



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2012

Banco de la República

Octubre de 2012

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

Nathali Cardozo

Karen Juliet Leiton

José Fernando Moreno

Lina Vanessa Patiño

Juan Sebastián Rassa

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Paula Juliana Sarmiento

Karen Johana Quintero

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Mercado Cambiario	6
2.2	Mercado Monetario	6
2.3	Mercado de deuda pública interna y externa	6
2.4	Mercado accionario	7
3	Entorno internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	12
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	16
6	Mercado Monetario y Renta Fija	19
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	19
6.2	Mercado de Deuda Pública	23
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	23
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	25
6.3	Contratos de Futuros de TES	27
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	28
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	29
7	Mercado Primario de Deuda Privada	30
8	Mercado Accionario	33

Índice de Gráficos

1	Indices accionarios	8
2	Indices de apetito por riesgo Estados Unidos y Europa	8
3	Tasa interbancaria y de referencia E.E.U.U	11
4	Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro	11
5	Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra	11
6	Tasa interbancaria y de referencia Japón	11
7	Índices de Confianza	12
8	Índice de Confianza de la Economía (ICEA)	13
9	Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	14
10	Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	14
11	VIX vs. Índices de Monedas	15
12	Credit Default Swaps 5 años	15
13	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM	16
14	Tasas de Cambio LATAM	17
15	COP/USD - LACI - VIX	17
16	Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro	18
17	Montos de Forwards y Futuros CRCC	19
18	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos	20
19	Indice de Precios al Consumidor	20
20	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)	21
21	Posición neta del BR en el Mercado Monetario	22
22	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012	22
23	Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2011)	22
24	Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)	22
25	Crecimiento Anual de Cartera	23
26	Curva Cero Cupón EE.UU.	23
27	Curvas Cero Cupón Países de la Región	24
28	Proyección de Vencimientos TES	25
29	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR	26
30	Curvas Spot Colombia	26
31	Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)	27
32	Monto Promedio Negociado por plazos de TES	27
33	Monto Promedio Diario Negociado de TES	28
34	Precio de Contratos de TES a Futuro	28
35	Contratos Pactados de TES a Futuro	28
36	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	29
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	29
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	29
39	Credit Default Swaps 5 años	30
40	Spreads Deuda Soberana LATAM	30
41	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	30
42	Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED	31
43	Monto Total Colocado (2010 - 2011)	31

44	Monto Colocado por Sector	31
45	Colocaciones por Tasa de Interés	32
46	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	32
47	Monto Colocado VS Monto Demandado	32
48	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	33
49	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	34
50	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	34
51	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	34
52	S&P MILA 40	35
53	IGBC y Volumen Transado Diario	35
54	Capitalización Bursátil/PIB	35
55	Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable	36

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	12
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	15
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	15
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	16
5	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	17
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM	20
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012	20

1 Introducción

El Banco de la República genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* está enmarcado dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el servicio que presta el Banco de ofrecer información e investigación económica de calidad.

Con el anterior objetivo, este reporte pretende proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte hace una descripción de los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

El análisis del presente documento se centra en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2012, periodo en el que, aunque la percepción de riesgo a nivel internacional mejoró, las condiciones externas aún reflejan incertidumbre, principalmente ante temores sobre la estabilidad macroeconómica de la zona euro y el crecimiento de la economía mundial. Esta disminución de la percepción de riesgo estuvo influenciada principalmente por los estímulos monetarios realizados por los Bancos Centrales de las economías desarrolladas. En este contexto, el dólar se debilitó frente a las monedas de países desarrollados y algunos emergentes, los precios de los productos básicos aumentaron y los índices accionarios presentaron valorizaciones. A nivel local, la percepción de riesgo de los agentes mejoró a la vez que se publicó el dato de crecimiento del PIB del 2T12 que resultó mejor que el esperado por el mercado. Sin embargo, en el último mes se han observado resultados mixtos en algunos indicadores de la actividad económica local.

El documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en los mercados a nivel internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento mercado accionario regional y local.

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Mercado Cambiario

En el tercer trimestre de 2012 la mayoría de monedas de países desarrollados y emergentes se apreciaron frente al dólar. Las monedas con las mayores apreciaciones frente al dólar fueron el peso chileno, la rupia india, el zloty polaco, el peso mexicano y el rublo ruso. La moneda que más se depreció en el mismo periodo fue el peso argentino. En Latinoamérica el comportamiento de las monedas fue mixto: el peso argentino, el peso colombiano y el real brasilero se depreciaron, mientras que las demás monedas se apreciaron frente al dólar.

2.2 Mercado Monetario

En el tercer trimestre de 2012 continuaron los estímulos monetarios por parte de algunos Bancos Centrales de economías desarrolladas y emergentes. Por un lado la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia y anunció una tercera ronda del programa de alivio cuantitativo (QE3). El Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de política en 25 p.b. a 0,75% y anunció el programa de Operaciones Monetarias Directas. Los Bancos Centrales de Inglaterra y Japón mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos y aumentaron sus programas de compra de activos. Por su parte, el Banco Central de China redujo por segunda vez en el año su tasa de interés de referencia de los depósitos y préstamos a un año, y el Banco Central de India redujo los requerimientos de reserva en 25 p.b. a 4,5%.

En Latinoamérica los Bancos Centrales de Perú, México y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria, mientras que los Bancos Centrales de Brasil y Colombia las redujeron en 125 p.b. y 50 p.b., respectivamente.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica se valorizaron, con excepción de los bonos de Chile y los del tramo medio de México. En el caso de Colombia, las valorizaciones de los TES denominados en pesos estuvieron relacionadas con la disminución que presentaron las expectativas de inflación ante la publicación de los datos de inflación de junio y julio inferiores a los esperados por el mercado; la reducción de los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana; el inicio de un ciclo de reducción de tasas por parte del BR; el positivismo de algunos agentes ante la disminución en la meta de colocaciones de TES, la emisión de un TES Global a una tasa favorable, y la mejora en la perspectiva de la deuda soberana de Colombia por parte de la calificadora S&P. En septiembre los agentes del mercado modificaron sus expectativas de política monetaria frente a las de julio y agosto. Mientras en los dos primeros meses del trimestre esperaban recortes de la tasa de referencia de tal manera que a finales de 2012 se ubicara en 4,50%, a finales de septiembre, cuando la tasa era 4,75%, algunos agentes descartaron más reducciones y consideraron que la tasa podría permanecer en ese nivel hasta finales del año.

Por su parte, los bonos del Tesoro de EE.UU. no presentaron una tendencia definida. Sin embargo, al comparar

los datos de finales de septiembre con los de final de junio, se encuentra que las tasas de largo plazo aumentaron levemente, en línea con la disminución de la percepción de riesgo a nivel internacional, que pudo haber generado ventas de activos refugio.

Por su parte, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región, incluyendo los de Colombia, se valorizaron. Este comportamiento pudo haber estado asociado a las amplias condiciones de liquidez en el mercado monetario internacional ante los estímulos monetarios.

2.4 Mercado accionario

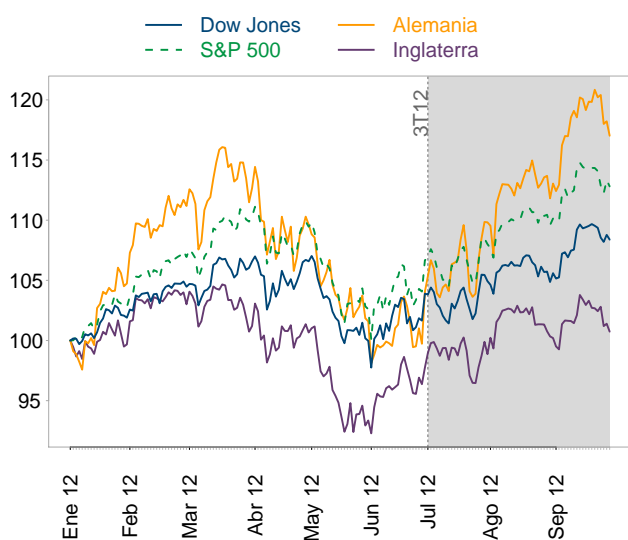
Durante el tercer trimestre de 2012 se presentó una valorización de los índices accionarios tanto de países desarrollados como de países emergentes, principalmente ante la disminución de la percepción de riesgo internacional, los estímulos monetarios por parte de Bancos Centrales de países desarrollados y el aumento de los precios de las materias primas. En Estados Unidos, la valorización¹ fue impulsada por el anuncio por parte de la FED de una nueva ronda del programa de alivio cuantitativo, mientras que en la zona euro la valorización fue soportada por diversas medidas tomadas para impulsar el crecimiento económico y aliviar la crisis de deuda. En América Latina, también se observaron valorizaciones impulsadas por el aumento en los precios de las materias primas y factores particulares de cada mercado.

¹Durante el 3T12, el Dow Jones aumentó 4,3% y el S&P 5,5%.

3 Entorno internacional

En el tercer trimestre de 2012 los índices accionarios presentaron un comportamiento mixto² (Gráfico 1) y la percepción de riesgo a nivel internacional disminuyó³ por anuncios de mayores estímulos monetarios por parte de algunos Bancos Centrales, y por el respaldo que dio la Corte Constitucional Alemana al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) (Gráfico 2).

Gráfico 1: Índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Base 100: 03 Enero 2012

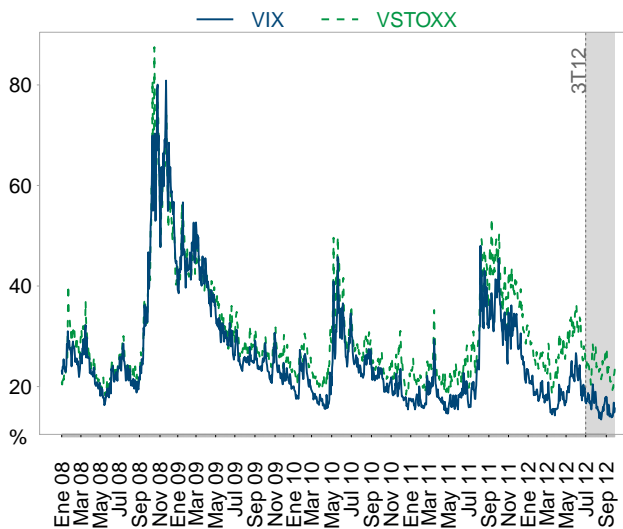
Pese a los anuncios positivos sobre estímulos monetarios que se conocieron durante el trimestre, en julio el Fondo Monetario Internacional (FMI) disminuyó sus perspectivas de crecimiento mundial⁴ de 4,1 % a 3,9 %

²Los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones aumentaron durante el trimestre 5,8%, 6,2% y 4,3%, respectivamente. El FTSE 100 se valorizó 3,1% y el Eurostoxx aumentó 8,4% impulsado por valorizaciones en las bolsas de Alemania (12,5%) y Francia (4,9%). Por su parte, los índices accionarios de Japón y China disminuyeron 1,5% y 6,3%, respectivamente.

³En el periodo analizado el VIX pasó de 17,08% a 15,73% y el VSTOXX pasó de 24,94% a 23,38%.

⁴En el reporte de Perspectivas Económicas de abril, el FMI pronosticó un crecimiento mundial de 4,1% para 2013; para las economías desarrolladas lo proyectó en 1,4% para 2012 y 2% para 2013; y, para las economías emergentes y en desarrollo lo

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



Fuente: Bloomberg.

para el año 2013 y mantuvo estable en 3,5% las de 2012. El crecimiento de las economías avanzadas lo proyectó en 1,4% para 2012 y en 1,9% para 2013, y para las economías emergentes y en desarrollo en 5,6% para 2012 y en 5,9% para 2013. Además, afirmó que es probable que las próximas proyecciones de crecimiento mundial fueran aún más débiles y que los efectos de propagación de la crisis se están evidenciando a escala mundial.

En Estados Unidos, la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo moderado durante el trimestre. En el periodo fueron publicados datos negativos de crecimiento económico⁵ y producción industrial⁶, y datos positivos de mercado laboral⁷, confian-

ubicó en 5,7% para 2012 y en 6% para 2013.

⁵La tercera revisión del PIB del 2T12 indicó que éste presentó una variación de 1,3%, dato inferior a las estimaciones anteriores (1ra: 1,5% y 2da: 1,7%) y a las expectativas del mercado (1,7%)

⁶El índice de producción industrial presentó variaciones de 0,1% (esp: 0,3%) en junio, 0,5% (esp: 0,5%) en julio y -1,2% (esp: 0%)

⁷En el trimestre la tasa de desempleo disminuyó a 8,1%. Sin embargo, la creación de empleos no agrícolas en el mes de junio (80 mil) y agosto (96 mil) fueron significativamente inferiores a

za económica⁸ y ventas al por menor⁹. De otro lado, la Reserva Federal (FED) anunció una tercera ronda del programa de alivio cuantitativo (QE3) mediante la compra de títulos hipotecarios (Mortgage-Backed Securities - MBS) por montos mensuales de USD40 billones¹⁰, y señaló que es probable que las condiciones económicas garanticen niveles excepcionalmente bajos para la tasa de referencia por lo menos hasta mediados de 2015.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región¹¹, en la situación fiscal de España y Grecia, y en los recortes en las calificaciones de deuda soberana de algunos países y de varios bancos europeos¹². En este contexto y con el fin de garantizar una eficaz transmisión de la política monetaria a las economías, el Banco Central Europeo (BCE) anunció el programa de Operaciones Monetarias Directas (OMD) que consiste en la compra de cantidades ilimitadas de bonos de deuda soberana con vencimiento entre 1 y 3 años de países de la Zona Euro que se hayan unido a un programa financiero con el FEEF¹³ / MEDE. Adicionalmente, decidió ampliar su lista de colaterales permitidos con el fin de mejorar el acceso

los esperados por el mercado.

⁸El índice de confianza del consumidor de la Conference Board pasó de 65,4 puntos, en julio, a 70,3 en septiembre. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan pasó de 72,3, en julio a 78,3 puntos, en septiembre.

⁹Las ventas al por menor repuntaron a lo largo del periodo desde una caída de 0,7 % (esp: 0,3 %) en junio, a un crecimiento superior al esperado de 0,9 % (esp: 0,8 %) en agosto.

¹⁰Con las medidas vigentes (QE3 y Operación Twist) la FED incrementará sus tenencias de títulos de largo plazo en cerca de USD85 billones mensuales

¹¹En el 2T12 el PIB de la Zona Euro se contrajo 0,2 % (esp: -0,2 %, ant: 0 %). El PIB de Alemania se expandió 0,3 % (esp: 0,2 %, ant: 0,5 %) mientras que el de Francia permaneció estable (esp: -0,1, ant: 0 %). Italia (-0,7 %), Chipre (-0,8 %), Portugal (-1,2 %) registraron contracciones en sus economías por cuarto trimestre consecutivo.

¹²Moody's redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de Italia de A3 a Baa2 y revisó su perspectiva de estable a negativa sobre la calificación de deuda de la Unión Europea debido al outlook negativo que le otorgó a las calificaciones de Alemania, Holanda y Luxemburgo. Standard & Poor's redujo la calificación de deuda soberana de Chipre de BB+ a BB y revisó la perspectiva de la deuda de Grecia, de estable a negativa.

¹³Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

del sector bancario a las operaciones de liquidez de la Zona Euro.

La situación fiscal de España profundizó la incertidumbre en los mercados financieros y se vio reflejada en las solicitudes de ayuda al Fondo de Liquidez Automática (FLA) por parte de las regiones de Valencia, Cataluña y Andalucía¹⁴. Sin embargo, los temores fueron parcialmente compensados por el plan de Reestructuración de Entidades de Crédito¹⁵ y las medidas de austeridad¹⁶ que el gobierno Español ha dado conocer para dar cumplimiento a los compromisos adquiridos dentro del programa de asistencia financiera concedido por los líderes de la Unión Europea. Adicionalmente, fue aprobada la propuesta de la Comisión Europea (CE) de prorrogar en un año (de 2013 a 2014) el plazo límite para la reducción del déficit español a niveles por debajo del 3 % del PIB¹⁷.

De otra parte, el mercado recibió positivamente el

¹⁴El presidente de Valencia anunció que se requería un monto superior a EUR4.500 millones para dar liquidez a la economía y cumplir con los pagos de vencimientos de deuda. Por su parte, el Gobierno Catalán solicitó EUR5.023 millones para afrontar sus vencimientos de deuda y Andalucía solicitó un adelanto de EUR1.000 millones, mientras se concretan las condiciones requeridas para que las comunidades autónomas de España puedan acudir al FLA.

