b. inferior al de los TES locales con vencimiento en julio 24 de 2020 negociados en ese momento. La demanda por la emisión fue de 4,6 veces el monto a emitir.

Posteriormente, en julio el Gobierno realizó la reapertura de este bono por un monto de \$938.780 millones (aproximadamente US\$500 millones)⁴⁴. Asimismo, señaló que con esta operación había completado el financiamiento externo por el componente de bonos para 2010.

El EMBI+ Colombia aumentó 58 p.b. (34%). Por su parte, los CDS a 5 años aumentaron 3 p.b. durante el trimestre, en línea con el comportamiento del mismo instrumento en otros países de la región, aunque en menor magnitud, lo que se puede interpretar como una menor percepción de riesgo relativo hacia Colombia.

5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

Por segundo trimestre consecutivo las colocaciones de deuda corporativa se caracterizaron por una alta participación del sistema financiero. A diferencia del trimestre anterior los plazos de colocación aumentaron. El monto emitido en el trimestre ascendió a \$2,5 billones inferior en 5% al monto colocado en el mismo trimestre de 2009. Las emisiones más grandes emitidas en el trimestre fueron: bonos de la Empresa de Energía del Pacífico por \$600 mm, CDT's de Findeter por \$400 mm y bonos de Bancoldex por \$382 mm.

Por otro lado, durante el trimestre todas las subastas tuvieron una demanda superior al monto ofrecido. Sin embargo, la diferencia entre la

Gráfico 42

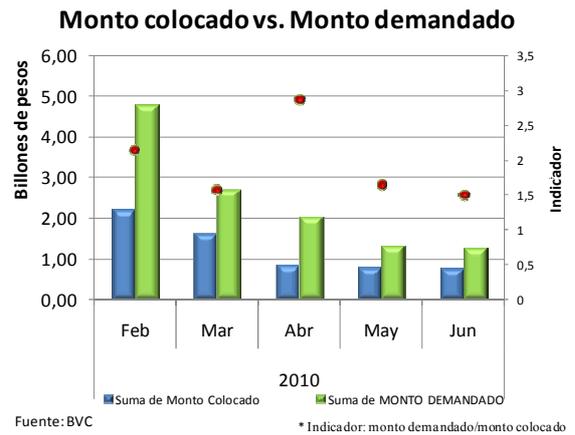


Gráfico 43

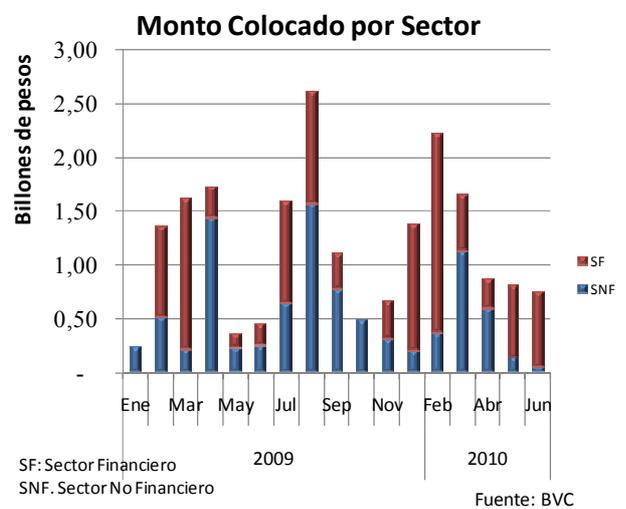
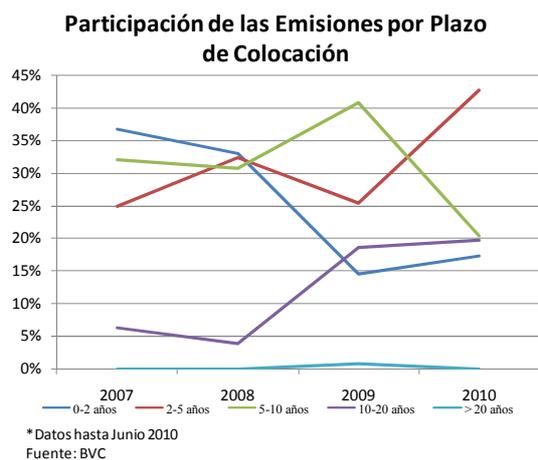


Gráfico 44



⁴⁴ El bono con vencimiento el 14 de abril de 2021 y cupón de 7,75%, se reabrió a una tasa de 6,75%, la cual es inferior en 100 puntos básicos a la de la colocación inicial en abril de este año, y con un rendimiento inferior en 93 puntos básicos a la tasa de los TES locales con vencimiento en julio de 2020. Se recibieron ofertas totales por cerca de 4,7 veces el monto nominal a emitir.

demanda y la oferta no fue tan amplia como en trimestres anteriores debido posiblemente a que la liquidez en el mercado monetario era menor. Los montos demandados en ese período ascendieron a \$4,6 billones, 1,91 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$7,5 billones, 1,95 veces) (*Gráfico 42*). Las emisiones con mayor demanda fueron la de Interbolsa S.A. a tasa fija con una demanda de 5,1 veces el monto colocado (a 4 años con tasa de corte 8,6%), y la emisión de esa misma entidad indexada al IPC con una demanda de 3,2 veces (a 4 años con tasa de corte IPC+5,5%).

En el *Gráfico 43* se observa la distribución de las colocaciones de compañías del sector financiero y del sector real. En línea con el comportamiento presentado en el primer trimestre del año, en el segundo trimestre el 67% de las colocaciones (equivalente a \$1,6 billones) las hicieron empresas del sector financiero. A diferencia del comportamiento de 2009, en donde la mitad de las colocaciones fueron de empresas del sector real, durante el primer semestre de 2010 se había reducido la participación de este sector hasta el 36%. Este comportamiento puede explicarse en parte porque varias empresas del sector real ya habían realizado el año pasado sus colocaciones para financiar sus planes de inversión o sustituir pasivos.

Los factores que continuaban incentivando la emisión de deuda corporativa en el segundo trimestre de 2010 eran: la estabilidad en las tasas de interés, la inflación observada por debajo de la esperada y las perspectivas positivas de crecimiento.

Gráfico 45
Colocaciones por Tasa de Interés

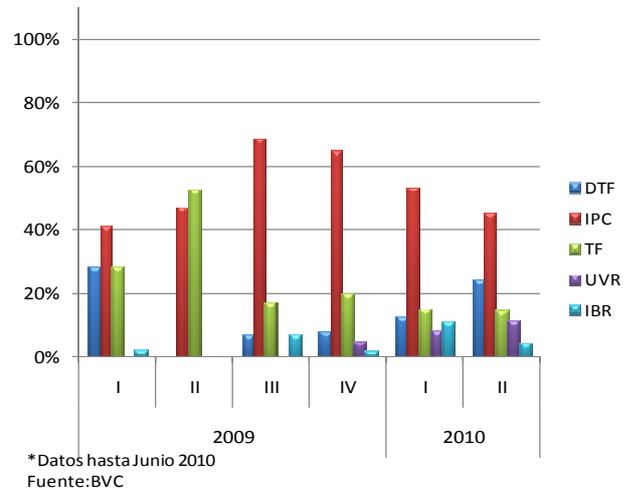


Gráfico 46
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la inflación

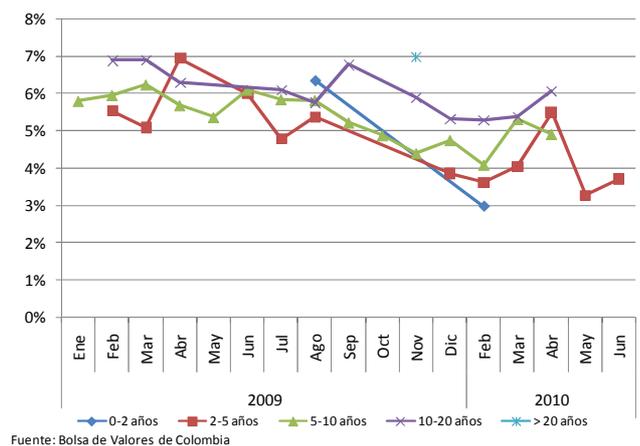
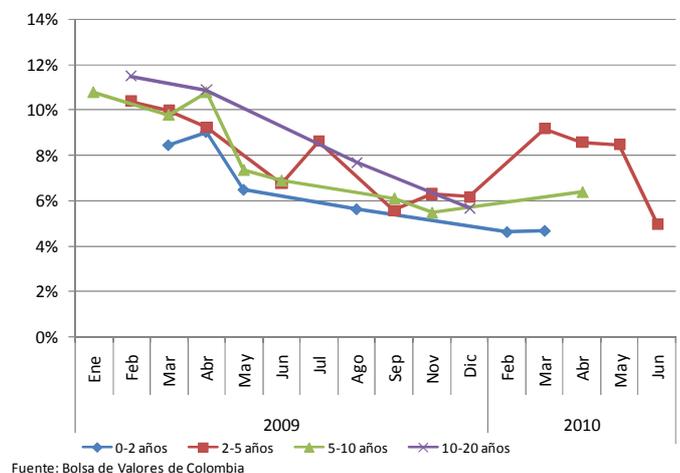