¹⁵El Consejo de Ministros de España aprobó el decreto de Reestructuración y Resolución de Entidades de Crédito como una herramienta esencial en los procesos de gestión de crisis de las entidades de crédito. La norma incluye: i) Un nuevo marco de gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito, ii) Modificación de los requerimientos de capital de 8 % (con carácter general) y 10 % (para las entidades con difícil acceso a los mercados de capitales) a un único requisito de 9 % para todas las entidades bancarias, iii) Introducción de una serie de restricciones para la comercialización de ciertos activos por parte de las entidades de crédito.

¹⁶El gobierno español anunció su presupuesto para el 2013, el cual reduce el gasto del Estado en 7,3 % e incrementa los ingresos en 4 %, con el objetivo de lograr una mayor consolidación fiscal. También, aprobó un programa de reformas económicas en el que serán decretadas 43 nuevas leyes en el mes de marzo del 2013, que buscan abordar fundamentalmente cuatro áreas, (i) el empleo, (ii) la sostenibilidad de finanzas públicas, (iii) la mejora del entorno empresarial y (iv) el refuerzo de la competencia en los mercados de bienes y servicios.

¹⁷De esta manera, España deberá alcanzar un déficit de 6,3 % en 2012, 4,5 % en 2013 y 2,8 % en 2014.

anuncio realizado por la corte constitucional de Alemania de respaldar la creación del MEDE, y la decisión de la CE, el FMI y el BCE de suavizar los objetivos de déficit exigidos a Portugal por el rescate que le fue otorgado en mayo de 2011 por un valor de EUR78 billones¹⁸. Por el momento, los mercados financieros continúan atentos a la aprobación, por parte de los ministros de finanzas de la Zona Euro, del plan propuesto por la Comisión Europea de establecer un supervisor bancario conjunto para la región a partir de 2013. La propuesta pretende que el BCE incremente sus poderes de supervisión de los aproximadamente 6.000 bancos de la Zona Euro¹⁹.

De otro lado, la economía japonesa continuó mostrando débiles señales de recuperación económica. En el periodo analizado se conoció que el PIB del 2T12 se expandió 0,3 % respecto al trimestre anterior (esp: 0,6 %). En septiembre se publicó el índice de producción industrial para el mes de agosto el cual se contrajo por tercer mes consecutivo²⁰.

En cuanto a la economía China, los indicadores recientes confirman el débil dinamismo de su actividad económica. En el 2T12 el PIB de China aumentó 7,6 % frente al mismo periodo del año anterior (esp: 7,7 %, ant: 8,1 %), registrando su menor ritmo de crecimiento desde el primer trimestre de 2009. Además, el PMI manufacturero²¹ elaborado por HSBC registró su mayor caída en nueve meses, y las exportaciones²² e importaciones²³ registradas en los meses de julio y agosto presentaron un crecimiento inferior al esperado por el mercado. Para hacer frente a esta desaceleración, el

¹⁸El objetivo de déficit para 2012 será de 5 % (ant: 4,5 %), para 2013 de 4,5 % (ant: 3 %) y para 2014 de 2,5 %.

¹⁹El BCE asumiría tareas como las de autorizar a los bancos y otras instituciones crediticias y garantizar que dispongan de suficiente liquidez para continuar operando, incluso cuando afronten pérdidas.

²⁰La producción industrial se contrajo 1 % en junio y julio, y 1,3 % en agosto

²¹El PMI manufacturero pasó de 49,3 puntos en julio a 47,8 puntos en septiembre

²²Las exportaciones crecieron 1 % (esp:8 %) en julio y 2,7 % (2,9 %) en agosto

²³Las importaciones crecieron 4,7 % (esp: 7 %) en julio y cayeron 2,6 % (esp: 3,5 %) en agosto

Banco Central de ese país redujo por segunda vez en el año su tasa de interés de referencia de los depósitos y préstamos a un año²⁴. Por su parte, en India el Banco Central redujo los requerimientos de reserva en 25 p.b. a 4,5 %, con el fin de inyectar alrededor de INR170 billones (USD3,1 billones) al sistema financiero.

En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento mostraron resultados mixtos. En el 2T12, el PIB de Brasil (0,5 % anual) y de México (4,1 % anual) presentó un crecimiento inferior al esperado por el mercado²⁵, mientras que el de Chile y Colombia superó las expectativas con un registro de 5,5 % anual y 4,9 % anual²⁶. En Perú, el dato de crecimiento estuvo en línea con las expectativas del mercado, y se destacan las mejoras que las agencias Moody's y Standard and Poor's²⁷ realizaron sobre la calificación de la deuda soberana de ese país.

Con respecto a la política monetaria, la FED (entre 0 % y 0,25 % - *Gráfico 3*) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5 % - *Gráfico 5*) y Japón (entre 0 % y 0,1 % - *Gráfico 6*) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Por su parte, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés de referencia en 25 p.b. a 0,75 % (*Gráfico 4*). Además, el Banco Central de Inglaterra aumentó en GBP50 billones su programa de compra de activos hasta un total de GBP375 billones como medida de estímulo económico, y el Banco Central de Japón anunció que aumentaría el monto del programa de compra de activos en JPY10 trillones a JPY80 trillones.

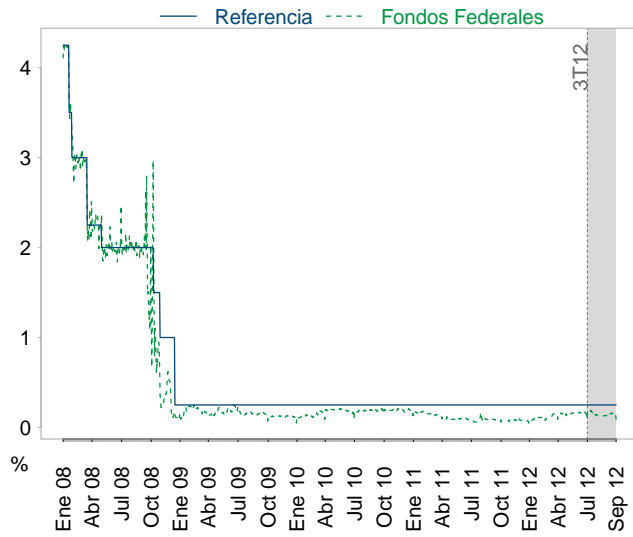
²⁴La tasa de préstamos a 1 año disminuyó 31p.b. a 6 % y la de depósitos 25 p.b. a 3 %.

²⁵El mercado esperaba un crecimiento del PIB del 2T12 de 0,7 % para Brasil y de 4,3 % para México.

²⁶El mercado esperaba un crecimiento del PIB para 2T12 de 5,4 % anual para Chile y de 4,2 % para Colombia.

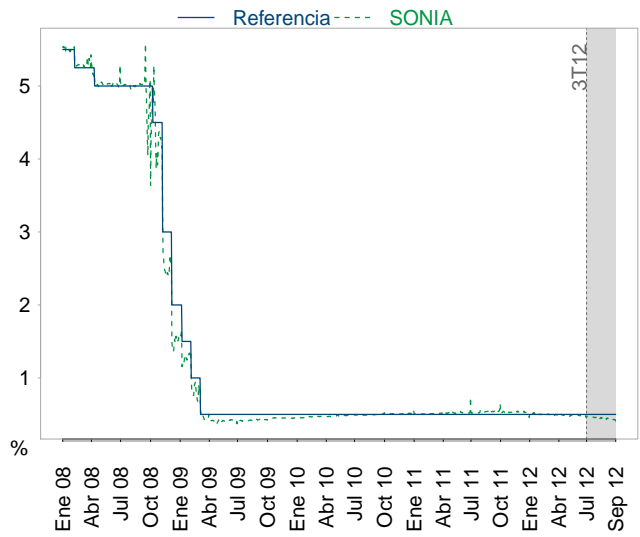
²⁷Moody's elevó la calificación de deuda soberana de Perú de Baa3 a Baa2, con perspectiva positiva, y Standard & Poor's revisó la calificación de deuda soberana de Perú de estable a positiva

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



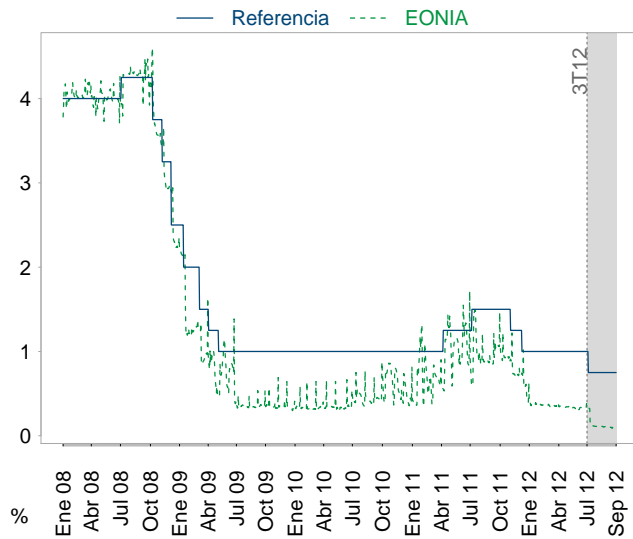
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



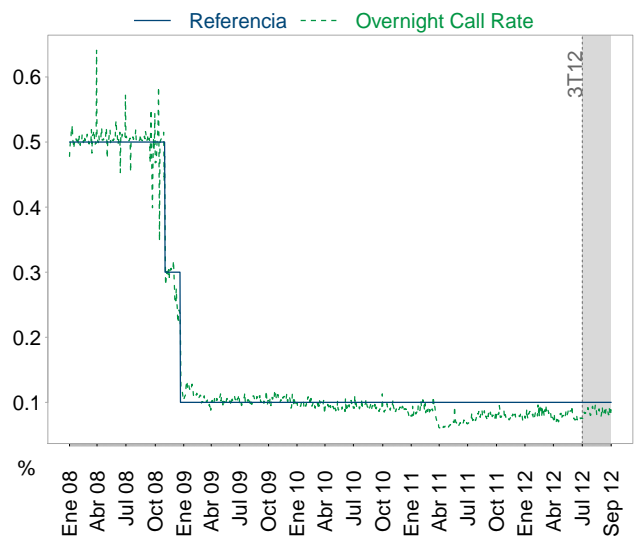
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

Como se puede observar en el Cuadro 1 la mayoría de los países analizados redujeron sus tasas de interés de referencia ante la incertidumbre sobre el contexto internacional.

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

	Jun de 2012	Sep de 2012	Variación (p.b)
Brasil	8.50 %	7.50 %	-100
China	6.56 %	6.00 %	-56
Hungría	7.00 %	6.50 %	-50
Colombia	5.25 %	4.75 %	-50
Sudáfrica	5.50 %	5.00 %	-50
Corea del Sur	3.25 %	3.00 %	-25
Filipinas	4.00 %	3.75 %	-25
Dinamarca	0.45 %	0.20 %	-25
Zona Euro	1.00 %	0.75 %	-25
República Checa	0.50 %	0.25 %	-25
Suecia	1.50 %	1.25 %	-25
Rusia	8.00 %	8.25 %	25
Serbia	10.00 %	10.50 %	50

Fuente: Seleccionados de la muestra de países a los que hace seguimiento el Central Bank Watch de Bloomberg.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

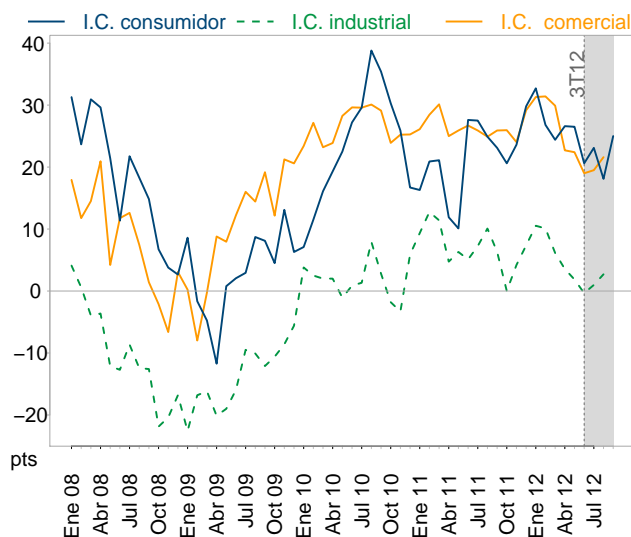
En el 3T12, la percepción de riesgo a nivel local disminuyó respecto al trimestre anterior. Esta disminución se presentó dada la mejora en la mayoría los índices de confianza de los agentes de la economía con excepción del índice de confianza de los analistas financieros (ICEA). Sin embargo, durante el trimestre se presentó un incremento en los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES, que aumentaron para todos los plazos, aunque principalmente debido a las valorizaciones observadas en el mercado de deuda pública. Cabe destacar que durante el trimestre el DANE publicó el dato de crecimiento de la economía para el 2T12 (4,9%), que se ubicó por encima de lo esperado por el mercado (4,2%).

En el Gráfico 7, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo²⁸. Se puede observar que los indi-

²⁸Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de di-

cadores mejoraron respecto al trimestre anterior y que presentaron un comportamiento diferente a la tendencia observada desde principios del año.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Los índices de confianza industrial y comercial del mes de agosto aumentaron respecto a junio 3,04 pps y 2,6 pps respectivamente, y actualmente se ubican por encima de su media de los últimos 5 años. Sin embargo, respecto al promedio de los datos publicados en 3T11, estos indicadores presentaron un retroceso (-6,8 pps y -4,8 pps, respectivamente). Los resultados respecto al 3T11 estuvieron en línea con la publicación de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de la ANDI que revela un menor ritmo crecimiento de la industria respecto al ritmo observado en 2011²⁹, y con los datos de producción industrial y ventas al por menor publicados por el DANE, en donde se observó un

fuerte, 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.

²⁹El crecimiento observado de la producción y ventas totales entre enero y julio de 2012 respecto al mismo periodo de 2011 fue de 2,6% y 3,8%, respectivamente, mientras que el crecimiento en el mismo periodo de 2011 respecto a 2010 fue de 5,3% y 5,5%, respectivamente.

deterioro en el crecimiento de la producción industrial y las ventas del comercio³⁰.

El incremento del índice de confianza industrial observada durante el trimestre se explica principalmente por la mejora de dos de sus tres componentes (volumen actual de pedidos y nivel de existencias). En agosto la mejora se dio en sus tres componentes principalmente en el componente de expectativas de producción para los siguientes tres meses.

Del mismo modo, el aumento del índice de confianza de los comerciantes se dio por una mejora en sus tres componentes: i) situación actual del negocio, ii) nivel de existencias y iii) expectativas de la situación para el próximo semestre.

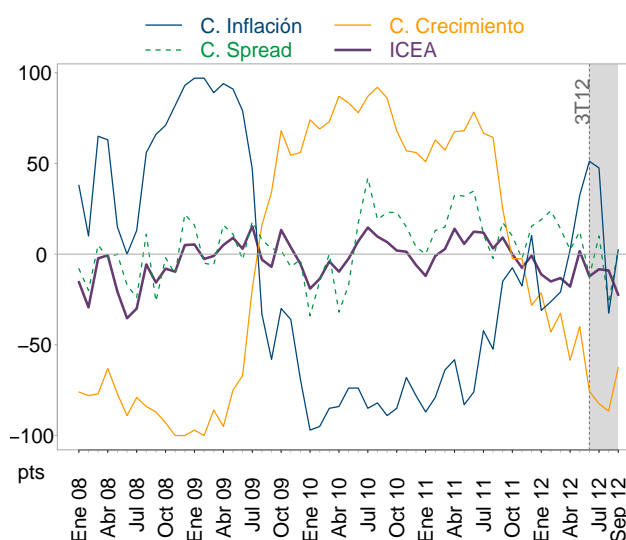
Cabe destacar que dependiendo el trimestre, la Encuesta de Opinión Empresarial (Industriales y Comerciantes) incorpora preguntas adicionales respecto a aspectos como la capacidad instalada, las condiciones de inversión y el empleo y la construcción. Específicamente, en agosto la encuesta preguntó a los constructores acerca de la construcción durante el trimestre, obteniendo como resultado que estos agentes mejoraron sus percepción sobre la situación actual de la construcción (un 35 % indicó haber construido más, un 25,2 % menos y un 39,1 % igual).