Gráfico 47
Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Tasa Fija

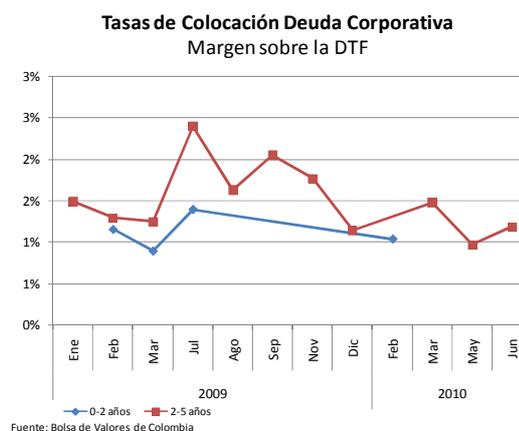


Según los prospectos de emisión, las empresas del sector financiero utilizarían los recursos obtenidos mediante la colocación de deuda en operaciones activas de crédito, sustitución de pasivos y constitución de fondos de liquidez. Por otro lado, en las empresas del sector real, los recursos serían utilizados para financiar los planes de inversión, sustituir obligaciones financieras y como capital de trabajo.

Siguiendo la tendencia del primer trimestre del año, la mayor parte de la deuda del segundo trimestre se emitió a menos de 5 años (aproximadamente 60% de las colocaciones), característica acorde con la predominancia de las emisiones del sector financiero (*Gráfico 44*). Como ha sucedido en trimestres anteriores, las empresas del sector real realizaron emisiones a mayor plazo que las del sector financiero. Sin embargo, los plazos de colocación de los dos sectores se incrementaron frente al trimestre anterior; el plazo promedio de colocación⁴⁵ del sector real aumentó de 5,4 años a 11,8 años y las emisiones del sector financiero se realizaron en promedio a 5,3 años frente a 4,6 del trimestre anterior. En cuanto al plazo emitido, se destacó la emisión por \$300 mm a 20 años de la Empresa de Energía del Pacífico como la referencia más larga colocada durante el primer semestre de 2010.

En el trimestre analizado, el 45% de las colocaciones estuvieron atadas al IPC, el 14% a tasa fija y el restante a DTF, UVR e IBR (*Gráfico 45*). En los *Gráficos 46* al *48* 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 2 y 5 años disminuyó de un promedio mensual de 4,0% en marzo a 3,7% en junio, y de igual forma, entre 5 y 10 años el margen disminuyó de 5,3% a 4,9%⁴⁶.

Gráfico 48



⁴⁵ Ponderada por monto.

⁴⁶ Este dato corresponde a las colocaciones de abril. En mayo y junio no se realizaron colocaciones atadas al IPC para este plazo.

6. MERCADO ACCIONARIO

En un contexto de aversión al riesgo internacional, los índices bursátiles de Estados Unidos y de otros países desarrollados presentaron fuertes retrocesos que fueron seguidos por los mercados emergentes de Europa y Asia. Por su parte, en Latinoamérica, los índices bursátiles registraron comportamientos mixtos.

En Estados Unidos, a pesar de buenos resultados corporativos del 1T10 y algunos resultados económicos mejores a los esperados, el *Dow Jones* y el *S&P500* cayeron 10% y 11,9%, respectivamente durante el segundo trimestre de 2010. Estos retrocesos estuvieron motivados por factores internos y externos:

- A nivel local, los mercados reaccionaron negativamente y la aversión al riesgo aumentó, al conocerse la demanda de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) a *Goldman Sachs* por fraude, ya que posiblemente omitió información a los inversionistas sobre un producto de deuda colateralizada. Adicionalmente, un fiscal de Nueva York inició una investigación por fraude a ocho entidades financieras⁴⁷, para conocer si habían engañado a los inversionistas de títulos atados a hipotecas de alto riesgo.
- En el contexto externo, el mercado bursátil de Estados Unidos continuó siendo influenciado por la situación fiscal de Grecia y de otros países de Europa, por la incertidumbre sobre el impacto de

Gráfico 49

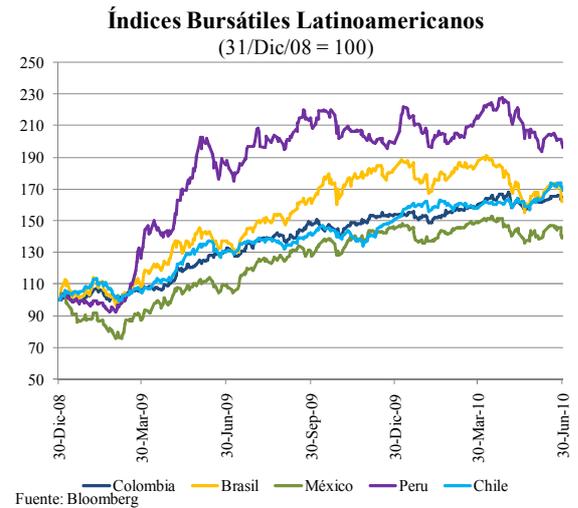


Gráfico 50

Coefficiente de Variación (ventana móvil 20 días) de los Índices Bursátiles de la Región y Estados Unidos

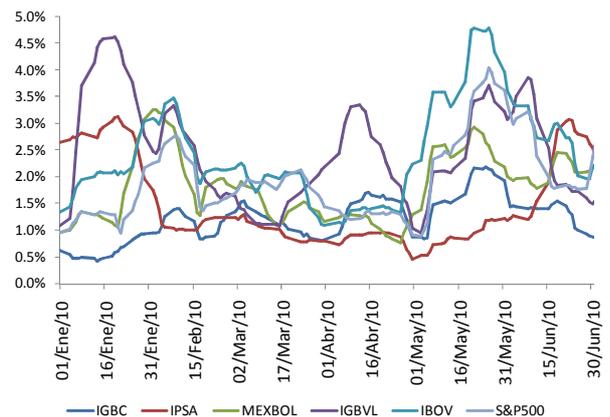
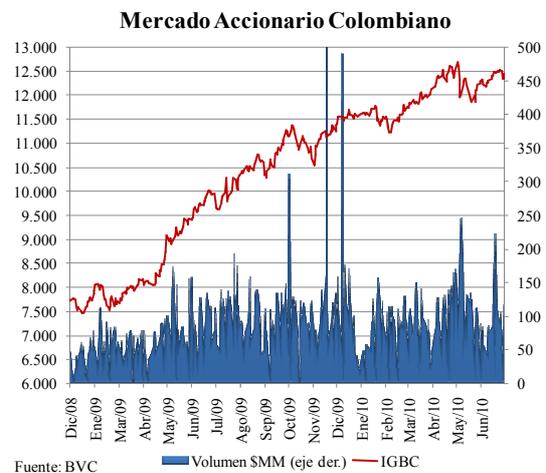


Gráfico 51



⁴⁷ Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Credit Agricole y Merrill Lynch.

las medidas de ajuste fiscal en el crecimiento europeo y por las medidas tomadas por el gobierno de China para restringir la liquidez en la economía.

En Europa, los principales índices también presentaron retrocesos debido al temor por la situación fiscal de algunos países de esa región: el Eurostoxx 50, el FTSE 100 y el DAX disminuyeron 12%, 13% y 3%, respectivamente.

En línea con el contexto internacional, las bolsas asiáticas presentaron retrocesos motivados por la mayor aversión al riesgo. Adicional a esto, la continuación de las medidas de restricción de liquidez en China, y las expectativas de menores ganancias de empresas exportadoras de ese país, luego del anuncio de su flexibilización cambiaria, estuvieron asociadas a la caída en los índices. En Japón, el índice *Nikkei* cayó 15,3%, y en China, a pesar de los buenos resultados en las cifras de crecimiento y exportaciones, el *Hang Seng* de Hong Kong y el *Shanghai Composite* retrocedieron 5,2% y 22,9%, respectivamente.

En América Latina, los principales índices mostraron resultados mixtos. Entre las bolsas que cayeron, el IBOV de Brasil fue el índice de mayor retroceso (-13,4%), seguido por el Merval de Argentina (-8%), el IGBVL de Perú (-7,6%) y el MEXBOL de México (-6,3%). El índice IPSA de Chile (8,0%) y el IGBC de Colombia (2,7%) avanzaron (*Gráfico 49*).

En materia de volatilidad, el índice bursátil colombiano fue uno de los índices con menor coeficiente de variación⁴⁸ de la región. Dentro de los índices de mayor coeficiente de variación durante el trimestre estuvieron el IBOV de Brasil, el IGBVL de Perú, el S&P500 y el IPSA de Chile (*Gráfico 50*).

El promedio diario negociado en el mercado accionario colombiano en el segundo trimestre aumentó al pasar de \$96,4mm a \$126mm (*Gráfico 51*). Por su parte, los índices de capitalización y liquidez, COLCAP y COL20 avanzaron 1,8% y 3,4%, respectivamente. Si bien el IGBC presentó importantes retrocesos en mayo influenciado por las noticias internacionales, la cifra de crecimiento de la economía colombiana en el 1T10 y las perspectivas positivas de crecimiento, compensaron estas caídas. Adicionalmente, las expectativas sobre el aumento en la calificación de la deuda externa en moneda extranjera de Colombia por parte de *Moody's* incentivó la valorización en los índices locales.

⁴⁸ El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 20.