De otra parte, el índice de confianza de los consumidores del mes de septiembre aumentó 4,4 pps respecto

³⁰En mayo las licencias de construcción fueron inferiores a las del mismo mes del año anterior en 37,9%, y las ventas al por menor aumentaron 0,9% frente a las registradas en el mismo mes de 2011 (esp: 3,5%), de tal manera que en lo corrido del año presentaron un incremento de 3,2%. De otro lado, la producción industrial descendió 0,2% con relación al mismo mes de 2011 (esp: -0,6%), de tal manera que en lo corrido del año aumentó 0,6% frente al mismo período del año pasado. En junio la producción industrial en junio aumentó 2,8% con relación al mismo mes de 2011 (esp: 0,1%), de tal manera que en lo corrido del año aumentó 0,9% frente al mismo período del año pasado. Por su parte, las ventas al por menor aumentaron 4% frente a las registradas en el mismo mes de 2011 (esp: 1,5%), de tal manera que en lo corrido del año presentaron un incremento de 3,7%. En julio, la producción industrial aumentó 1,5% (esp: 2,3%, ant: 2,8%) y las ventas al por menor presentaron una variación de 1,3% (esp: 3,6%, ant: 4,0%).

al mes de junio de 2012; sin embargo, respecto al promedio del 3T11 se ubicó 3 pps por debajo. El comportamiento del índice se vio influenciado principalmente por el incremento registrado en el mes de septiembre en los componentes de expectativas (+5,4 pps) y condiciones actuales (+9,3 pps) que compensaron las caídas registradas en el mes de agosto (-5,5 y -4,5 pps, respectivamente). Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica por encima de su promedio de los últimos 5 años.

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



Fuente: Fedesarrollo.

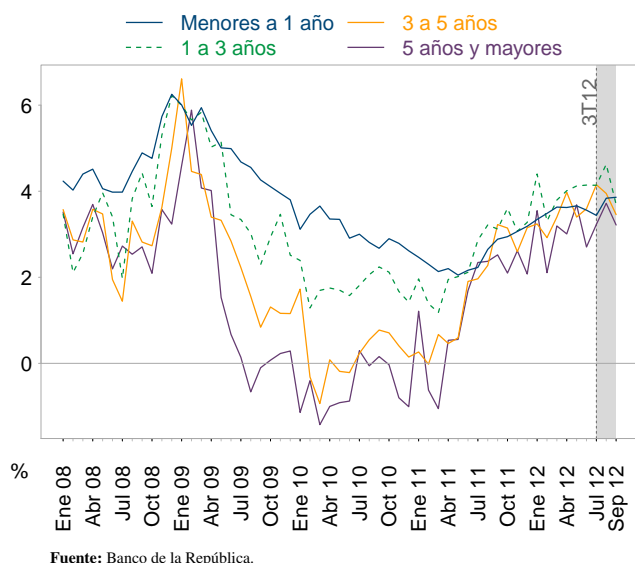
El índice de confianza de la economía ICEA, publicado por Fedesarrollo, reflejó un deterioro importante de las expectativas de inflación que fue compensado levemente por un repunte en el comportamiento de las expectativas de crecimiento (menos administradores presentaron expectativas de un menor crecimiento dentro de 6 meses) y por la mejora en las expectativas respecto al spread de deuda soberana. El comportamiento en las expectativas de crecimiento y del spread de deuda fue influenciado, posiblemente, por la publicación en septiembre del dato de crecimiento económico del 2T12. En el agregado³¹, el ICEA de septiembre

³¹El ICEA se calcula como un promedio de los siguientes componentes: i) expectativas de crecimiento económico, ii) expectati-

cayó 10,3 pps respecto al de junio y el promedio del trimestre disminuyó 3,8 pps respecto al promedio del segundo trimestre del año (Gráfico 8). Cabe resaltar que el promedio del 3T12 se ubicó 21,34 pps por debajo del observado en el 3T11 y que actualmente el índice se encuentra 18,29 pps por debajo de su promedio de los últimos 5 años.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES registraron un incremento para todos los plazos. El promedio del spread entre la cartera preferencial y las tasas de los TES del 3T12 respecto al promedio de 2T12 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: +9 p.b., entre 1 y 3 años: +6 p.b., entre 3 y 5 años: +19 p.b. y a más de 5 años: 25 p.b. (Gráfico 9). Este comportamiento puede estar asociado a la valorización presentada en los TES (ver sección Mercado de Deuda Pública Interna).

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

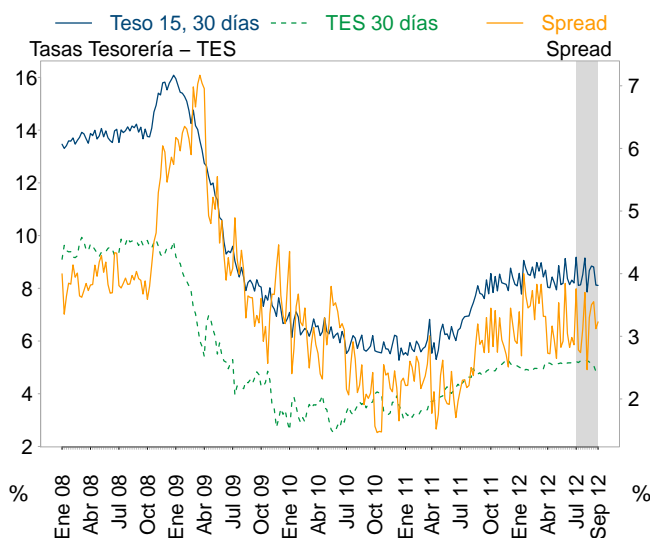


Fuente: Banco de la República.

Finalmente, el spread entre las tasas de tesorería y las tasas de inflación y iii) expectativas de spread de deuda soberana, que a su vez se miden como la diferencia entre los agentes que esperan que cada componente aumente menos los que esperan que disminuya.

tasas de los TES a 30 días se mantuvo estable (Gráfico 10), lo que sugiere estabilidad en la percepción de riesgo respecto a los créditos de tesorería durante el trimestre.

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



Fuente: Banco de la República.

5 Mercado Cambiario

En el 3T12 el dólar estadounidense se debilitó frente a sus principales cruces, lo que se refleja en la disminución del índice USTW de 2,4%. Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso chileno, la rupia india, el zloty polaco, el peso mexicano y el rublo ruso con 5.3%, 5.0%, 4.4%, 3.8% y 3,8%, respectivamente (Cuadro 2). Adicionalmente, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY) y Latinoamérica (LACI) reflejaron una apreciación de las monedas de 1,7% y 1,3%, respectivamente (Cuadro 2 y Gráfico 11).

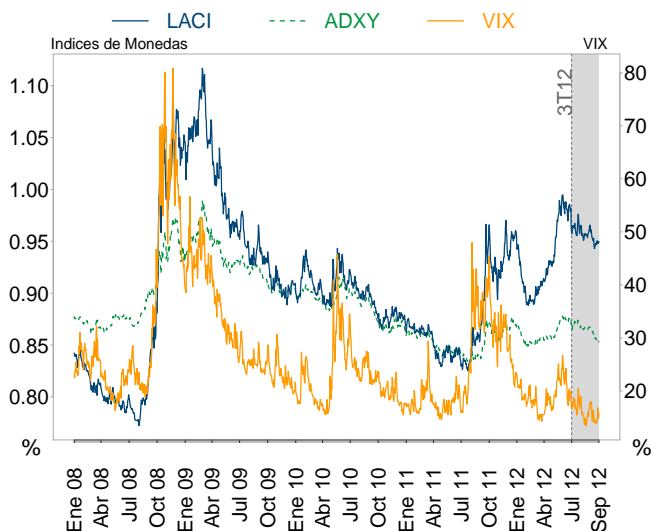
En el trimestre analizado las monedas de los países emergentes presentaron en general un comportamiento revaluacionista, asociado a la disminución de la per-

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	Año corrido	3T12	País	Año corrido	3T12
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	0.8%	-1.5%	Korea	-3.6%	-3.0%
Gran Bretaña	-3.9%	-2.8%	India	-0.4%	-5.0%
Australia	-1.6%	-1.4%	Hong Kong	-0.2%	0.0%
Nueva Zelanda	-6.4%	-3.5%	China	-0.2%	-1.1%
Canadá	-3.7%	-3.2%	Malasia	-3.4%	-3.7%
Dinamarca	1.1%	-1.2%	Tailandia	-2.3%	-2.3%
Suiza	0.2%	-0.9%	Indonesia	5.8%	1.7%
Japón	1.4%	-2.3%	índice ADXY	-1.7%	-1.7%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-7.3%	0.9%	Islandia	1.3%	-0.6%
Brasil	8.5%	0.8%	Rusia	-3.0%	-3.8%
México	-7.7%	-3.8%	Polonia	-7.1%	-4.4%
Argentina	9.2%	3.8%	Rep. Checa	-1.0%	-3.0%
Perú	-3.7%	-2.6%	Israel	2.9%	0.2%
Chile	-8.6%	-5.3%	Sur África	2.8%	1.8%
índice LACI	-0.8%	-1.3%	USTW	1.5%	-2.4%

Fuente: Bloomberg.

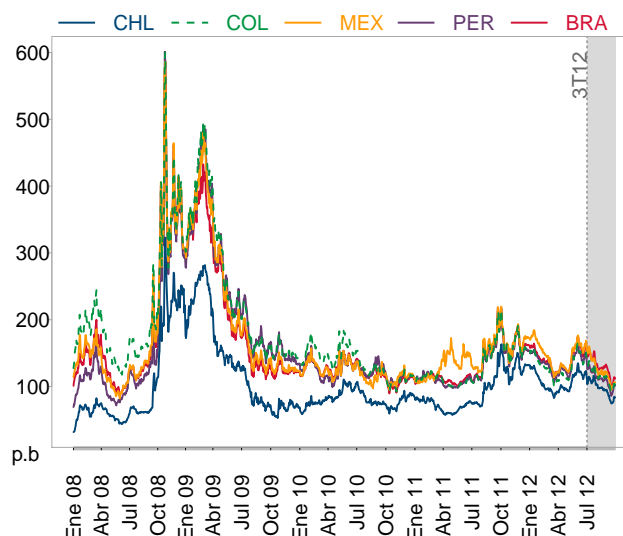
Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

cepción de riesgo a nivel internacional. Adicionalmente, vale la pena resaltar que en general en el trimestre los precios de los productos básicos aumentaron (en el Cuadro 3 se presentan los productos cuyos precios presentaron los mayores aumentos) y que los CDS de las economías de la región disminuyeron³² (Gráfico 12).

Gráfico 12: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

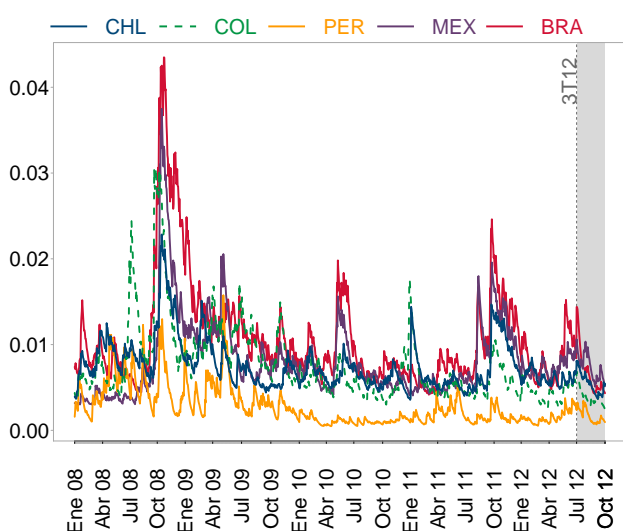
	29 Jun 2012	28 Sep 2012	Variación
Plata	27.5	34.5	25.7%
Trigo	7.4	8.8	18.3%
Aluminio	1835	2094	14.1%
Carbón	56.1	63.9	13.8%
Níquel	16475	18520	12.4%
Maíz	6.7	7.5	11.4%
Oro	1597	1772	10.9%
Cobre	7605	8268	8.7%
Cacao	2368	2571	8.6%
Pétroleo	85	92	8.5%
CRB INDEX	284.19	309.3	8.8%

Fuente: Bloomberg.

³²Los CDS de los países de la región presentaron las siguientes variaciones entre el 29 de junio y el 28 de septiembre de 2012: Colombia -27.6%, Perú -34.5%, Brasil -28.9%, México -28% y Chile -28%

Respecto a la volatilidad de las monedas de la región, en el trimestre analizado se observó que disminuyó para todos los países y que el peso mexicano fue la moneda más volátil en el trimestre, presentando la mayor volatilidad condicional el 76,6% de los días, seguida por el real brasilero (23,4%)³³ (Gráfico 13).

Gráfico 13: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado Colombia, Perú y Brasil realizaron compras netas de dólares, y México ventas netas de dólares (Cuadro 4). La intervención de los Bancos Centrales de Colombia, Perú y México se realizó en el mercado spot, mientras que la del Banco Central de Brasil se hizo a través de swaps.³⁴

Vale la pena resaltar que el 24 de agosto la Junta Directiva del Banco de la República decidió que compraría USD700 millones en lo restante de agosto y septiembre de 2012, mediante el mecanismo de subastas diarias de al menos USD20 millones diarios, con el fin de

³³Medida a través de modelos GARCH(1,1).

³⁴Bajo el contrato, el Banco Central acuerda recibir de los inversionistas la tasa interbancaria en reales a cambio de pagar una tasa fija en dólares.

suministrar más liquidez permanente a la economía. Posteriormente, el 28 de septiembre decidió que entre el primero de octubre de 2012 y el 29 de marzo de 2013 comprará al menos USD3000 millones mediante el mismo mecanismo.

Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2010	3059	8967	0	41952	4466
2011	3719	3737	12000	58305	4614
1T12	840	5561	0	14625	0
2T12	1180	1843	0	-8882	-365
Jul 12	400	889	0	0	-281
Ago 12	480	1074	0	0	0
Sep 12	540	1380	0	5701	0
3T12	1420	3343	0	5701	-281
RI Jul 12	34719	55173	38447	376154	158918
3T12/RI	4.1%	6.1%	0.0%	1.5%	-0.2%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de enero de 2011, aunque en 3T12 no se realizaron. Incluye intervención a través de SWAPS en su fecha de negociación (-USD6712 millones en lo corrido del año y USD5701 millones en el 3T12). ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México. No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$14.977 millones en lo corrido del año

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

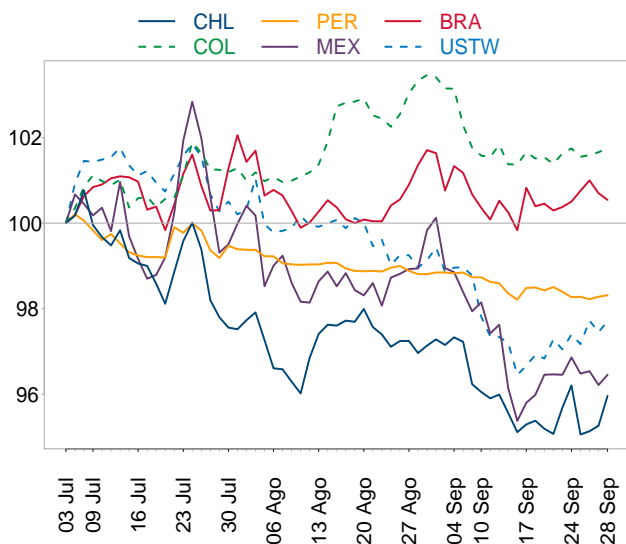
Durante el tercer trimestre de 2012 la tasa de cambio pasó de \$1.784,5 a \$1.800,6 por dólar³⁵, lo cual representa una devaluación de 0,9%.³⁶ En la región también se devaluaron en el trimestre el real (0,8%) y el peso argentino (3,8%), mientras que se revaluaron el peso chileno (5,3%), el peso mexicano (3,8%) y el sol peruano (2,6%). (Cuadro 5 y Gráfico 14).

En el periodo analizado el comportamiento del peso estuvo asociado principalmente a la evolución de los factores de riesgo y a la publicación de resultados macroeconómicos mixtos a nivel internacional y local

³⁵Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET FX.

³⁶devaluación en julio de 0,4%, devaluación en agosto de 1,9% y apreciación en septiembre de 1,3%.

Gráfico 14: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 3 de julio 2012

Cuadro 5: Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI

País	ΔT.C.	ΔCDS	ΔEMBI
México	-4 %	-28 %	-18 %
Chile	-5 %	-28 %	-14 %
Brasil	1 %	-29 %	-21 %
Colombia	1 %	-28 %	-18 %
Perú	-3 %	-35 %	-28 %

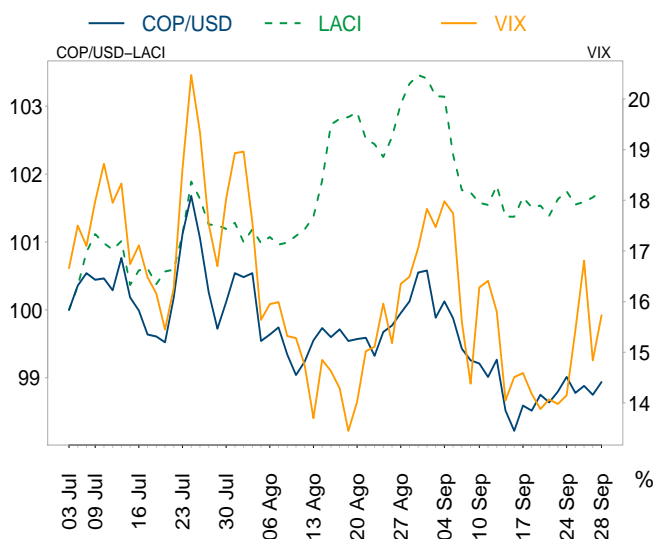
Fuente: Set FX y Bloomberg.

(Gráfico 15). En julio se presentaron noticias mixtas a nivel global³⁷ y el peso estuvo relativamente estable. En agosto el peso presentó una devaluación que fue parcialmente revertida en la primera semana de septiembre. La devaluación de agosto estuvo asociada a la intervención verbal de algunos miembros de la JDBR sobre posibles incrementos en los montos y/o duración del programa de compras de dólares del BR y a

³⁷Se publicaron algunos datos desfavorables de EE.UU. y Europa; aumento del programa de compra de activos del Banco Central de Inglaterra (en GBP50 billones); reducción de los pronósticos de crecimiento mundial por parte del FMI; anuncios de algunas regiones de España sobre una posible solicitud de ayuda al fondo del Gobierno; y temores frente a la capacidad de España y Portugal para cumplir con su compromiso de reducir el déficit público.

las declaraciones del Ministro de Hacienda en las cuales señaló que el Gobierno había comprado en agosto más de USD300 millones³⁸ y que realizaría más compras de dólares en el mercado pero no reveló el monto ni las fechas de las intervenciones. En septiembre el peso se revaluó como consecuencia de la disminución de la percepción de riesgo internacional ante los mayores estímulos monetarios anunciados por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal (FED) y el Banco Central de Japón, y por la aprobación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM) por parte de la Corte Constitucional Alemana³⁹

Gráfico 15: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg. Base 100: 3 de julio 2012

A nivel local se publicaron datos positivos de inflación de junio, julio y agosto⁴⁰, crecimiento económico del

³⁸El anuncio se realizó el 14 de agosto.

³⁹La Corte Constitucional de Alemania dio su aval para la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad y estableció un aporte máximo de este país de EUR 190 billones, el cual no podrá ser modificado sin la previa aprobación del Parlamento.

⁴⁰Inflación de junio: 0,08 % (esp.: 0,2 %); julio: -0,02 % (esp.: 0,06 %); agosto: 0,04 % (esp.: 0,05 %). La inflación de septiembre se publicó el 5 de octubre y resultó superior a la esperada por el mercado (0,29 % vs. 0,17 %).

2T12⁴¹, desempleo de junio y julio⁴², y el cambio en la perspectiva de estable a positiva que hizo la agencia Standard & Poor's sobre la calificación de deuda soberana⁴³. De otra parte, se publicaron datos negativos de comercio exterior⁴⁴ y ventas al por menor⁴⁵.

Respecto a la balanza cambiaria⁴⁶, las cifras muestran que en el tercer trimestre de 2012 se presentaron ingresos netos de divisas por la cuenta de capital por US\$3.098 millones y egresos netos de divisas por la cuenta corriente por US\$1535 millones. Los reintegros netos de capital privado fueron inferiores en US\$292 millones a los observados en el mismo periodo del año anterior y la principal fuente de divisas, al igual que en trimestres anteriores, fue la inversión directa neta en Colombia⁴⁷, que presentó reintegros por US\$3.382 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$3.533 millones).

De otra parte, en el tercer trimestre de 2012 la inversión de portafolio neta⁴⁸ presentó reintegros por

⁴¹En el 2T12 el PIB presentó una variación anual de 4,9%, superior a las expectativas (esp bloomberg: 4,2%, ant: 4,7%).

⁴²En junio La tasa de desempleo nacional a junio fue 10% (jun/11: 10,9%) y la urbana de 11,3% (jun/11: 11,8%, esp: 11,6%). En julio La tasa de desempleo nacional a julio fue 10,9% (jul/11: 11,3%) y la urbana de 11,5% (jul/11: 11,3%, esp.: 11,1%).

⁴³Moody's destacó la capacidad del país para manejar un potencial deterioro en las condiciones externas, gracias a los mecanismos de ahorro creados a través de reformas fiscales que pueden permitir una reducción del nivel de endeudamiento del servicio de deuda.

⁴⁴En junio las exportaciones disminuyeron 1,9%, con relación al mismo mes del año anterior, explicado principalmente por una caída en las ventas de café (26,1%), flores (39,1%) y petróleo y productos derivados del petróleo (7,5%). Adicionalmente, la balanza comercial para junio registró un déficit de USD190.9 m. En julio: la balanza comercial registró un déficit de USD214.1 m (esp.: USD128,8).

⁴⁵En mayo, las ventas al por menor aumentaron 0,9% (esp.: 3,5%, ant.: -2,8%). En julio las ventas al por menor aumentaron 1,3% respecto al mismo periodo de 2011 (esp.: 3,6%).

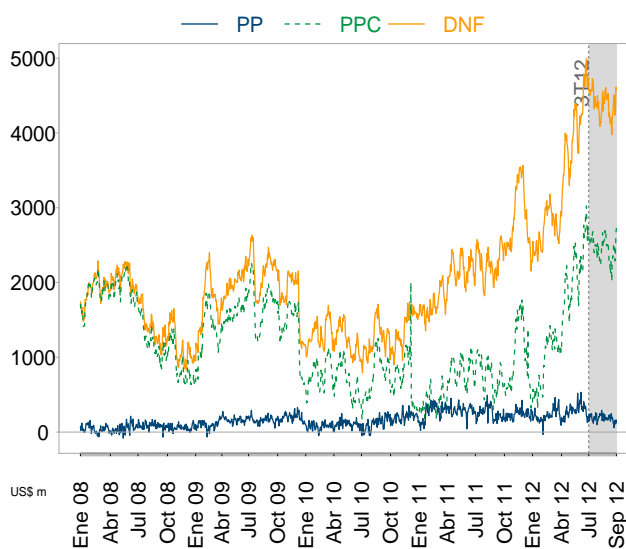
⁴⁶La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

⁴⁷Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa colombiana en el exterior

⁴⁸Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

US\$298 millones y el préstamo neto de capital privado por US\$656 millones, frente a reintegros por US\$290 millones y US\$1.144 millones, respectivamente, observados en el mismo periodo del año anterior. Por otra parte, el rubro de operaciones especiales del sector privado⁴⁹ registró salidas por US\$4.141 millones en el trimestre.

Gráfico 16: Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro



Fuente: Banco de la República.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)⁵⁰ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) aumentó en USD55 millones y se ubicó al cierre del trimestre en USD2725 millones (Gráfico 16). El promedio diario de la PPC fue de USD2460 millones, superior al observado en el primer y segundo trimestre de 2012 (USD932 millones y

⁴⁹Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado cambiario local y movimientos de divisas por operaciones de derivados

⁵⁰La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en m/l.

USD2124 millones) y en 2011 (US\$740 millones).

En cuanto a los futuros de TRM⁵¹, durante el tercer trimestre de 2012 se negociaron un total de 73.837 contratos (volumen inferior al negociado durante el 2T12: 80.180 contratos), por un monto total de US\$3.692 millones. Al 28 de septiembre de 2012 la posición abierta ascendía a 4.768 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en julio de 2012. Respecto a los mini futuros de TRM⁵², se negociaron un total de 48.873 contratos (volumen inferior al negociado en el trimestre anterior: 58.621 contratos) por un total de US\$244 millones (Gráfico 17). La posición abierta de mini futuros al 28 de septiembre ascendía a 6.368 contratos.

Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) se mantuvieron relativamente estables frente al trimestre anterior y pasaron de US\$7.553 millones en el 2T12 a US\$7.509 millones en el 3T12 (Gráfico 17).

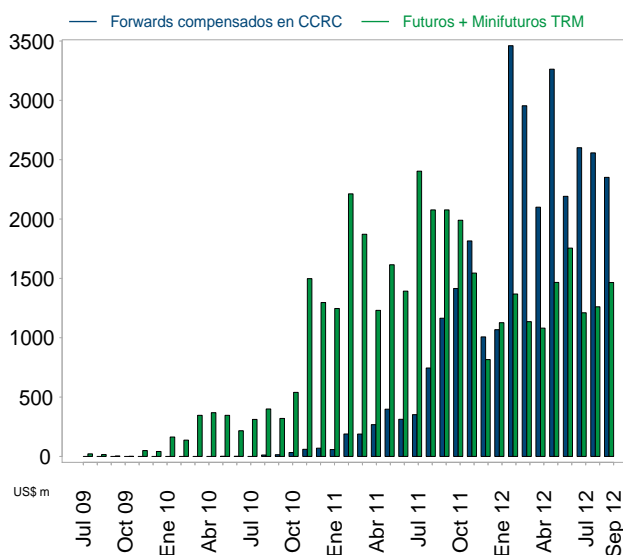
6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el tercer trimestre de 2012, los bancos centrales de Perú, Chile y México mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria⁵³. Por su parte, los bancos centrales de Colombia y Brasil redujeron sus tasas de referencia.

Las autoridades monetarias que mantuvieron sus tasas inalteradas, mencionaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones, la incertidumbre en

Gráfico 17: Montos de Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

torno a los mercados financieros internacionales, y las perspectivas de menor crecimiento en economías desarrolladas y emergentes.

Por su parte, el banco central de Brasil anunció dos recortes en las reuniones de julio y agosto, cada uno de 50 p.b., en línea con lo esperado por los analistas⁵⁴, dejando la tasa de política monetaria en el nivel más bajo de su historia (7,50%). Cabe mencionar que en el comunicado de agosto, dio señales de una posible pausa en el ciclo de recortes, al indicar que, considerando los efectos rezagados de las políticas implementadas hasta el momento, si se llegara a presentar un escenario que justificara un ajuste adicional de las condiciones monetarias, dicho movimiento debería ser conducido con máxima cautela. También es importante destacar que a finales de septiembre el banco central redujo las proyecciones de crecimiento para 2012 y aumentó las de inflación⁵⁵.

⁵¹Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

⁵²Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

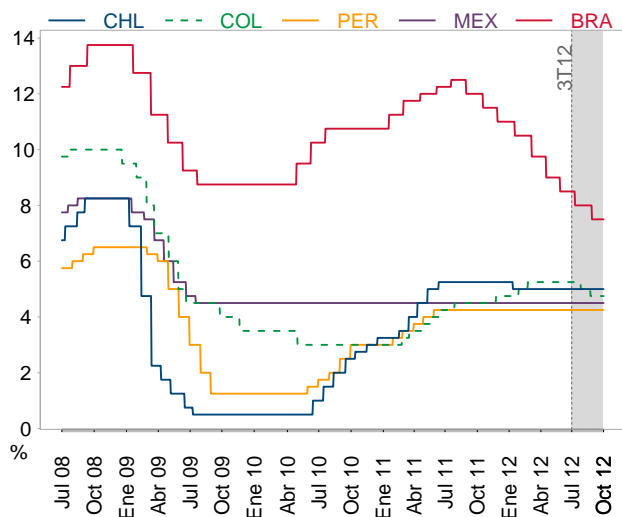
⁵³México no ha modificado su tasa de referencia desde mediados de 2009.

⁵⁴En septiembre el banco central de Brasil no realizó ninguna reunión.

⁵⁵En el reporte de inflación de septiembre, el Banco Central de Brasil mencionó que su pronóstico de crecimiento para 2012

En cuanto a Colombia, el BR recortó la tasa de referencia en las reuniones de julio y agosto, en 25 p.b. en cada una, hasta dejarla en 4,75 %, y en la reunión de septiembre la mantuvo inalterada. En los comunicados que acompañaron las decisiones de recortar la tasa, el BR mencionó, entre otros, el debilitamiento de la economía a nivel mundial y su efecto sobre el crecimiento de la economía colombiana, las perspectivas de menor crecimiento del consumo y la inversión, y la moderación en las presiones inflacionarias. En el comunicado de septiembre, cuando decidió mantener la tasa inalterada, el BR mencionó, entre otros, que el crecimiento en el segundo semestre había sido superior al rango estimado por su equipo técnico (Gráfico 18 y Cuadro 6).

Gráfico 18: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

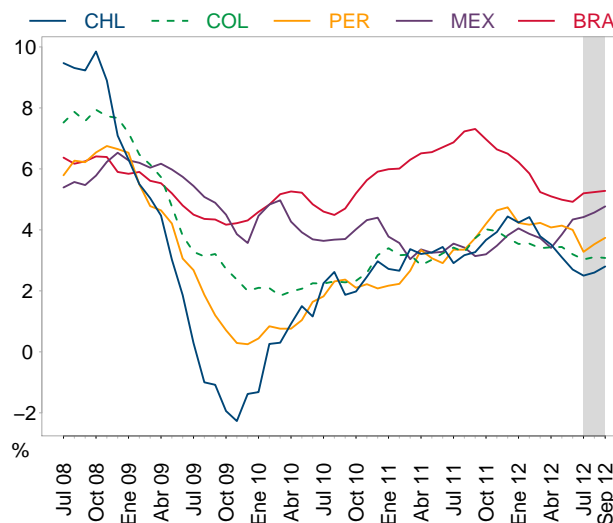
País	Variación 3T12*	Variación 2012*	T.R Sep-12
Colombia	-50	0	4.75 %
Chile	0	-25	5.00 %
Perú	0	0	4.25 %
Brasil	-100	-350	7.50 %
México	0	0	4.50 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

era 1,6%, inferior al dato del reporte de junio (2,5%), y que la inflación estimada era 5,2% (anterior: 4,7%).

Con respecto a la inflación, similar a lo ocurrido a finales del trimestre anterior, en septiembre los datos anuales de Perú y México continuaron ubicándose por fuera de los rangos establecidos como meta para el año 2012. En el caso de Perú, el dato superó el límite máximo (3%) en 74 p.b.⁵⁶ y en el caso de México superó el límite (4%) en 77 p.b.⁵⁷. Los demás países registraron inflaciones dentro de los rangos meta (Gráfico 19 y Cuadro 7).

Gráfico 19: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012

País	Anual Septiembre 2012	Rango meta 2012
Colombia	3.08 %	2.0% - 4.0%
Brasil	5.28 %	2.5% - 6.5%
Chile	2.80 %	2.0% - 4.0%
México	4.77 %	2.0% - 4.0%
Perú	3.74 %	1.0% - 3.0%

Fuente: Bloomberg.

La tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) aumentaron en el mes de julio hasta alcanzar niveles que superaron en 25 p.b. el de la tasa de referencia.

⁵⁶En junio lo superaba en 100 p.b.

⁵⁷En junio lo superaba en 34 p.b.

Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas alcanzó un nivel máximo de 6,70% el 27 de julio. En este escenario, a finales de julio y principios de agosto, el BR realizó subastas de REPOS de expansión a 7 y 23 días para otorgar liquidez al mercado⁵⁸. Lo anterior contribuyó a que la TIB y el IBR disminuyeran nuevamente y cerraran el trimestre en niveles muy similares al de la tasa de política monetaria (esto también se dio por el vencimiento y cupones de TES). En el trimestre, la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR estuvo por encima de la tasa de referencia en tres (3) ocasiones: el 27 y el 30 de julio, y el 10 de septiembre⁵⁹ (Gráfico 20).

Es importante destacar algunas modificaciones realizadas al esquema de formación del Indicador Bancario de Referencia (IBR). A partir del primero (1) de agosto de 2012 se implementó una nueva metodología de cálculo para el plazo de 1 mes y se introdujo un plazo adicional (3 meses). El IBR overnight continuó operando de la misma forma, es decir, los participantes se otorgan créditos interbancarios a la tasa mediana calculada por el BR. Por su parte, el IBR para los plazos de un (1) mes y tres (3) meses está fundamentado en la cotización de swaps de tasa de interés (Overnight Index Swap - OIS), en donde se intercambian los flujos de una tasa fija por los flujos de una tasa variable. La tasa fija para cada plazo es la mediana que resulte del proceso de cotización y es equivalente al IBR del plazo correspondiente, mientras que la tasa variable corresponde a la tasa de interés compuesta del IBR overnight durante el periodo de vigencia del swap. El 28 de septiembre los indicadores a un (1) mes y tres (3) meses se ubicaron, en términos efectivos anuales, en 4,61% y 4,57%, respectivamente, disminuyendo frente a los datos observados a principios de agosto⁶⁰.

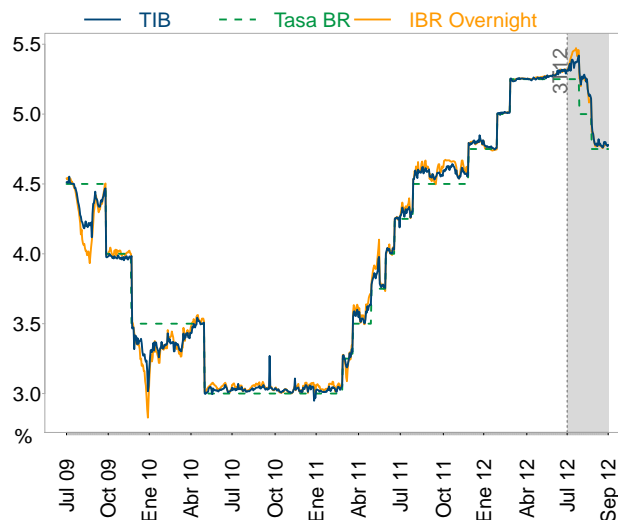
Durante el trimestre, los saldos de expansión del BR disminuyeron significativamente, y los saldos de

⁵⁸El BR ha realizado subastas diarias a 7 días desde el 2 de agosto, y dos subastas a 23 días, que se llevaron a cabo el 30 de julio y el 21 de agosto.

⁵⁹En estas fechas las tasas de corte fueron 5,30%, 5,15% y 4,90%, respectivamente.

⁶⁰El 1 de agosto el IBR a 1 mes era 5,07% E.A. y el IBR a 3 meses era 4,90% E.A.

Gráfico 20: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

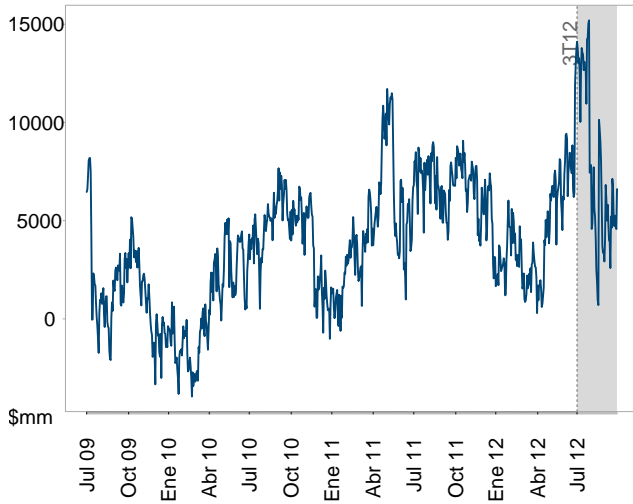
depósito de contracción permanecieron relativamente estables, de tal manera que los saldos netos de expansión presentaron reducciones y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero disminuyó, terminando el trimestre en cerca de \$6.608 mm, nivel inferior al registrado a finales de junio de 2012 (\$13.740 mm), pero similar al observado a finales de septiembre de 2011 cuando se ubicó en \$6.771 mm (Gráfico 21). La DGCPTN disminuyó levemente su saldo en el BR, el cual pasó de \$23.124 mm el 29 de junio a \$22.160 mm el 28 de septiembre (Gráfico 22).

En el 3T12 el promedio de la tasa activa⁶¹ disminuyó 11 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 28 p.b. (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,82% a 7,42%⁶² (Gráfico 24).

⁶¹Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

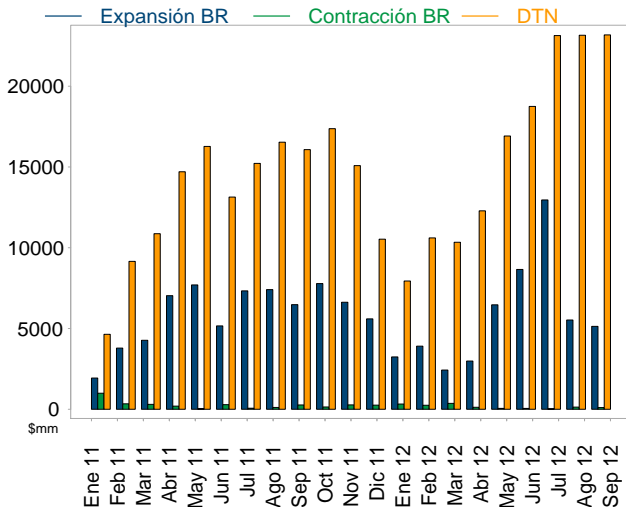
⁶²Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. Los promedios del 2T12 se calcularon con datos semanales entre el 6 de abril y el 29 de junio de 2012, y los

Gráfico 21: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 22: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012

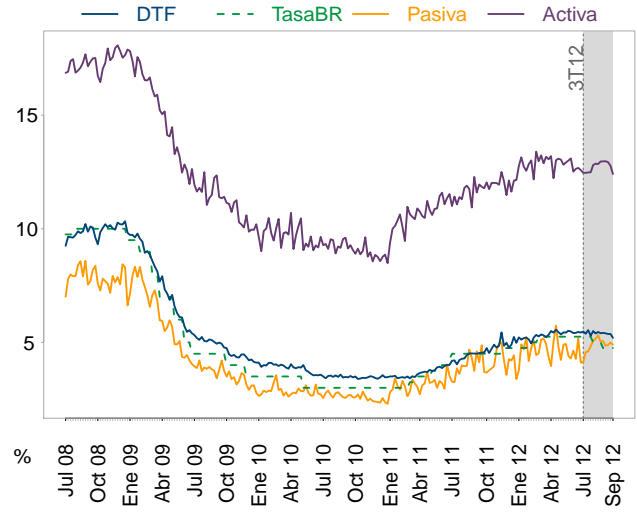


Fuente: Banco de la República.

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo más moderado con respecto al del trimestre anterior. Con datos disponibles a septiembre de 2012, los montos

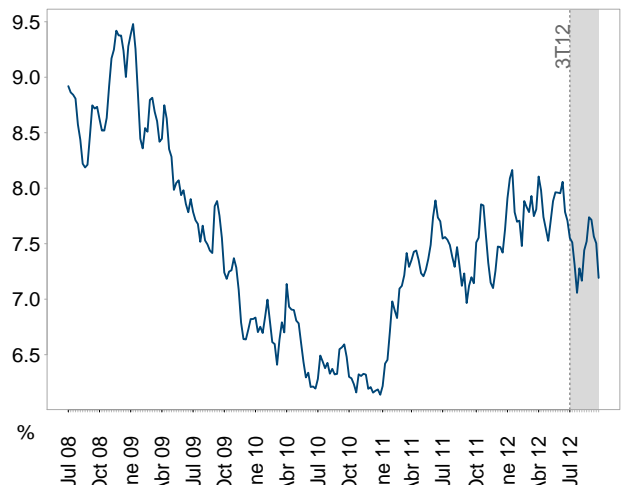
promedios del 3T12 se calcularon con datos semanales entre el 6 de julio y el 28 de septiembre de 2012.

Gráfico 23: Tasas de Interés Activa y Pasiva (2008 - 2011)



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

Gráfico 24: Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



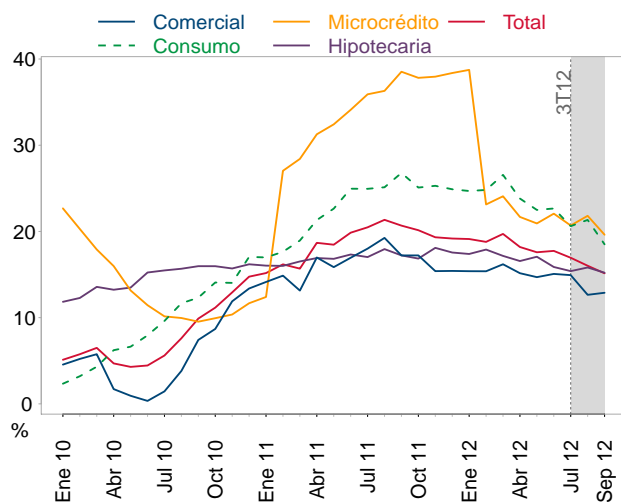
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República. El margen de intermediación se calcula así: $MI = \frac{1 + i_{activa}}{1 + i_{pasiva}} - 1$

promedio de las carteras microcrédito, de consumo y la comercial aumentaron 21% (ant: 22%), 19% (ant: 23%) y 12% (ant: 15%), respectivamente⁶³. Por su

⁶³Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del

parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 16% (ant: 17%)(Gráfico 25). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁶⁴, en el tercer trimestre la demanda de crédito de consumo presentó crecimientos negativos, mientras que la demanda de las demás modalidades de cartera presentó un comportamiento positivo. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios seguirían teniendo preferencia por la opción de otorgar créditos de consumo, lo que es explicado por la búsqueda de mayores rentabilidades y para mantener el nicho de mercado. Es importante destacar que el porcentaje de entidades con esta preferencia aumentó frente al registrado en la encuesta realizada en junio de 2012.

Gráfico 25: Crecimiento Anual de Cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República. *El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

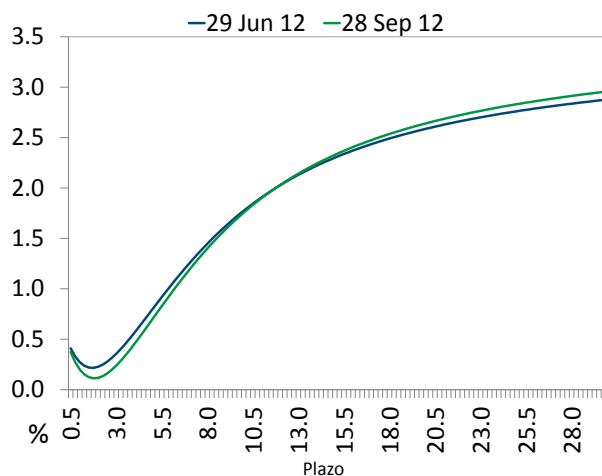
trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

⁶⁴Realizada durante las dos primeras semanas de septiembre.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

Gráfico 26: Curva Cero Cupón EE.UU.

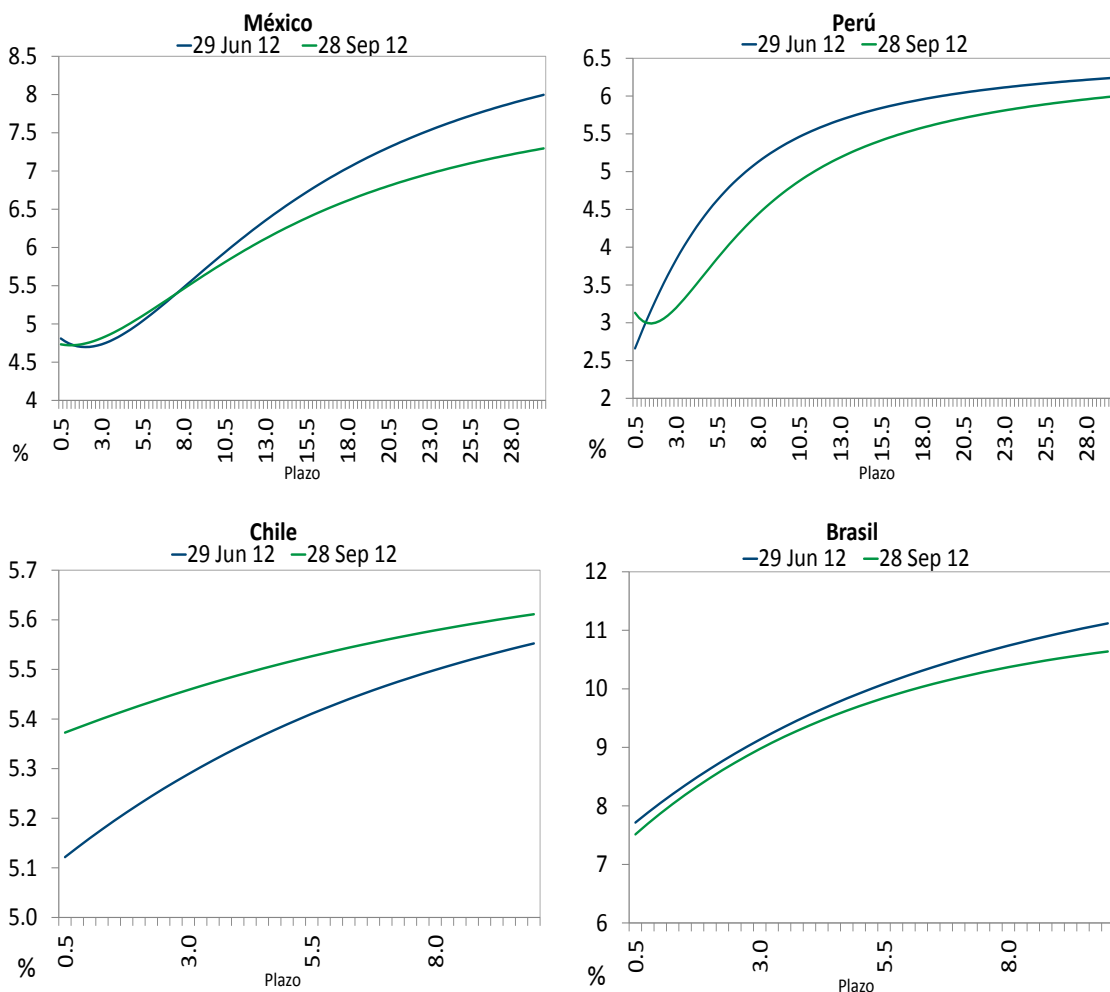


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

En el tercer trimestre de 2012, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. no presentaron una tendencia definida. Sin embargo, al comparar los datos de finales de septiembre con los de final de junio, se encuentra que las tasas de largo plazo aumentaron levemente, en línea con la disminución de la percepción de riesgo a nivel internacional, que pudo haber generado ventas de activos refugio. Al comparar los datos de finales de septiembre con respecto a los datos del mes de junio, se encuentra que, en promedio, las tasas de corto y mediano plazo disminuyeron, en menor magnitud las de los bonos mediano plazo (Gráfico 26). En julio, las valorizaciones de los bonos estuvieron asociadas a la mayor demanda de activos refugio, ante los menores pronósticos de crecimiento a nivel mundial y la preocupación con respecto a la situación fiscal de

Europa. En agosto la demanda de los bonos disminuyó hasta mediados del mes ante expectativas de los mercados en torno a acciones por parte de bancos centrales y gobiernos para hacer frente a la crisis, sin embargo, dado que no se anunciaba ninguna medida concreta, nuevamente se demandaron activos refugio. En septiembre, cuando la Reserva Federal anunció su tercer programa de estímulo monetario (QE3) y otras autoridades monetarias implementaron medidas expansionistas, la demanda por activos refugio cayó y las tasas de los bonos aumentaron. Este comportamiento fue atenuado, posteriormente, ante la falta de claridad en la resolución de la crisis de deuda en Europa, las protestas en España y Grecia en contra de los planes de austeridad y la incertidumbre con respecto a la efectividad de las medidas anunciadas por los bancos centrales y los gobiernos, de tal manera que los inversionistas nuevamente demandaron bonos del Tesoro. Al parecer, la desvalorización de los bonos de largo plazo durante el trimestre también está relacionada con el hecho de que los agentes esperaban que dentro del tercer programa de expansión cuantitativa (QE3) anunciado por la FED, se incluyeran compras adicionales de bonos del Tesoro, que fueron descartadas luego que la FED anunciara únicamente compras de títulos hipotecarios (MBS).

Gráfico 27: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Por su parte, durante el 3T12 los bonos de deuda pública interna de los países de la región presentaron valorizaciones, con excepción de los bonos de Chile y los bonos del tramo medio de México (Gráfico 27).

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 29 de junio y el 28 de septiembre de 2012, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$148.679 mm a \$149.213 mm. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2012 es de \$27.500 mm, de los cuales se han colocado bonos por un valor nominal cercano a \$21.813 mm⁶⁵. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2012 es de \$7.500 mm, y el saldo vigente a finales del 3T12 era aproximadamente \$213 mm.

Es importante mencionar que el 30 de agosto, la DGCPTN anunció que había reducido en \$1 billón el cupo de las subastas de TES debido a que esperaba captar mayores recursos a través de operaciones convenidas y forzosas. De esta manera, el monto de las subastas de TES del año 2012 pasó de \$17,3 billones a \$16,3 billones. Posteriormente, el Gobierno de Colombia colocó exitosamente en el mercado de capitales internacional un nuevo bono TES Global por \$1,0 billón, denominado en pesos y pagadero en dólares, con vencimiento en marzo de 2023. El Gobierno resaltó que los bonos se habían colocado a una tasa de 4,50%, la más baja de la historia para un título de 10 años en pesos colombianos.

También es importante mencionar que el 18 de julio el Gobierno realizó la apertura del TES UVR que vence el 10 de marzo de 2021 con un cupón de 3,5%, por un monto cercano a \$400 mm.⁶⁶, y que el 2 de agosto el

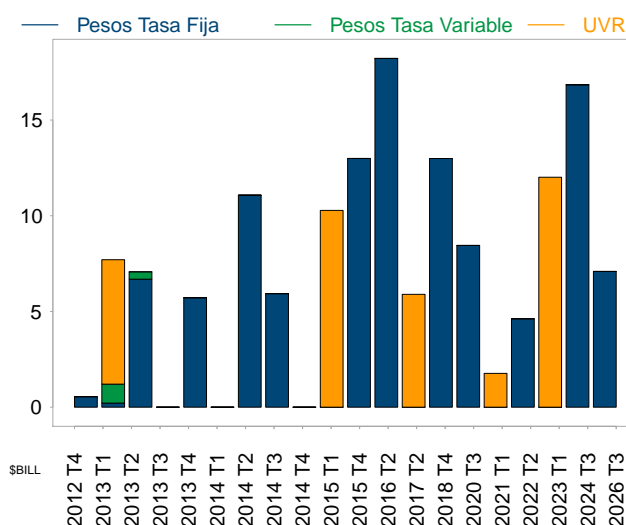
⁶⁵A septiembre 28 se habían colocado cerca de \$14.885 mm en subastas, cerca de \$1.790 mm en convenidas y \$5.169 mm en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con el valor de la UVR del día 28 de septiembre.

⁶⁶La demanda fue 2,21 veces la oferta y la tasa de corte fue

Gobierno informó que durante junio y julio se había realizado la redención anticipada de TES que vencían el 15 de agosto de 2012 por un total de \$2.607 mm de pesos, de tal manera que el vencimiento de estos títulos pasó de \$7.877 mm a \$5.270 mm⁶⁷.

En el Gráfico 28 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 28 de septiembre, se observa que en el último trimestre de 2012 se concentra el 0,37% de los vencimientos, y que en el año 2013 los vencimientos representan un 5,16% del saldo en circulación.

Gráfico 28: Proyección de Vencimientos TES



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

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

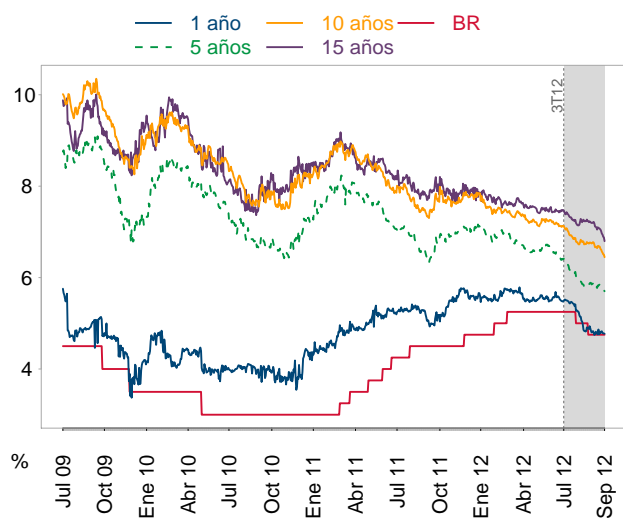
Continuando la tendencia de los dos trimestres anteriores, los bonos de Colombia presentaron valorizaciones durante el tercer trimestre de este año, y las tasas de algunas referencias alcanzaron niveles mínimos históricos. Las tasas cero cupón de los TES denomi-

3,59%, 2 p.b. por debajo de la tasa del TES UVR con vencimiento en febrero de 2023.

⁶⁷En el comunicado se menciona que de estas operaciones, durante el mes de julio la DGCPTN adquirió un monto nominal de \$746 mm y los declaró de plazo vencido.

nados en pesos registraron reducciones de magnitud similar en los diferentes tramos de la curva, de tal manera que la pendiente se mantuvo relativamente estable. En promedio las tasas disminuyeron 70 p.b. entre 0 y 2 años, 70 p.b. entre 2 y 5 años, y 69 p.b. entre 5 y 15 años⁶⁸ (Gráficos 29 y 30). Como ya se mencionó, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años permaneció relativamente estable, al pasar de 165 p.b. el 29 de junio a 167 p.b. el 28 de septiembre de este año (Gráfico 31).

Gráfico 29: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



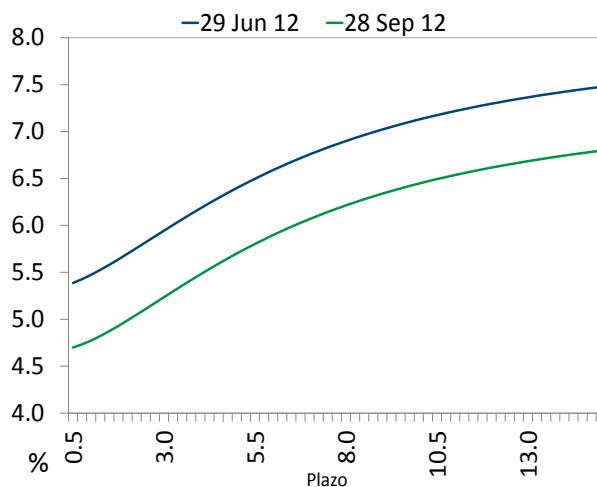
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Las valorizaciones de los TES estuvieron asociadas en el mes de julio, a disminuciones en los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana, ajustes a la baja en las expectativas de inflación, luego del dato favorable que se publicó en ese momento⁶⁹ y, bajo este escenario, a expectativas del inicio de un ciclo de recortes de la tasa de referencia (que efectivamente se materializó en la reunión que el BR llevó a cabo a fi-

⁶⁸Estos 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).

⁶⁹El 5 de julio el DANE anunció que la variación del índice de precios al consumidor en junio se ubicó en 0,08%, resultando inferior al dato esperado por el mercado (Bloomberg: 0,20%, encuesta BR: 0,21%).

Gráfico 30: Curvas Spot Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

nales del mes).

En agosto, el dato de inflación publicado fue nuevamente inferior al esperado⁷⁰ y los inversionistas continuaron incorporando en la curva las expectativas de mayores recortes de la tasa de referencia. Las valorizaciones de este mes también están relacionadas con la mejora de la perspectiva de la deuda soberana de Colombia de estable a positiva por la calificadora Standard and Poor's, y la mayor liquidez en el mercado monetario, debido, entre otras razones, al vencimiento del TES del 15 de agosto⁷¹.

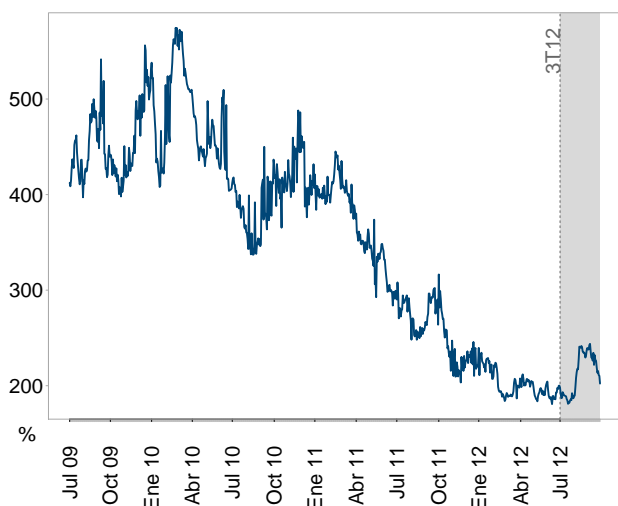
En el mes de septiembre, las valorizaciones fueron im-

⁷⁰El 5 de agosto el DANE anunció que la variación del índice de precios al consumidor en julio se ubicó en -0,02%, resultando inferior al dato esperado por el mercado (Bloomberg: 0,06%, encuesta BR: 0,07%).

⁷¹Correspondiente al vencimiento más grande del año por \$5.487 mm sumando capital e intereses. El 2 de agosto el Gobierno informó que durante junio y julio se había realizado la redención anticipada de TES que vencían el 15 de agosto de 2012 por un total de \$2.607 mm de pesos, de tal manera que el vencimiento de estos títulos pasó de \$7.877 mm a \$5.270 mm. En el comunicado se menciona que de estas operaciones, durante el mes de julio la DGCPTN adquirió un monto nominal de \$746 mm y los declaró de plazo vencido.

pulsadas por la mayor liquidez a nivel internacional ante los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales en el mundo y por expectativas de menor oferta de bonos en el mercado local luego que el Gobierno redujera en \$1 billón el cupo de las subastas de TES y colocara un TES Global por el mismo monto en el exterior. Es importante señalar que en septiembre las tasas de corto plazo no tuvieron cambios significativos, debido a que la mayoría de agentes esperaban que la tasa de referencia permanecería inalterada, teniendo en cuenta el dato favorable de crecimiento económico del 2T12 que se había dado a conocer a mediados del mes⁷², y el lenguaje del comunicado que el BR había publicado en el mes de agosto, que fue calificado por algunos analistas como neutral.

Gráfico 31: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

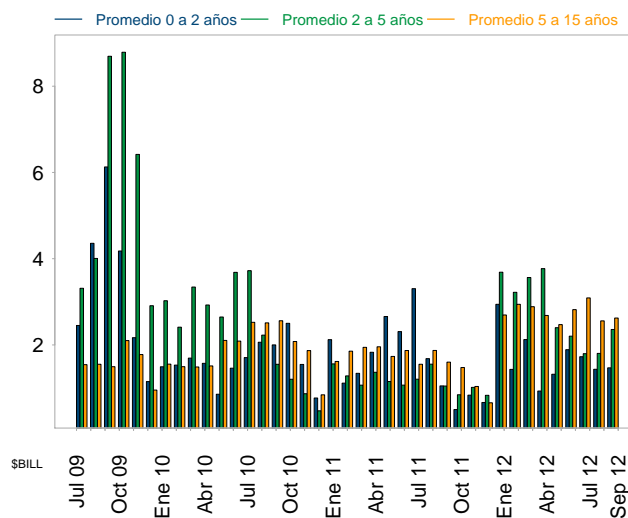
El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$6.200 mm⁷³, superior al observado en el mismo período del año 2011 (\$5.000 mm aproximadamente) (Gráficos 32, 33). En el Gráfico 31 puede observarse que durante el trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondía

⁷²El PIB del 2T12 sorprendió positivamente al mercado al crecer 4,9% frente al mismo trimestre del año anterior, por encima de lo pronosticado por los analistas (4,2%).

⁷³Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

a bonos del tramo medio de la curva (plazos entre 2 y 5 años), seguidos de los del tramo corto (plazos entre 0 y 2 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación en el total transado pasó de 20% a 21% entre el 2T12 y el 3T12, seguidos de los títulos que vencen en octubre de 2015 cuya participación pasó de 17% a 20%. Por su parte, la participación de los bonos que vencen en mayo de 2014 pasó de 22% a 19%.

Gráfico 32: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



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

6.3 Contratos de Futuros de TES

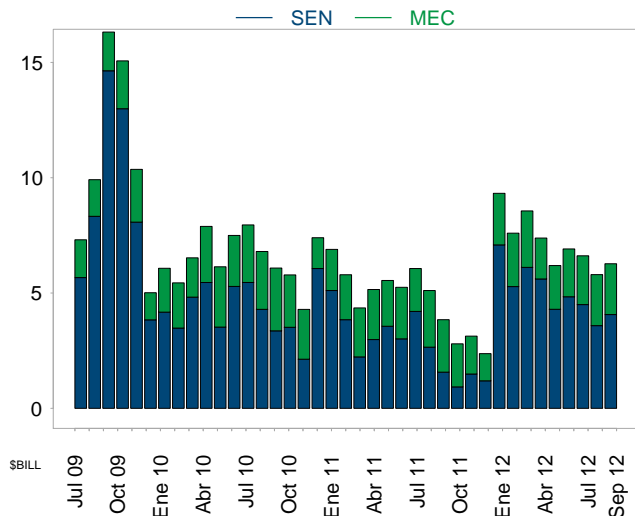
En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES⁷⁴ negociados en la BVC se valorizaron durante el periodo analizado (Gráfico 34).

El número de contratos negociados de futuros de TES⁷⁵ aumentó al pasar de 28.106 contratos a 30.278 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$7.569,5 mm. Respecto a las posiciones abiertas, durante el tri-

⁷⁴Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

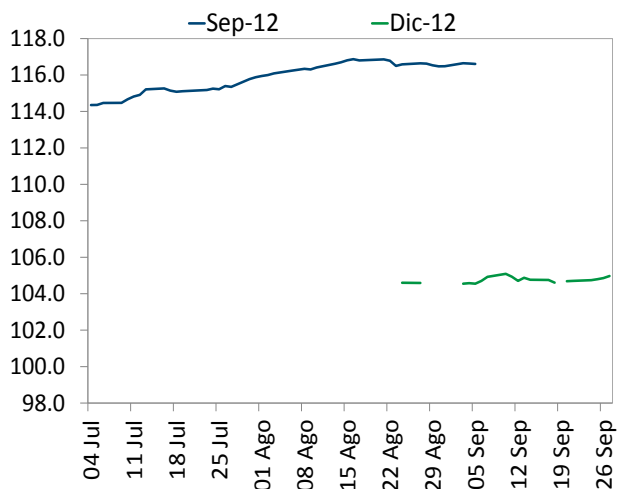
⁷⁵Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

Gráfico 33: Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

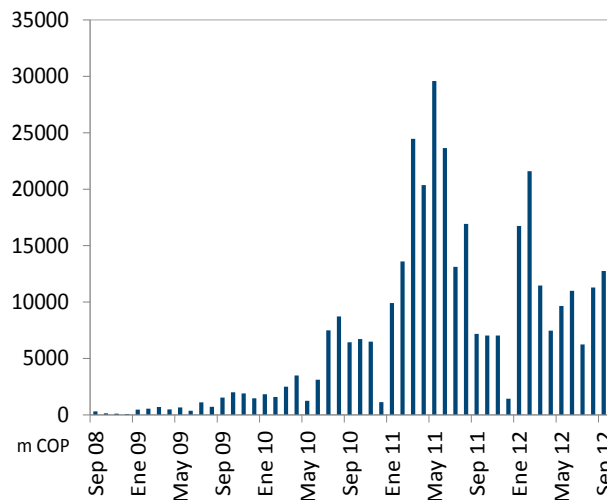
Gráfico 34: Precio de Contratos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

mestre éstas ascendieron hasta 2002 y 706 contratos para los contratos con vencimiento en septiembre y diciembre de 2012, respectivamente (Gráfico 35).

Gráfico 35: Contratos Pactados de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

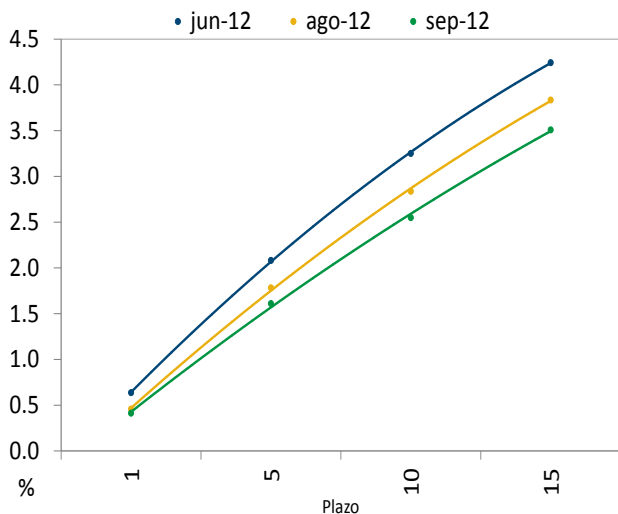
Acorde con la disminución en la percepción de riesgo a nivel internacional, durante el tercer trimestre los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se valorizaron (Gráficos 36, 37 y 38). Este comportamiento estuvo asociado a las amplias condiciones de liquidez del mercado monetario y a las menores tasas de interés en USD, generadas con las medidas adoptadas por los principales bancos centrales de los países desarrollados.

Adicionalmente, debido a las medidas adoptadas y a la menor percepción de riesgo, las primas de riesgo de la región disminuyeron. De esta forma, el EMBI+ cayó 76 p.b. (21,1%) y los EMBI país disminuyeron en promedio 35 p.b. (20,2%)⁷⁶ (Gráfico 40). Por su parte, los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años disminuyeron en promedio 42 p.b. (29,5%)⁷⁷

⁷⁶Variaciones EMBI+ países: Colombia: -33 p.b. (-18,4%), Brasil: -43 p.b. (-20,7%), México: -31 p.b. (-19,8%) y Perú -48 p.b. (-27,5%). EMBI Global Chile: -24 p.b. (-14,3%).

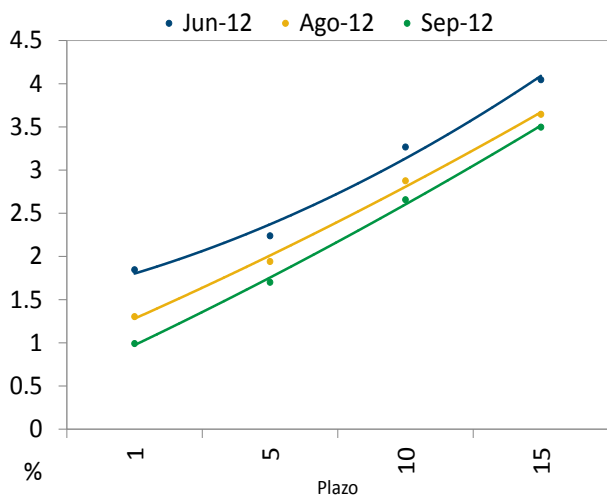
⁷⁷Variaciones: Colombia: -40 p.b. (28,3%), Brasil: -45 p.b.(-

Gráfico 36: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú

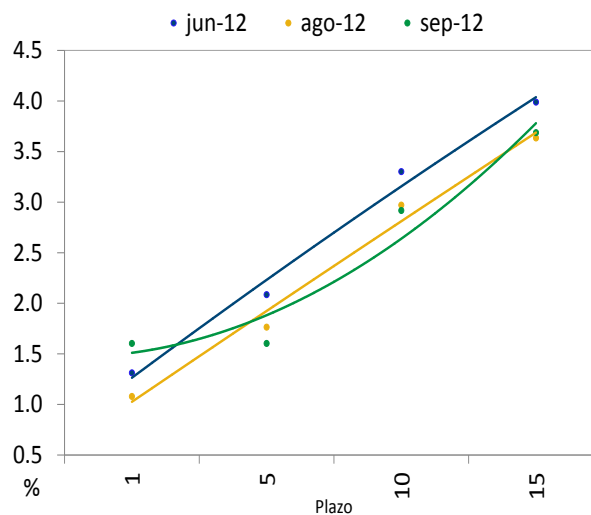


Fuente: Bloomberg.

(Gráfico 39).

28,9%), México: -39 p.b. (-27,9%), Chile: -32 p.b. (-27,9%) y Perú: -56 p.b. (-34,5%)

Gráfico 38: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

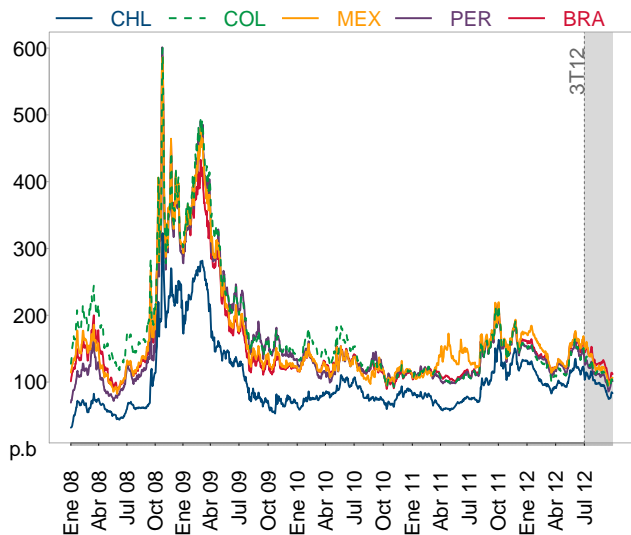
Durante el trimestre, Moody's aumentó la calificación de deuda soberana de Perú de Baa3 a Baa2, argumentando las menores vulnerabilidades a eventos de riesgo político, el buen comportamiento de su economía y el desempeño fiscal. Adicionalmente, Standard & Poor's revisó la calificación de estable a positiva, ya que la agencia espera inversiones significativas en los sectores de minería, petróleo, gas, infraestructura y electricidad, las cuales seguirán respaldando las expectativas de crecimiento del PIB, así como sus exportaciones.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se valorizó en todos los tramos de la curva, continuando con la tendencia presentada en lo corrido del año (Gráfico 41). Este comportamiento está asociado a la solidez que ha mostrado la economía local, a las buenas noticias en materia fiscal y a las amplias condiciones de liquidez en dólares.

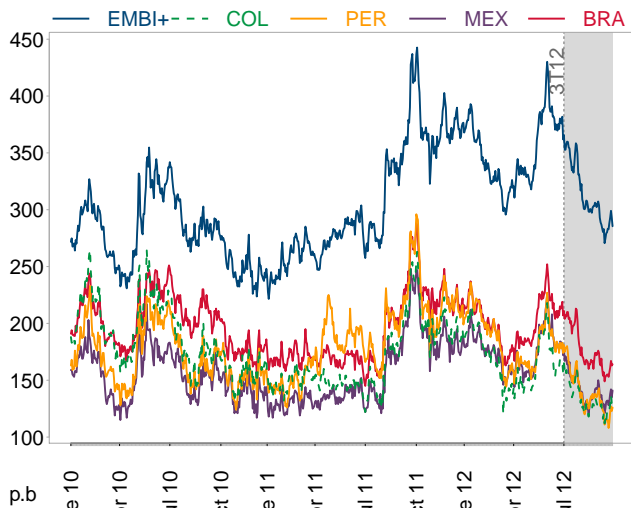
En línea con lo anterior, durante el trimestre el Mi-

Gráfico 39: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 40: Spreads Deuda Soberana LATAM



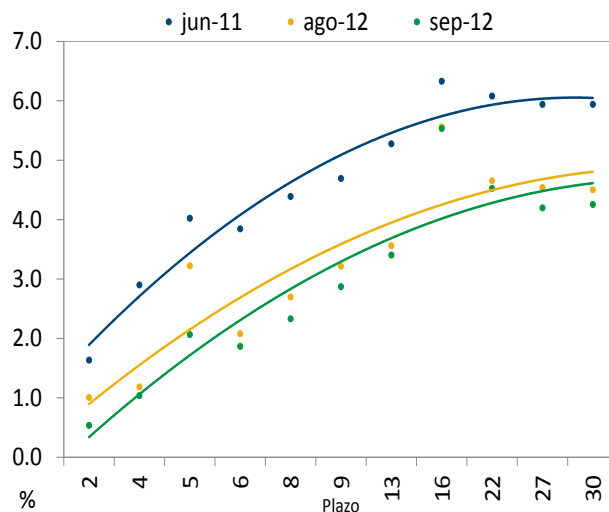
Fuente: Bloomberg.

nisterio de Hacienda colocó en el mercado de capitales internacional un nuevo bono TES Global por \$1,0 billón, denominado en pesos y pagadero en dólares, con vencimiento en marzo de 2023. El Gobierno resaltó que los bonos se colocaron a una tasa de 4,50 %,

la tasa más baja de la historia para un título de 10 años en pesos colombianos, que también es inferior a la tasa de interés de referencia del BR.

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia y el CDS a 5 años disminuyeron 33 p.b. (18%) y 40 p.b. (28%), respectivamente, en línea con el comportamiento promedio de los países de la región.

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

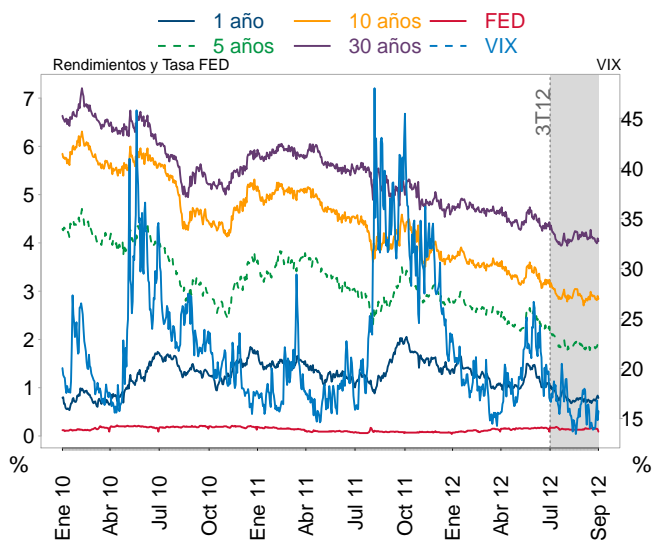


Fuente: Bloomberg.

7 Mercado Primario de Deuda Privada

Durante tercer trimestre de 2012 la dinámica del mercado primario de deuda privada respecto al monto de colocaciones fue mejor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con un crecimiento del 26% en el monto de colocación y un monto trimestral equivalente a \$3.350 mm (Gráfico 43). Respecto al mismo

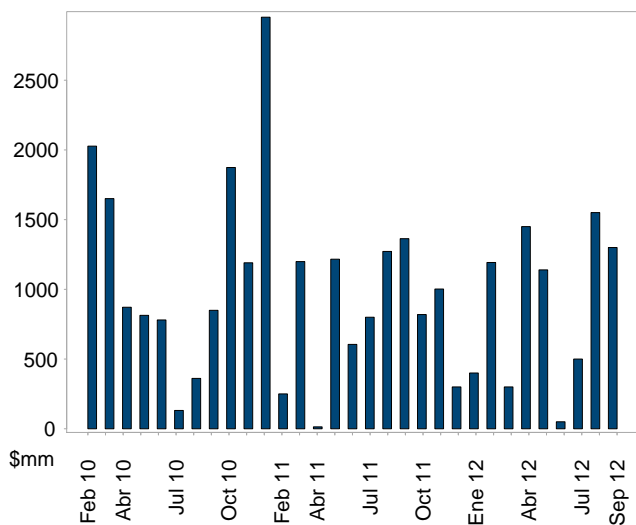
Gráfico 42: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED



Fuente: Bloomberg.

trimestre de 2011 el monto cayó 2,4 %.

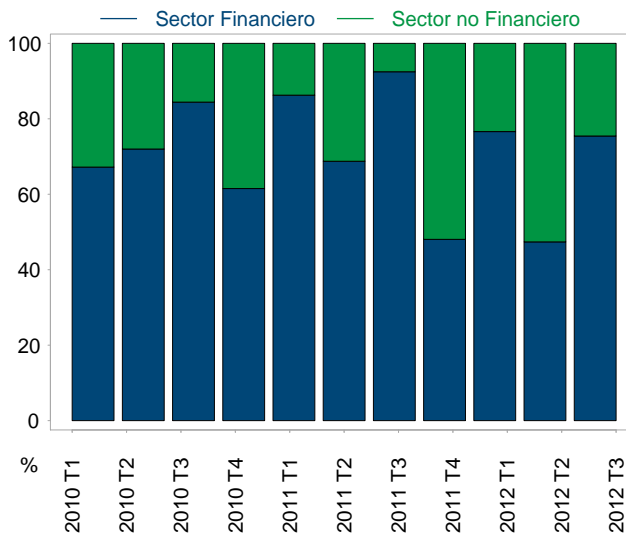
Gráfico 43: Monto Total Colocado (2010 - 2011)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre el sector financiero continuó siendo el principal emisor e incrementó su participación

Gráfico 44: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

(+25 pps, 75 % del total de las colocaciones) respecto al trimestre anterior en el cual ésta había caído hasta niveles cercanos al 50 %⁷⁸ (Gráfico 44). Este comportamiento se debe principalmente a que durante el trimestre la mayoría de emisiones fueron realizadas por bancos⁷⁹.

Las emisiones con mayor monto de colocación durante el trimestre fueron las de Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A. (Bancoldex) (\$700 mm), Fin-deter (\$500 mm) y Banco Davivienda (\$500 mm).

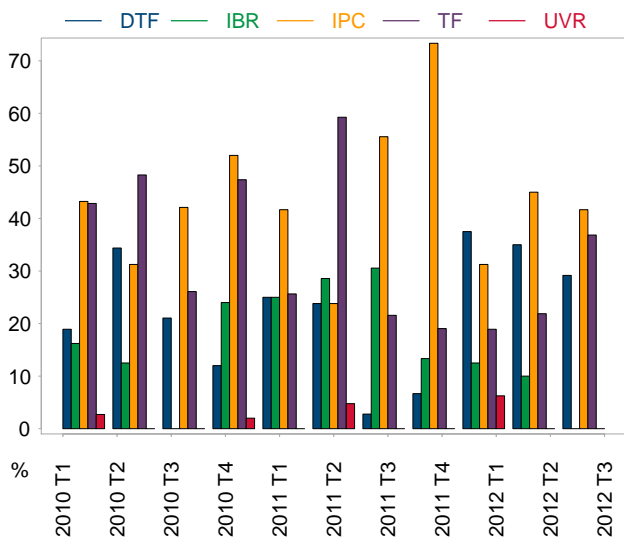
Por otra parte, la proporción del total de colocaciones que fue atada a una tasa fija (29 %) se incrementó 19 pps frente al 2T12 mientras la proporción de colocaciones atadas a las demás tasas registraron caídas: las colocaciones atadas al IBR (0 %), a la DTF (29 %) y al IPC (41 %) cayeron 10, 5,8 y 3,33 pps respectivamente.

⁷⁸Cabe destacar que la participación del sector no financiero durante 2T12 estuvo influenciado por la emisión de Cementos Argos que realizó dos subastas y adjudicó el mayor monto durante este trimestre (\$1000 mm) que representó el 37 % de las colocaciones totales.

⁷⁹De las 24 emisiones realizadas durante el trimestre el 62,5 % corresponden a bancos

te. Cabe destacar que aún predominan las colocaciones atadas al IPC.

Gráfico 45: Colocaciones por Tasa de Interés



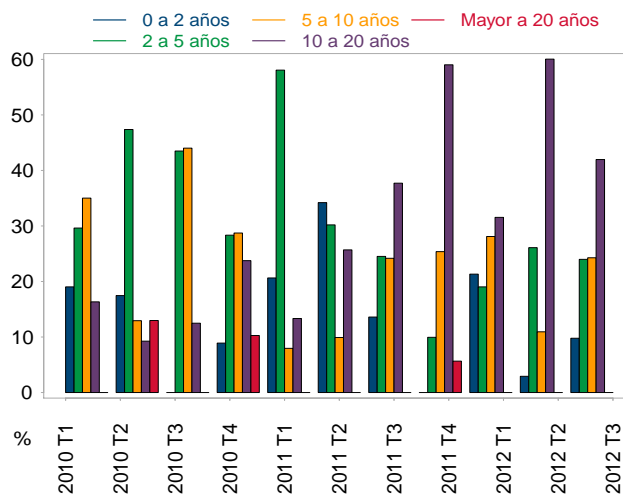
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Respecto a los plazos de colocación, cabe destacar que el plazo que comprende vencimientos entre 10 y 20 años registró una caída respecto al total del monto colocado (-18 pps) en línea con la caída de las colocaciones atadas al IPC. Este comportamiento estuvo acompañado de una reducción en las colocaciones a plazos entre 2 y 5 años (-2,10 pps) y un incremento en la proporción en los plazos entre 5 y 10 años (+13,33 pps) y entre 0 y 2 (+6,85 pps) (Gráfico 46).

De otra parte, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas aumentó levemente respecto al trimestre anterior (+17 p.b); la demanda por colocaciones (\$6000 mm) fue 2,08 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$5.037 mm, 1,9 veces) (Gráfico 47).

Las emisiones con mayor demanda fueron las de bonos ordinarios de Banco Finandina con una demanda de 2,98 veces el monto colocado, seguida de la de bonos ordinarios de Sodimac Colombia S.A con una demanda de 2,8 veces el monto colocado y la de bonos ordinarios de Davivienda con una demanda 2,69 veces

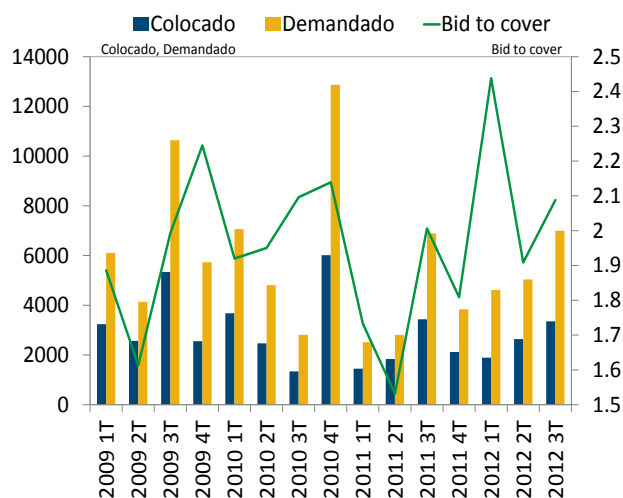
Gráfico 46: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

el monto colocado.

Gráfico 47: Monto Colocado VS Monto Demandado

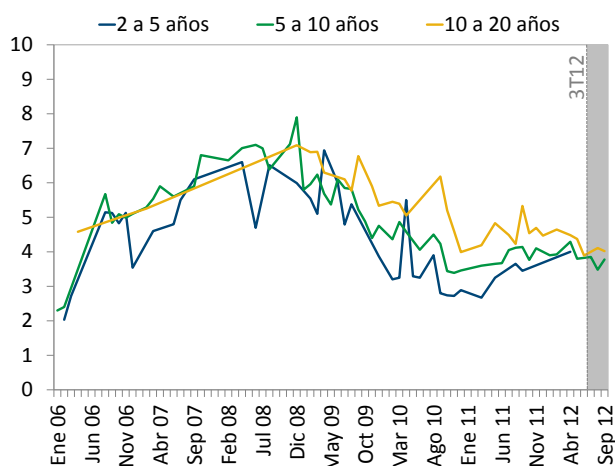


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el tercer trimestre de 2012, la tasa o margen promedio de las colocaciones de deuda privada atadas al IPC, disminuyó para los plazos entre 5 y 10 años y 10 y 20 años, mientras que durante el trimestre no se

presentaron colocaciones atadas al IPC para los plazos entre 5 y 10 años *Gráfico 48*.

Gráfico 48: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

Continuando con la tendencia del primer semestre del año, durante el tercer trimestre de 2012 en general los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron valorizaciones. Las valorizaciones se dieron principalmente ante las medidas de estímulo monetario de algunas economías desarrolladas, el aumento en los precios de las materias primas y la disminución de la percepción de riesgo internacional.

En Estados Unidos se publicaron resultados corporativos positivos, y las bolsas se valorizaron ante el anuncio por parte de la Fed de una tercera ronda del programa de alivio cuantitativo (QE3). Por otra parte, en Europa el Eurostoxx se valorizó 8,3% durante el trimestre, debido principalmente a las medidas del BCE para impulsar el crecimiento económico (que incluyen compra de deuda soberana), a la aprobación de la creación del ESM y a las medidas tomadas para aliviar la

crisis de deuda en la región.

Por otra parte, las bolsas de China y Japón presentaron desvalorizaciones durante el periodo analizado, ante la publicación de datos desfavorables de actividad económica. En Japón, el índice Nikkei registró una desvalorización de 1,5% impulsada por datos desfavorables como la contracción del índice de producción industrial; el Shanghai Composite cayó 6,2% ante el debilitamiento de la industria, las exportaciones y las ventas al por menor en China.

En América Latina, a excepción del IPSA de Chile, los índices accionarios presentaron valorizaciones (*Gráfico 49*), influenciados por la reducción en la percepción de riesgo internacional y al aumento en los precios de las materias primas. El índice que presentó la mayor valorización de la región en el periodo analizado fue el IBOV de Brasil (8,8%), seguido por el IGBVL de Perú (7,2%), el IGBC de Colombia (4,76%) y el MEXBOL de México (1,6%).

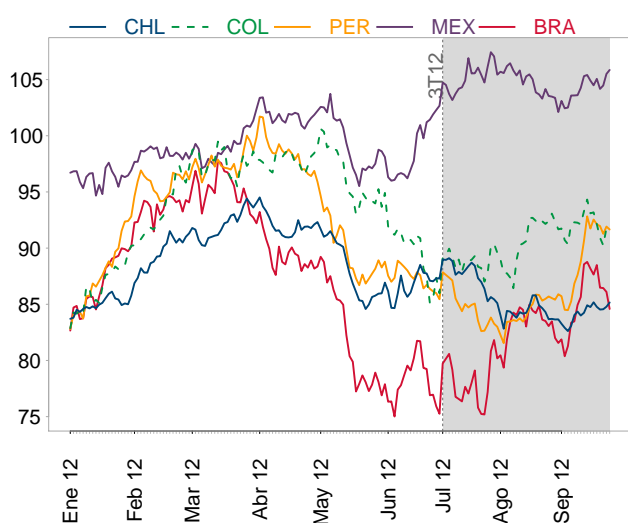
El IPSA de Chile presentó una desvalorización durante el trimestre (3,8%), a pesar de la publicación de datos positivos de crecimiento económico en ese país, posiblemente influenciada por la publicación de resultados corporativos inferiores a los esperados por el mercado y por anuncios de nuevas emisiones de empresas de energía y financieras.

En la *Gráfico 50*, se puede observar que los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región, en general disminuyeron con respecto al trimestre anterior. El IBOV de Brasil y el Merval de Argentina fueron los índices que en promedio presentaron el mayor coeficiente de variación, seguidos del IGBVL de Perú, el IGBC de Colombia, el MEXBOL de México y el IPSA de Chile.

En materia de volatilidad condicional⁸⁰, durante el 3T12, el promedio en la región disminuyó levemente con respecto al trimestre anterior. Se debe resaltar que la volatilidad condicional del IGBC se ubicó por

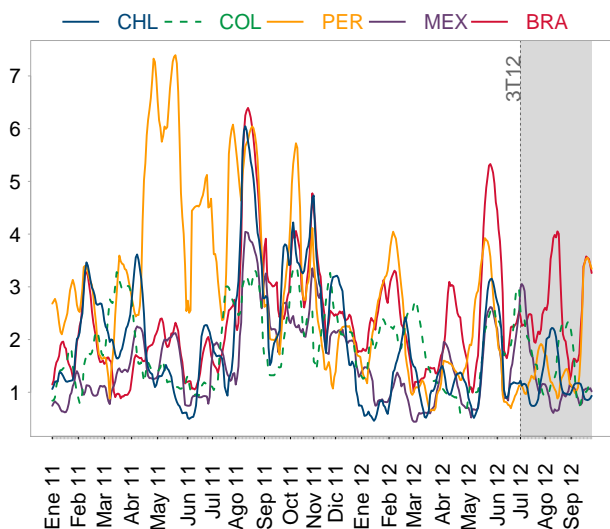
⁸⁰Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 49: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 3 de enero de 2011

Gráfico 50: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región

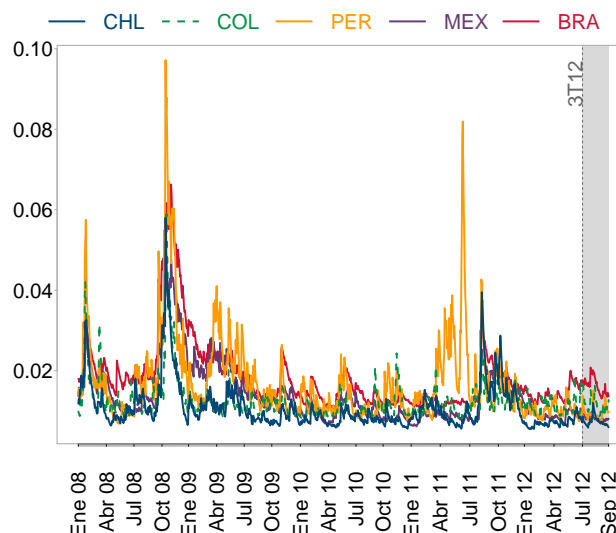


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. Ventana móvil de 20 días.

debajo de la volatilidad del IBOV de Brasil (índice que presentó la mayor volatilidad); mientras que el IPSA de Chile fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo, seguido

por el MEXBOL de México (Gráfico 51).

Gráfico 51: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

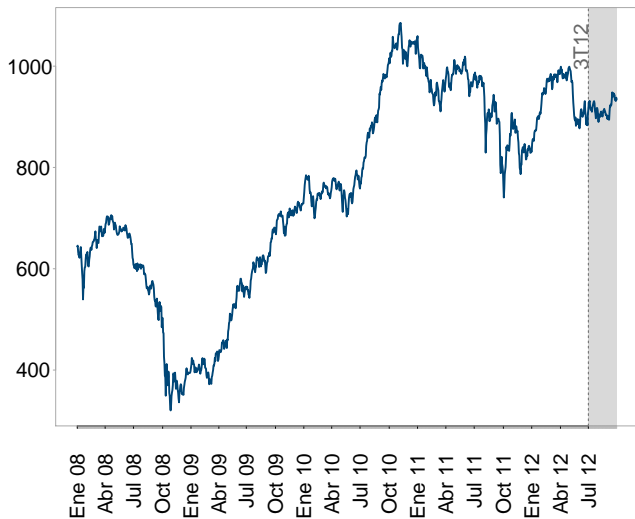
En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁸¹, durante el 3T12 los inversionistas colombianos vendieron acciones de Chile y Perú por \$167 millones netos frente a \$10 millones en el trimestre anterior; mientras que los inversionistas chilenos y peruanos compraron acciones colombianas por un monto neto de \$12,6 millones frente a \$1740 millones del trimestre anterior. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 52) presentó un aumento de 3.1% durante el periodo analizado.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mercado accionario continuó disminuyendo con respecto al trimestre anterior, evidenciando un menor apetito por parte de los inversionistas en renta variable. Durante el 3T12, se negociaron diariamente en promedio \$158 mm, frente a un promedio diario negociado en el 2T12 de \$195 mm y de \$223mm en el 1T12. (Gráfico 53).

El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron valoriza-

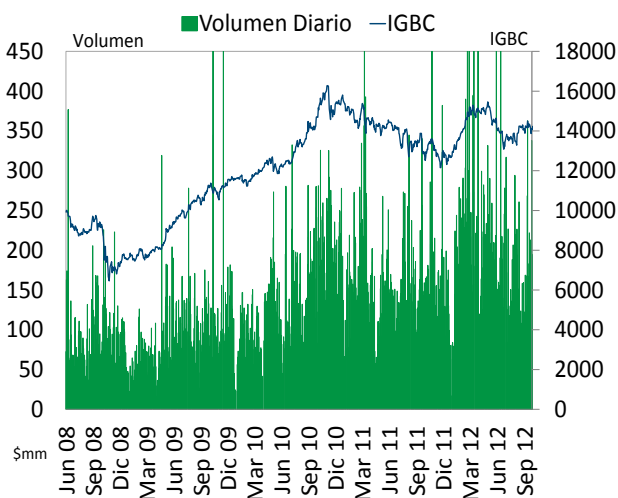
⁸¹Fuente: MILA.

Gráfico 52: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 53: IGBC y Volumen Transado Diario



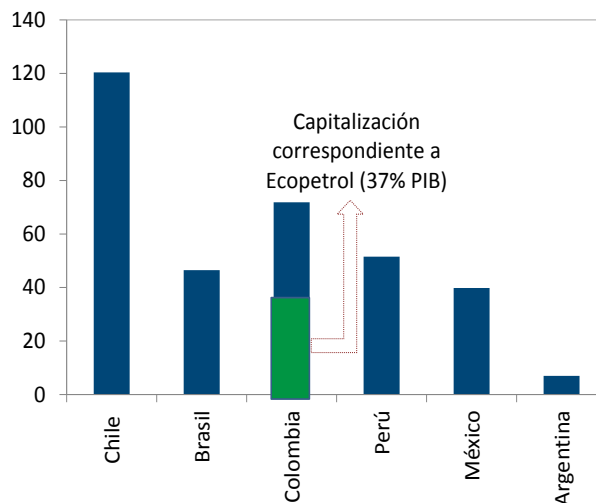
Fuente: Bloomberg.

ciones durante el periodo analizado de 4,8%, 2,5% y 2,0% respectivamente, ante la reducción de la percepción de riesgo internacional, el aumento de los precios internacionales de las materias primas y la publicación de resultados corporativos positivos. En cuanto a la ne-

gociación de futuros de COLCAP, durante el trimestre se negociaron 89 contratos frente a 135 contratos negociados en el 2T12⁸² y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

En el mercado secundario de acciones, los principales demandantes netos fueron los agentes extranjeros y los fondos de pensiones y cesantías, que demandaron en neto \$930 millones y \$452 millones respectivamente. Por otra parte, los principales oferentes netos fueron los programas ADR, las personas naturales y el sector real, que vendieron en neto \$619 millones, \$529 millones y \$207 millones respectivamente. Frente al segundo trimestre de 2012, las compras netas de los extranjeros disminuyeron (de \$1128 millones a \$930 millones) y los programas de ADR cambiaron su posición neta (en el 2T12 habían sido demandantes netos por \$28 millones).

Gráfico 54: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

Con datos estimados del PIB de 2011⁸³ y datos de capitalización bursátil a agosto de 2012, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través

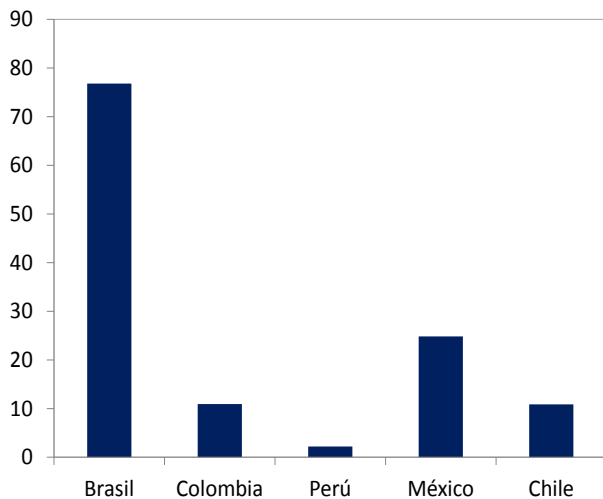
⁸²El valor de cada contrato es igual a 25.000 pesos multiplicados por el valor del COLCAP

⁸³Fuente: FMI.

de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el *Gráfico 54* se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 120% de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; seguido por el de las bolsas de Colombia (71,8%) y Perú (51,5%). Los indicadores de Brasil, México y Argentina se ubicaron en (46,7%), 39,8% y 7%, respectivamente.

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a septiembre de 2012⁸⁴, la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 76,8%; seguida por las bolsas de México (24,8%), Colombia (10,9%), Chile (10,8%) y Perú (2,2%) (*Gráfico 55*).

Gráfico 55: Velocidad de Rotación del Mercado de Renta Variable



Fuente: Federación Mundial de Bolsas.

⁸⁴Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil.