



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2011

Banco de la República

Octubre de 2011

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

María Alejandra Buitrago

Karen Juliet Leiton

José Fernando Moreno

Lina Vanessa Patiño

Juan Sebastián Rassa

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Nathali Cardozo

Juan Manuel García

Recuadros

Recuadro 1: María Alejandra Buitrago

Recuadro 2: Diego Alejandro Rojas y Javier Eliecer Pirateque

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 | 15 |
| 5.1 | Mercado Cambiario Colombiano | 17 |
| | Recuadro 1: Programa de coberturas para el sector agroexportador | 20 |
| 6 | Mercado Monetario y Renta Fija | 26 |
| 6.1 | Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia | 26 |
| 6.2 | Mercado de Deuda Pública | 29 |
| 6.2.1 | Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región | 29 |
| 6.2.2 | Deuda Pública Interna de Colombia | 31 |
| 6.3 | Contratos de Futuros de TES | 34 |
| 6.4 | Deuda Pública Externa de los países de la región | 34 |
| 6.5 | Deuda Pública Externa de Colombia | 36 |
| | Recuadro 2: El Mercado Monetario Interbancario en Colombia | 38 |
| 7 | Mercado Primario de Deuda Privada | 47 |
| 8 | Mercado Accionario | 49 |

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 | 9 |
| 4 | Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro | 10 |
| 5 | Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra | 11 |
| 6 | Tasa interbancaria y de referencia Japón | 11 |
| 7 | Índices de Confianza | 13 |
| 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 | Cartera bruta e Inversiones en Títulos de Deuda Pública Interna Emitidos o Garantizados por la Nación como Porcentaje del Total del Activo en Moneda Nacional | 14 |
| 12 | VIX V.S Índices de Monedas | 15 |
| 13 | Credit Default Swaps 5 años | 16 |
| 14 | Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM | 16 |
| 15 | COP/USD V.S LACI | 17 |
| 16 | Tasas de Cambio LATAM | 18 |
| 17 | Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro | 18 |
| 18 | Futuros TRM | 19 |
| 19 | Monto de Opciones Finagro VS Tasa de Cambio | 22 |
| 20 | Precio de Ejercicio* VS Tasas de Cambio | 23 |
| 21 | Montos FWD y Opciones Empresas Agropecuarias | 24 |
| 22 | Compensación por Ejercicio de Opciones VS FWD | 25 |
| 23 | Tasas de Referencia Países Latinoamericanos | 26 |
| 24 | Indice de Precios al Consumidor | 26 |
| 25 | Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) | 27 |
| 26 | Posición neta del BR en el Mercado Monetario | 27 |
| 27 | Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011 | 28 |
| 28 | Tasas de Interes Activa y Pasiva (2008 - 2011) | 28 |
| 29 | Márgen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4) | 29 |
| 30 | Crecimiento Anual de Cartera | 29 |
| 31 | Curva Cero Cupón EE.UU. | 29 |
| 32 | Curvas Cero Cupón Países de la Región | 30 |
| 33 | Proyección de Vencimientos TES | 31 |
| 34 | Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR | 32 |
| 35 | Curvas Spot Colombia. Dic. 2010, Jun. 2011 y Sep. 2011 | 32 |
| 36 | Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años) | 32 |
| 37 | Monto Promedio Negociado por plazos de TES | 33 |
| 38 | Monto Promedio Diario Negociado de TES | 33 |
| 39 | Total Transado SEN Y MEC de TES | 34 |
| 40 | Precio de Contratos de TES a Futuro | 34 |
| 41 | Cantidad de Contratos Abiertos de TES a Futuro | 34 |
| 42 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil | 35 |

| | | |
|----|---|----|
| 43 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú | 35 |
| 44 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México | 35 |
| 45 | Credit Default Swaps 5 años | 36 |
| 46 | Spreads Deuda Soberana LATAM | 36 |
| 47 | Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia | 36 |
| 48 | Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED | 37 |
| 49 | Montos de Operaciones del Banco de la República (2009 – 2011) | 40 |
| 50 | Mercado de Fondos Interbancarios (ene. 1998 – sep. 2011) | 40 |
| 51 | Mercado Colateralizado vs No Colateralizado (sep. 2010 – sep. 2011) | 41 |
| 52 | Montos de transacción del Mercado Monetario (ene. 2009 – sep. 2011) | 42 |
| 53 | Tasas del Mercado Monetario (efectiva anual) | 42 |
| 54 | Tasa promedio de negociación de la simultánea sobre el TES de 2020 | 43 |
| 55 | Monto Total Colocado (2010 - 2011) | 47 |
| 56 | Monto Colocado por Sector | 47 |
| 57 | Colocaciones por Tasa de Interés | 48 |
| 58 | Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación | 48 |
| 59 | Monto Colocado VS Monto Demandado | 48 |
| 60 | Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación | 49 |
| 61 | Tasa de Colocación - Margen sobre el IBR | 49 |
| 62 | Evolución de los Índices Accionarios de la Región | 50 |
| 63 | Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región | 51 |
| 64 | Volatilidad Condicional Índices Accionarios | 51 |
| 65 | IGBC y Volumen Transado Diario | 51 |
| 66 | S&P MILA 40 | 52 |
| 67 | Capitalización Bursátil/PIB | 53 |

Índice de Tablas

| | | |
|---|---|----|
| 1 | Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo | 12 |
| 2 | Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense | 16 |
| 3 | Precio de Productos Básicos (en dólares) | 16 |
| 4 | Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica | 16 |
| 5 | Intervención Cambiaria (+compras-ventas) | 17 |
| 6 | Características del Subsidio de Acuerdo al Tramo | 21 |
| 7 | Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM | 27 |
| 8 | Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2011 | 27 |
| 9 | Características del Subsidio de Acuerdo al Tramo | 45 |

1 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 julio y septiembre de 2011, período en el que continuó el nerviosismo con respecto a los mercados externos.

Durante este periodo, la percepción de riesgo internacional aumentó significativamente, ante la desaceleración económica de algunos países desarrollados, los recortes de calificación de deuda de países como EE.UU. y Japón, el riesgo de una nueva recesión a nivel mundial, y los problemas fiscales de algunos países europeos que también sufrieron reducciones en sus calificaciones.

En este trimestre, se presentó continuidad de los estímulos monetarios de países desarrollados que mantuvieron sus tasas de interés en mínimos históricos, continuaron con sus programas de compras de activos, y realizaron anuncios de otras medidas como el canje de deuda de la Reserva Federal para aumentar la duración de su portafolio.

Adicionalmente, se tomaron otras medidas como las prohibiciones de ventas en corto en algunos países europeos para evitar especulaciones en los mercados financieros, y ayudas a países europeos con problemas fiscales sujetos a planes de austeridad.

La mayor percepción de riesgo y la búsqueda de activos refugio ayudan a explicar el fortalecimiento de monedas como el dólar estadounidense, el yen japonés y el franco suizo, y los retrocesos de la gran mayoría de índices accionarios.

A nivel local, se han presentado resultados positivos en materia de crecimiento económico lo que ha permitido mitigar el efecto del contexto internacional. En este sentido la confianza de los industriales presentó comportamientos favorables. Sin embargo, otros indicadores como la confianza de los comerciantes y de los consumidores reflejan preocupaciones respecto al contexto económico internacional.

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 2011 el dólar estadounidense se fortaleció frente a monedas tanto de países desarrollados como de emergentes. Las monedas que más se devaluaron frente al dólar fueron el zloty polaco, el real brasilero y el rand sudafricano.

Las tasas de cambio de Latinoamérica también se debilitaron frente al dólar. En particular, la devaluación del peso colombiano en el periodo se puede explicar principalmente por factores como el entorno de alta percepción de riesgo a nivel internacional y la disminución en las proyecciones de crecimiento mundial.

2.2 Mercado Monetario

Durante el período analizado, la Reserva Federal mantuvo su tasa de referencia en mínimos históricos. Lo mismo sucedió con los bancos centrales de Inglaterra y Japón, que además anunciaron la continuidad de sus programas de compra de activos. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), aumentó su tasa de referencia 25 p.b., pero anunció la reanudación del programa de compra de bonos del Gobierno de algunos países.

En Latinoamérica, la mayoría de los bancos centrales de la región hicieron una pausa en los ciclos alcistas de sus tasas de política monetaria, a excepción de Brasil que la disminuyó. Lo anterior, debido al impacto que tendría el deterioro del contexto internacional en sus economías, y la consecuente disminución tanto en las perspectivas de crecimiento como en las presiones inflacionarias.

En Colombia, el Banco de la República aumentó la tasa de referencia 25 p.b. en la reunión de julio, pero posteriormente, ante la alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial y de Colombia, en las reuniones de agosto y septiembre, mantuvo la tasa inalterada.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, registraron valorizaciones. En el caso de Colombia, la valorización de los TES denominados en pesos se presentó entre julio y principios de septiembre, y obedeció a la disminución que presentaron las expectativas de inflación ante la reducción del precio de la gasolina y la publicación del dato de inflación del mes de agosto que resultó inferior al esperado por el mercado, al aumento de la meta de recaudo por parte del Gobierno y al impacto positivo de la colocación de un bono global a principios de julio. En el mes de septiembre, los títulos de mediano y largo plazo presentaron desvalorizaciones, pero no alcanzaron a compensar las valorizaciones de los dos meses anteriores. Las desvalorizaciones estuvieron relacionadas con el canje de deuda por parte del gobierno colombiano y el aumento de la percepción de riesgo internacional.

Pese a la reducción en la calificación de la deuda de EE.UU., los bonos del Tesoro de ese país se valorizaron ante la mayor percepción de riesgo a nivel internacional y la desmejora en las perspectivas de la economía mundial.

2.4 Mercado accionario

Durante el tercer trimestre del 2011, los índices accionarios tanto de países desarrollados como de emergentes presentaron importante caídas. En Estados Unidos, los índices accionarios retrocedieron principalmente luego de la reducción de la calificación de la deuda soberana de este país por parte de S&P. En Europa, el Eurostoxx 50 retrocedió ante las preocupaciones sobre la situación fiscal en algunos países de la periferia y el posible contagio a otras economías de la zona. Se destacan las caídas de las bolsas de Francia y Alemania ante su alta exposición a la deuda griega. Por su parte, en América Latina, pese a los sólidos fundamentales de las economías de la región, todos los índices presentaron caídas (aunque en general fueron menores a las observadas en Europa, EE.UU. y Asia). Este comportamiento estuvo afectado por el contexto de incertidumbre internacional, reducciones en los precios de las materias primas y otros factores particulares de cada mercado.

3 Entorno internacional

Gráfico 1: Índices accionarios



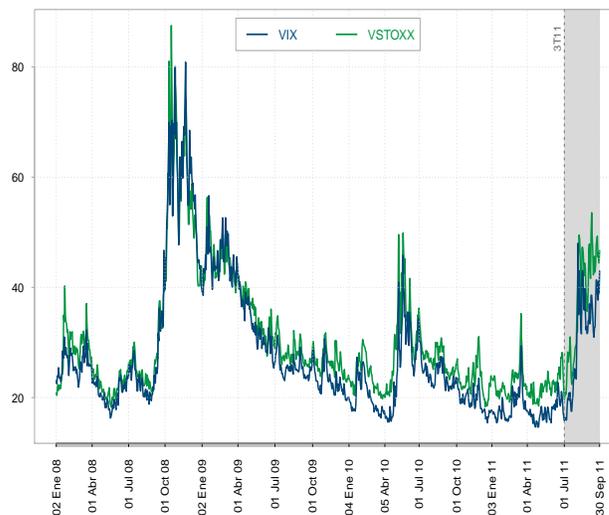
Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 Diciembre 2007

En el tercer trimestre de 2011 los índices accionarios presentaron importantes caídas¹ (Gráfico 1) y la percepción de riesgo internacional aumentó significativamente² (Gráfico 2). La desaceleración económica de algunas economías desarrolladas y el riesgo de una nueva recesión a nivel mundial fueron las mayores preocupaciones de organizaciones como el FMI, el BCE, la FED y la OECD. Esta coyuntura económica se reflejó en las proyecciones que el FMI publicó en el Informe de Perspectivas de la Economía Mundial del mes de septiembre, en las que redujo el pronóstico de crecimiento mundial para 2011 de 4,3% a 4% y de las economías avanzadas de 2,2% a 1,6% para 2011 y de 2,6% a 1,9% para 2012³. Se destacó la reducción en la estimación del crecimiento de Estados Unidos en el 2011 que pasó de 2,5% a 1,5%.

¹Los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones cayeron respectivamente 14,3%, 12,9% y 12%, durante el trimestre. Los índices accionarios de Japón, China e Inglaterra cayeron entre 11,3%, 14,6% y 13,7% respectivamente. El Eurostoxx cayó 23,4% impulsado por las caídas de Alemania (25,4%) y Francia (33,5%).

²En el periodo analizado el VIX pasó de 16,52% a 42,96% y

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



Fuente: Bloomberg.

En este periodo, los precios de los productos básicos presentaron fuertes caídas, continuando la tendencia del trimestre anterior. El precio del petróleo cayó de US\$95,42 el 30 de junio a US\$79,2 el 30 de septiembre; por su parte, el índice CRB cayó de US\$ 338,05 a US\$298,15. El oro tuvo un lugar protagónico durante el trimestre, pues en su calidad de activo refugio, logró alcanzar un máximo de US\$1900,23 al inicio del mes de septiembre, aunque culminó el mes en US\$1623,97, debido a la búsqueda de liquidez por parte de los inversionistas mediante la liquidación de fondos de cobertura.

En Estados Unidos, los datos económicos fueron débiles, principalmente en el mercado laboral⁴ y manufacturero⁵, alentando aún más los temores sobre una posible recesión. El Congreso aprobó el aumento del techo de la deuda en US\$2,1 trillones y un plan de ajuste fiscal para reducir el déficit en US\$2,4 trillones

el VSTOXX pasó de 21,56% a 46,67%.

³La anterior estimación se había realizado en junio.

⁴La tasa de desempleo se mantuvo estable en 9,1% en el trimestre.

⁵El ISM manufacturero se contrajo de 53,3 puntos en junio a 51,6 puntos en septiembre.

en la próxima década. A pesar de ello, S&P disminuyó la calificación de la deuda soberana de ese país de AAA a AA+ y mantuvo su *outlook* negativo ya que consideró que el acuerdo logrado en el Congreso no era suficiente para estabilizar la dinámica de la deuda soberana a mediano plazo.

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



Fuente: Bloomberg.

Durante el trimestre se especuló sobre un posible quantitative easing - QE3 - después de un discurso de Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, en el que señaló que la FED contaba con una serie de herramientas que podrían ser utilizadas para brindar un estímulo monetario adicional, que promoviera una recuperación económica más fuerte, en un contexto de estabilidad de precios. Aunque no se anunció el QE3, la FED informó que extendería la duración de su portafolio con el fin de reducir las tasas de interés de largo plazo, reemplazando sus tenencias de Treasuries de corto plazo por otras de mayor plazo (Operación Twist). En su comunicado explicó que compraría US\$ 400 billones en títulos con vencimientos entre 6 y 30 años para finales de junio del 2012, vendiendo un monto equivalente de deuda por vencer en tres años o menos⁶. Además informó que el programa estará vi-

⁶Anteriormente la Reserva Federal reinvertía el pago del prin-

gente hasta mediados del próximo año y que las tasas de interés de referencia permanecerán en los niveles actuales por lo menos hasta mediados de 2013.

A comienzo de septiembre, la Casa Blanca redujo el pronóstico de crecimiento para el año 2011 de 2,7% a 1,7%, y para el año 2012 de 3,6% a 2,6%⁷. La revisión incluyó un pronóstico de desempleo promedio de 9,1% este año y de 9% en el 2012⁸. Posteriormente el presidente Barack Obama presentó al Congreso un plan de estímulo a la economía por US\$447 billones, para impulsar la creación de empleos a través de la reducción de impuestos para empresas que contrataran a nuevos trabajadores, recortes de gravámenes sobre los salarios y la entrega de subsidios. Sin embargo, éste tuvo una gran oposición por parte de altos dirigentes republicanos en el Congreso, quienes entre otras cosas, criticaron que el plan financiara el aumento de los gastos mediante la reducción de descuentos fiscales a los estadounidenses de mayores ingresos y mayores impuestos a bienes de lujo⁹.

La incertidumbre también se reflejó en la caída de los índices de confianza a causa de un deterioro en las condiciones actuales y expectativas futuras de los consumidores. En agosto, el índice de confianza de la Universidad de Michigan disminuyó a 54,9 puntos, siendo el valor mínimo registrado desde mayo de 1980. Este índice se situó en 59,4 puntos al terminar el trimestre, cifra significativamente inferior a los 71,5 puntos registrados en el mes de junio. De la misma forma, el índice de confianza del consumidor de la Conference Board disminuyó de 57,6 en junio a 45,4 puntos en septiembre.

En la Zona Euro se publicaron los resultados de las pruebas de estrés hechas a 90 bancos en 21 países, en

cial de la deuda de agencias en bonos del tesoro.

⁷Los pronósticos anteriores fueron realizados en febrero.

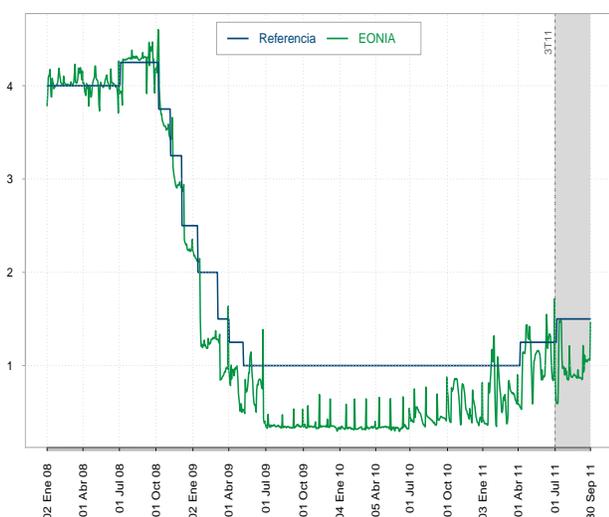
⁸Los pronósticos anteriores eran 9,3% y 8,6%, respectivamente.

⁹Inversiones en el desarrollo de carreteras, sistemas de ferrocarriles y aeropuertos, modernización de más de 35.000 escuelas públicas y el establecimiento de un Banco Nacional de Infraestructuras, hacen parte de los gastos en los que incurriría el plan de empleo.

las cuales 8 bancos no cumplieron los requerimientos y 16 bancos aprobaron la prueba sin holgura. También se conoció que en el 2T11, el PIB del bloque tuvo un débil crecimiento (0,2%) tal como lo esperaba el mercado, así como las economías ¹⁰ de Alemania (0,1%) y Francia (0%).

Las tensiones en los mercados financieros también golpearon el índice de confianza económica de la Zona Euro, elaborado por la Comisión Europea, que retrocedió de 105,4 puntos en junio a 95 puntos en septiembre, el nivel más bajo desde mayo de 2010.

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

Además, la crisis de deuda de algunos países europeos, las consecuentes reducciones en las calificaciones de deuda soberana¹¹ y el temor de un posible contagio de la crisis, incentivaron al BCE a reanudar el

¹⁰Los datos de crecimiento estuvieron en línea con las expectativas del mercado.

¹¹Moody's disminuyó la calificación de Portugal de Baa1 a Ba2, de Irlanda de grado de inversión (Baa3) a grado especulativo (Ba1) y de Grecia de Caa1 a Ca. S&P disminuyó la calificación de Grecia de CCC a CC, de Italia de A+ a A y de Nueva Zelanda en moneda local de AAA a AA+ y en moneda extranjera de AA+ a AA. Fitch también redujo la calificación de deuda de largo plazo de Nueva Zelanda en moneda local de AAA a AA+ y en moneda extranjera de AA+ a AA.

programa de compra de bonos de gobierno de algunos países. Posteriormente, con el objetivo de disminuir la especulación sobre el precio de los activos, la Comisión de Valores de la Zona Euro anunció que a partir del 11 de agosto estaría prohibida la venta en corto de bonos y acciones en Bélgica, España, Francia e Italia.

Después de la reducción en la calificación de deuda de Italia de A+ a A, con *outlook* negativo, por parte de S&P, el Parlamento Italiano aprobó un plan de austeridad por EUR54 mil millones, que combina alzas de impuestos y recortes en el gasto público. Asimismo, Moody's disminuyó la calificación de Portugal de Baa1 a Ba2, convirtiéndolo en el segundo país de la Unión Europea, después de Grecia, en perder el grado de inversión ante la creciente posibilidad de que tuviera que solicitar un segundo rescate y frente a un eventual incumplimiento de las metas de reducción de déficit y de estabilización de deuda instituidas por el FMI y la Unión Europea.

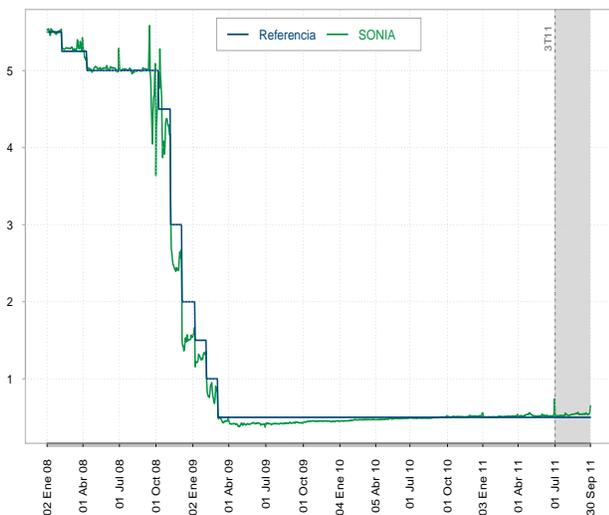
En cuanto a la crisis de deuda de Grecia, los líderes de la Unión Europea decidieron otorgarle un nuevo préstamo por EUR109 billones y se llegó a un acuerdo para la participación voluntaria del sector privado en un roll-over de la deuda¹². Sin embargo, el mercado intensificó sus temores con respecto a un posible *default* del país ante la posibilidad de que éste no pudiera cumplir los compromisos adquiridos en el primer plan de rescate. De hecho, las dudas se fortalecieron cuando el gobierno anunció que su déficit presupuestario para el 2011 sería superior a la meta¹³.

Con el fin de disipar los temores, el Eurogrupo decidió otorgar nuevos poderes al *European Financial Stability Facility*, entre los cuales se encuentra la posibilidad de que, bajo circunstancias especiales y con apoyo del BCE, pudiera realizar compras de bonos en el mercado secundario y capitalizar bancos a través de préstamos a los gobiernos.

¹²Se estima que la participación del sector privado asciende a EUR37.000 millones.

¹³Grecia estimó que su déficit presupuestario para el 2011 se ubicaría entre un 8,1% y un 8,2% del PIB, por lo que incumpliría su meta del 7,6%.

Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

En Japón, debido al alto déficit presupuestario y a la acumulación de deuda desde la recesión global del 2009, Moody's disminuyó su calificación de deuda soberana de Aa2 a Aa3¹⁴. No obstante, el dato del crecimiento del país en 2T11 fue recibido con optimismo ya que indicaba una recuperación más rápida de la esperada¹⁵. Asimismo, se conoció que la tasa de desempleo se redujo durante el trimestre¹⁶.

En cuanto a los países emergentes, el FMI redujo sus pronósticos de crecimiento de 6,6% a 6,4%¹⁷ para el 2011. En su informe, el FMI también proyectó un crecimiento en China de 9,5% en 2011 y de 9% en 2012, en India de 7,8% en 2011 y del 7,5% en 2012 y en el caso de Brasil, un crecimiento de 3,8% en 2011 y de 3,6% en 2012.

En China, la inflación de julio (6,5%) registró su

¹⁴El panorama es estable. La calificación de deuda soberana de Japón otorgada por S&P y Fitch es actualmente AA-.

¹⁵El crecimiento de Japón durante el 2T11 fue de -0.3% frente al -0.6% esperado por el mercado.

¹⁶La tasa de desempleo en agosto fue de 4.3% frente a 4.7% esperado, cuando el observado en mayo fue de 4.8%.

¹⁷La anterior estimación se había realizado en junio

máximo nivel en tres años, razón por la cual el Banco Central y el gobierno chino continuaron con las medidas tomadas durante el año con el fin de controlarla¹⁸. Además, se conoció que la producción industrial en agosto fue menor a la esperada¹⁹ y que la tasa de crecimiento en el 2T11 se ubicó en 9,5%, mostrando una desaceleración de 0,2% frente a la del 1T11²⁰. En India, la tercera economía más grande de Asia después de China y Japón, la producción industrial creció menos de lo esperado en los meses de julio y agosto²¹, en una señal de desaceleración de su economía²².

En las economías latinoamericanas, los datos de cre-

¹⁸La tasa de préstamos a un año se ubica en 6.56% y los requerimientos de encaje han aumentado desde 2010 y se ubican actualmente en 21.5%. Además continuó con la imposición de un número máximo de viviendas que cada familia puede comprar, en línea con las extensiones del programa inmobiliario presentado en el trimestre anterior.

¹⁹En agosto, la producción industrial en China fue de 13,5% cuando el esperado fue de 13,7%. Este índice presentó su segunda caída desde el mes de junio cuando registró un valor de 15,1%.

²⁰En 1T11 China creció 9,7%.

²¹La producción industrial de julio (esp:6,2%) y agosto (esp: 4,7%) se ubicó respectivamente en 3,8% y 4,1%.

²²Además, el PIB del 2T11 bajo a 7,7% cuando en el 1T11 había registrado un crecimiento de 7,8%.

cimiento económico observados en el 2T11 fueron inferiores a los del periodo anterior. El PIB de Brasil, Perú y México durante el 2T11 estuvo por debajo de las expectativas de los analistas²³, en contraste con el crecimiento de Chile que fue mayor al esperado²⁴. Además, la incertidumbre sobre el impacto que podría tener la coyuntura internacional sobre las economías latinoamericanas y la reducción en los precios de los productos básicos, reflejados en menores presiones inflacionarias, se convirtieron en las razones que incentivaron a algunos bancos centrales a mantener sus tasas de interés inalteradas y a Brasil a reducirla.

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

| | Jun de 2011 | Sep de 2011 | Variación (p.b) |
|-----------|-------------|-------------|-----------------|
| India | 7,50% | 8,25% | 75 |
| Tailandia | 3% | 3,55% | 55 |
| China | 6,31% | 6,56% | 25 |
| Dinamarca | 1,30% | 1,55% | 25 |
| Zona Euro | 1,25% | 1,50% | 25 |
| Suecia | 1,75% | 2% | 25 |
| Colombia | 4,25% | 4,50% | 25 |
| Taiwan | 1,75% | 1,88% | 13 |
| Bulgaria | 0,22% | 0,18% | -4 |
| Israel | 3,24% | 3% | -24 |
| Brasil | 12,50% | 12% | -50 |
| Serbia | 12,00% | 11,25% | -75 |
| Croacia | 9% | 7% | -200 |

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

Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - *Gráfico 3*) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5% - *Gráfico 5*) y Japón (entre 0% y 0,1% - *Gráfico 6*) mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Asimismo, Inglaterra continuó con su compra de activos para impulsar la economía y Japón anunció que aumentaría su programa de compra de activos en JPY5 trillones con el mismo fin. Por otro lado, el Banco Central Europeo aumentó su tasa de interés en 25 p.b. (*Gráfico 4*).

Como se puede observar en el *Cuadro 1*, algunos países aumentaron sus tasas de referencia mientras que

²³Brasil, Perú y México crecieron 3,1%, 6,6% y 3,3% respectivamente frente a 3,2%, 6,7% y 3,5% esperados por el mercado respectivamente.

²⁴Chile creció 6.8% cuando el esperado era 6.5%.

otros como Brasil²⁵, ante la incertidumbre sobre el contexto internacional, las redujeron.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el periodo analizado los indicadores de percepción de riesgo a nivel local, reflejaron resultados mixtos.

En primer lugar, cabe aclarar que en el momento de elaboración de este informe los índices de confianza comercial e industrial que construye Fedesarrollo se encontraban disponibles hasta el mes de agosto, y como punto de referencia para el análisis de estos índices se tuvo en cuenta el mes de junio.

Ahora bien, como se ve en el *Gráfico 7* los índices de confianza comercial y del consumidor disminuyeron. El índice de confianza comercial pasó de 25,9% en mayo a 24,9% en agosto, cayendo 1 pp; y el índice de confianza del consumidor pasó de 27,6% a 23,1% en septiembre, cayendo 4,5 pps. Por su parte, el índice de confianza industrial aumentó, pasando de 6,3% en mayo a 10,01% en agosto. Por otra parte, comparando estos resultados con los del año 2010, los índices de confianza comercial y del consumidor disminuyeron 5,18 y 12,5 pps respecto a los meses de agosto y septiembre, respectivamente, mientras que el índice de confianza industrial aumentó frente a agosto en 2,15 pps. Cabe resaltar, que todos los índices se ubicaron por encima de su promedio histórico²⁶.

El comportamiento del índice de confianza comercial se explica en parte al deterioro en las perspectivas de

²⁵En julio, el Banco Central de Brasil anunció un incremento de 25 p.b. en su tasa de referencia dejándola en 12,50%; sin embargo, en septiembre informó de un recorte de 50 p.b. dejando la tasa en 12%.

²⁶Los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes son calculados por Fedesarrollo, y son índices de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que respondieron positivamente frente a las que respondieron de forma negativa. El valor crítico del índice es 0, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo frente a la situación.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

los agentes frente a la situación actual y futura de sus negocios, pese a que el componente referente al nivel de existencias ha mejorado. En cuanto al índice de confianza del consumidor, su comportamiento se asocia a una disminución durante los tres meses de la perspectiva de la situación futura a pesar de una leve mejora en la percepción de la situación actual. Por último, el comportamiento del índice de confianza industrial es explicado por la mejora en todos sus componentes: el volumen actual de pedidos, el nivel de existencias y las expectativas de producción para los próximos tres meses.

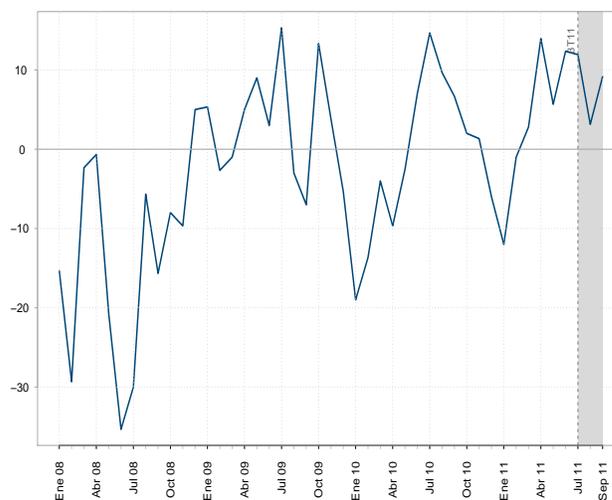
Adicionalmente, el índice de confianza en la economía ICEA²⁷, disminuyó 3,2 pps., sin embargo, se mantuvo por encima de su media histórica (Gráfico 8)²⁸. A lo largo de trimestre, el índice presentó un com-

²⁷Calculado por Fedesarrollo y la BVC a partir de las percepciones y expectativas de los analistas financieros que administran los fondos de inversión más representativos del mercado. El índice está compuesto por las expectativas de los administradores con respecto al desempeño de la economía, la inflación y la evolución del spread de deuda soberana durante los próximos seis meses.

²⁸En septiembre se ubicó 0,88 desviaciones estándar por encima de la media histórica.

portamiento mixto disminuyendo en el mes de agosto (-8,7 pps.) y aumentando 6 pps. en el mes de septiembre. Los componentes de crecimiento económico y spread de deuda soberana contribuyeron a disminuir la perspectiva positiva de meses anteriores, mientras que el componente de expectativas de inflación mejoró²⁹, contribuyendo a suavizar el efecto de los otros dos componentes³⁰.

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



Fuente: Fedesarrollo.

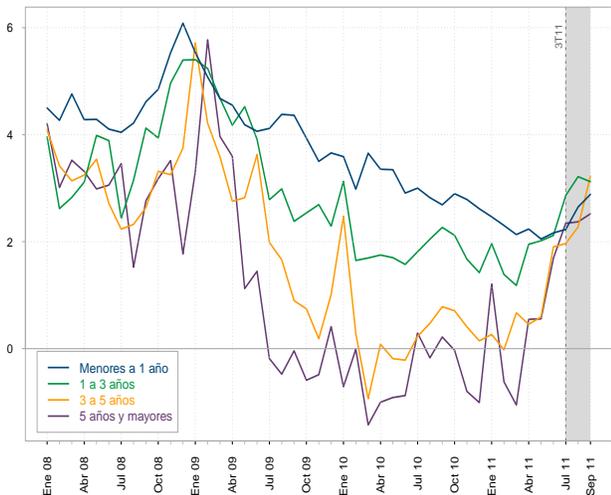
Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registraron un aumento para todos los plazos con las siguientes variaciones: menos de un año: +72 p.b., entre 1 y 3 años: +100 p.b., entre 3 y 5 años: +132 p.b. y a más de 5 años: +83 p.b. (Gráfico 9). Asimismo, el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días aumentó 0,82 p.b., lo que se explica por un aumento de la tasa de tesorería en 1,3 p.b. y un aumento en la tasa de los títulos TES a 30 días de 0,55 p.b. (Gráfico 10). Lo anterior puede ser

²⁹Un menor número de agentes esperan que la inflación se incremente. Por el contrario se piensa que ésta se mantendrá inalterada

³⁰El porcentaje de administradores que espera que la inflación, el spread de deuda soberana y el crecimiento económico aumenten frente a los que esperan lo contrario pasó de 76% a 15%, -35% a -18% y 78% a 25%, respectivamente.

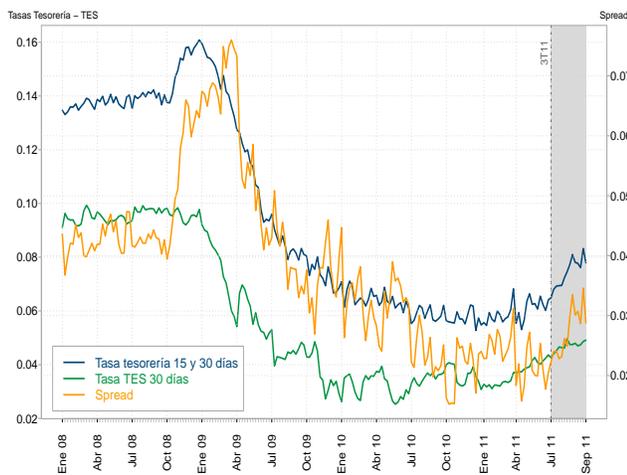
explicado por la transmisión de las tasas de referencia a los créditos bancarios y a las tasas de los TES.

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



Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

Por último, respecto al porcentaje de inversiones en TES y cartera bruta de los bancos (Gráfico 11), éste

aumentó con variaciones durante el 3T2011 de 0,23% para el caso de los TES y de 1,23% para la cartera. Este comportamiento puede obedecer en parte a los resultados positivos del PIB y del empleo, lo que posiblemente incrementó la oferta y la demanda de créditos por parte de las entidades financieras así como su apetito por riesgo respecto a estos activos.

Gráfico 11: Cartera bruta e Inversiones en Títulos de Deuda Pública Interna Emitidos o Garantizados por la Nación como Porcentaje del Total del Activo en Moneda Nacional



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: Banco de la República.

El valor total de los activos en m/n incluye la información de aceptaciones, operaciones de contado y con instrumentos financieros derivados en moneda extranjera (Cuenta 15 del PUC).

En conclusión, a partir de los indicadores sobre la percepción del riesgo a nivel local, se puede pensar que, a pesar de que la situación actual de la economía colombiana ha presentado resultados positivos, los agentes mantienen una perspectiva negativa respecto a la situación futura, explicada en parte por el contexto internacional desfavorable.

5 Mercado Cambiario

En el 3T11 el dólar estadounidense se fortaleció frente a sus principales cruces, lo que se refleja en el aumento registrado en el índice USTW³¹ de 5,3%. Las monedas que presentaron mayor devaluación frente al dólar estadounidense fueron el zloty polaco, el real brasilero y el rand sudafricano, con 20,4%, 20,2% y 19,6%, respectivamente (*Cuadro 2*). Igualmente, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY³²) y Latinoamérica (LACI³³) reflejaron devaluación de las monedas frente al dólar de 14,9% y 3,7%, respectivamente (*Cuadro 2* y *Gráfico 12*).

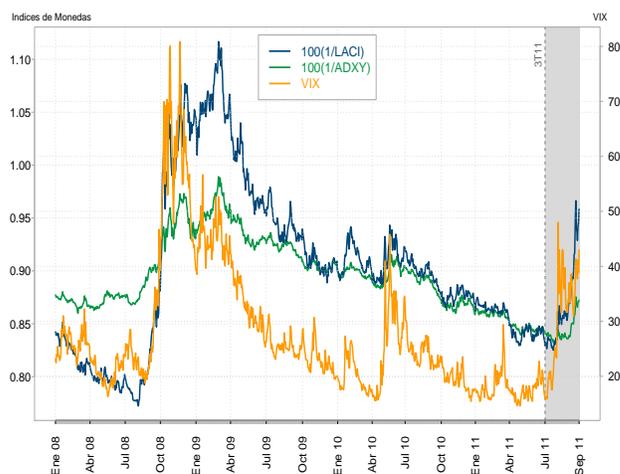
Vale la pena destacar que ante la incertidumbre en los mercados internacionales y el uso de las monedas de Japón y Suiza como activos refugio, las autoridades de dichos países, tomaron medidas para reducir la apreciación de sus monedas. Por un lado, el Gobierno de Japón realizó compras de dólares en el mercado cambiario por un monto de ¥5.513 billones (aprox. US\$59 billones). Por otro lado, el Banco Central de Suiza disminuyó inesperadamente su rango objetivo de tasa de interés de 0% a 0,75% a un rango entre 0% y 0,25%, y anunció que con el fin de aumentar la oferta de liquidez de moneda local celebraría swaps cambiarios. Posteriormente, anunció que no toleraría que la tasa de cambio llegara a niveles inferiores a CHF/EUR1,20, advirtiendo que estaba preparado para comprar moneda extranjera en cantidades ilimitadas.

³¹Índice calculado por el FED que recoge el comportamiento del dólar estadounidense frente a sus principales cruces. Corresponde a un promedio ponderado de las monedas de Australia, Canadá, Japón, Suecia, Suiza, Reino Unido y Zona Euro.

³²Índice 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.

³³Índice 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.

Gráfico 12: VIX V.S Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

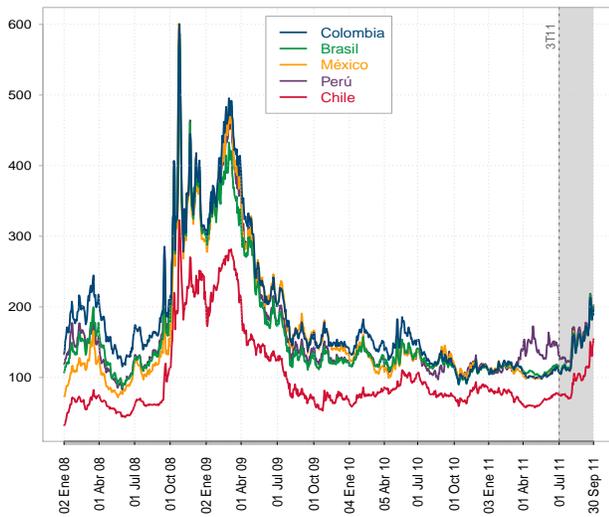
Por su parte, las monedas de los países emergentes presentaron una depreciación en el periodo analizado, acentuada principalmente en el mes de septiembre, que estuvo relacionada con la disminución en el apetito hacia los activos de estos países³⁴ (*Gráfico 12* y *13*), causada por el deterioro del panorama internacional. Asimismo, el comportamiento de estas monedas estuvo influenciado por la reducción en los precios de los productos básicos, destacándose la caída en los precios del aceite de palma (31%), el algodón (28%), el cobre (23%) y el níquel (21%) (*Cuadro 3*).

Tomando los datos del año corrido hasta el periodo en cuestión, la mayoría de las monedas de la región también se depreciaron, con excepción del sol peruano, que se apreció 1,2% (*Cuadro 4*).

Consecuentemente, con este panorama la volatilidad de las monedas de la región aumentó significativamente en las últimas semanas del mes de septiembre. En el trimestre, el real brasilero continuó siendo la moneda

³⁴Los CDS de la región aumentaron respecto al 2T11, Colombia en 91,0 p.b., Brasil 91,8 p.b., México 89,8 p.b., 71,0 p.b. y Chile 78,8 p.b.

Gráfico 13: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

| País | Año Corrido | 3T11 | País | Año Corrido | 3T11 |
|----------------------------|-------------|-------|--------------|-------------|-------|
| Monedas Principales | | | Asia | | |
| Zona Euro | -0.7% | 8.3% | Korea | 3.8% | 10.3% |
| Gran Bretaña | -1.0% | 3.0% | India | 8.9% | 9.6% |
| Australia | 5.3% | 11.0% | Hong Kong | 0.0% | 0.0% |
| Nueva Zelanda | 1.2% | 8.9% | China | -3.4% | -1.3% |
| Canadá | 5.0% | 9.0% | Malasia | 3.4% | 5.6% |
| Dinamarca | -0.9% | 8.1% | Tailandia | 3.5% | 1.5% |
| Suiza | -2.9% | 8.1% | Indonesia | -0.5% | 4.3% |
| Japón | -5.5% | -4.3% | índice ADXY | 1.2% | 3.7% |
| Latinoamérica | | | Otros | | |
| Colombia | 0.9% | 8.9% | Islandia | 2.2% | 3.4% |
| Brasil | 13.2% | 20.2% | Rusia | 5.2% | 15.5% |
| México | 12.1% | 18.6% | Polonia | 10.8% | 20.4% |
| Argentina | 5.8% | 2.3% | Rep. Checa | -2.5% | 9.8% |
| Perú | -1.2% | 0.8% | Israel | 5.9% | 10.2% |
| Chile | 11.1% | 11.2% | Sur África | 22.0% | 19.6% |
| índice LACI | 10.2% | 14.9% | USTW | -0.9% | 5.3% |

Fuente: Bloomberg.

más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional el 69% de los días³⁵, seguida por el peso mexicano (31%) (Gráfico 14).

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, durante el periodo analizado Colombia, Brasil, México, Perú y Chile realizaron compras netas de dólares (Cuadro 5). Adicionalmente, a principios

³⁵ Medida a través de modelos $GARCH(1,1)$.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

| | 30/06/2011 | 30/09/2011 | Variación |
|------------------|--------------|--------------|-------------|
| Aceite de palma | 1715.0 | 1180.0 | -31% |
| Algodón | 133.7 | 96.2 | -28% |
| Cobre | 9301.0 | 7131.5 | -23% |
| Níquel | 23125 | 18305 | -21% |
| Pétroleo | 95 | 79 | -17% |
| Cacao | 3194 | 2666 | -17% |
| Café | 127.3 | 108.1 | -15% |
| Plata | 35 | 30 | -14% |
| Café Arabigo | 296 | 255 | -14% |
| Soya | 13 | 11 | -14% |
| Aluminio | 2509.0 | 2207.0 | -12% |
| CRB INDEX | 338.1 | 298.2 | -12% |

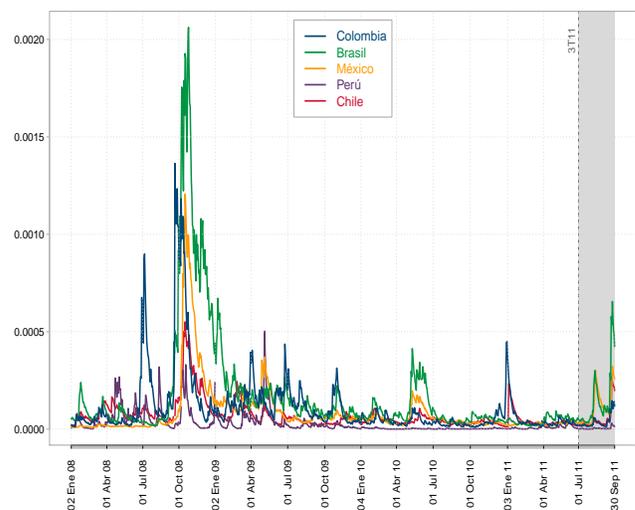
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 4: Depreciaciones Tipo de Cambio Latinoamérica

| País | Año Corrido 2011 | 3T11 |
|----------|------------------|-------|
| México | 12.1% | 18.6% |
| Chile | 11.1% | 11.2% |
| Brasil | 13.2% | 20.2% |
| Colombia | 0.9% | 8.9% |
| Perú | -1.2% | 0.8% |

Fuente: Set FX y Bloomberg.

Gráfico 14: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

de julio, el Banco Central de Brasil anunció que las instituciones financieras debían constituir un depósito no remunerado en el banco central, por el 60% de sus posiciones cortas en dólares americanos, cuando éstas excedieran US\$1.000 millones o el patrimonio de referencia de la entidad, el que fuera menor (el 6 de enero se había establecido el depósito para las posiciones cortas superiores a US\$3.000 millones).

Posteriormente, a finales de septiembre, el Banco Central de Brasil anunció una subasta de US\$2.750 millones de swaps cambiarios³⁶ con el objetivo de fortalecer el real brasileiro; el presidente del Banco Central de Chile anunció que evaluaría el programa de compra de dólares, y el Banco de la República no renovó el programa de compras diarias de reservas internacionales, y anunció que convocaría a una subasta en el mercado spot por un monto de US\$200 millones cuando la TRM se desviara 2% o más (hacia arriba o hacia abajo) de su promedio móvil de los últimos 10 días hábiles.

Cuadro 5: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

| | Colombia | Perú | Chile | Brasil* | México** |
|-------------|----------|------|-------|---------|----------|
| Total 2009 | 171 | 108 | -575 | 36526 | -16246 |
| Total 2010 | 3060 | 8967 | 0 | 41952 | 4466 |
| 1T11 | 1240 | 497 | 3100 | 25854 | 1614 |
| 2T11 | 1220 | -435 | 3150 | 11968 | 1200 |
| Jul 2011 | 380 | 1053 | 1050 | 6637 | 1200 |
| Ago 2011 | 440 | 686 | 1100 | 4477 | 0 |
| Sep 2011 | 440 | -270 | 1050 | 327 | 0 |
| 3T11 | 1260 | 1469 | 3200 | 11441 | 1200 |
| 2011 | 3720 | 1531 | 9450 | 49263 | 4014 |

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término. La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de Enero de 2011. ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México. No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$12.523,1 millones en lo corrido del año

³⁶Bajo el contrato, el Banco Central acuerda recibir de los inversionistas la tasa interbancaria en reales a cambio de pagar una tasa fija en dólares. Equivalen a comprar reales a futuro.

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el tercer trimestre de 2011 la tasa de cambio pasó de \$1.772 a \$1.929 por dólar³⁷. La depreciación del peso colombiano ascendió a 8,9%, resultando inferior a la presentada por las monedas de Brasil (20,2%), México (18,6%) y Chile (11,2%), y a la del índice de monedas LACI (Gráfico 15), pero superior a la de la moneda de Perú (0,8%) (Gráfico 16 y Cuadro 4).

Gráfico 15: COP/USD V.S LACI



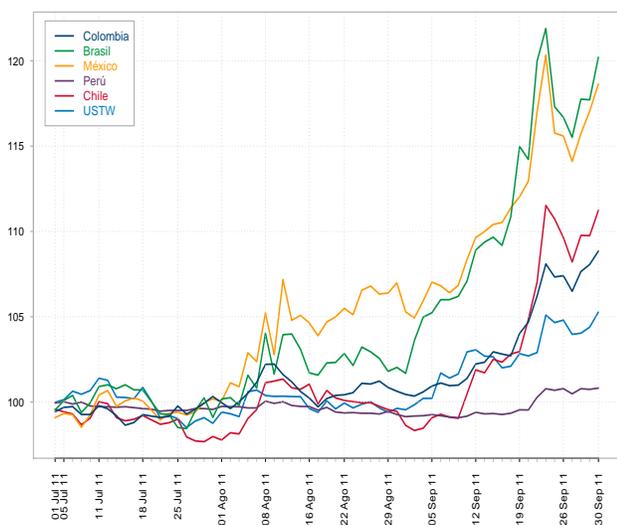
Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de junio 2011

De la misma manera, en lo corrido del año el peso colombiano es una de las monedas menos depreciadas en la región (0,9%), comportamiento que se explica en parte por la falta de liquidez del mercado a finales de 2010.

El comportamiento del peso colombiano en el periodo analizado se puede dividir en dos subperiodos. El primero es el comprendido entre julio y agosto, periodo en el cual el peso se mantuvo relativamente estable en un contexto de alta volatilidad a nivel internacional.

³⁷Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

Gráfico 16: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de junio 2011

El segundo subperiodo es el comprendido entre septiembre 1 y 30, cuando el peso presentó una tendencia devaluacionista en un entorno de alta percepción de riesgo a nivel mundial ante los temores sobre la situación fiscal de algunos países europeos, la disminución de la calificación de la deuda de Italia y de algunos bancos de Estados Unidos³⁸ y Francia³⁹; así como la disminución en las proyecciones de crecimiento mundial por parte del FMI.

A nivel local, se debe resaltar que en septiembre hubo una demanda importante de divisas a futuro por parte de inversionistas extranjeros (*offshore*), que pudo haber contribuido a la depreciación del peso (US\$1.434 millones).

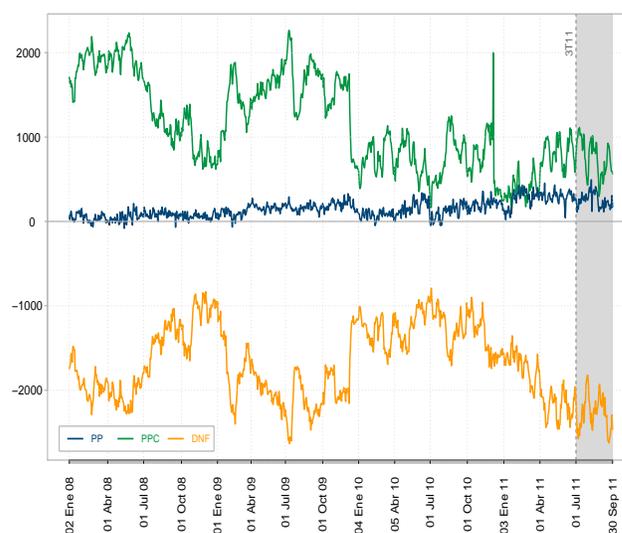
³⁸Moody's, anunció la reducción de la calificación de deuda de largo plazo de Bank of America de A2 a Baa1 y la de corto plazo de Prime-1a Prime-2. Además redujo la calificación de deuda de largo plazo de Wells Fargo de A1 a A2 y la calificación de deuda de corto plazo del Citigroup de Prime-1 a Prime-2.

³⁹Moody's disminuyó las calificaciones crediticias de Société Générale (Aa2 a Aa3) y Crédit Agricole (Aa1 a Aa2) con perspectiva negativa, debido a su alta exposición a la deuda griega.

En cuanto a la balanza cambiaria⁴⁰, las cifras muestran que en el tercer trimestre de 2011 el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital superó en US\$1.154 millones al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Los reintegros netos de capital privado fueron inferiores en US\$396 millones a los observados en el mismo periodo del año anterior.

La principal fuente de divisas, al igual que en trimestres anteriores, fue la inversión extranjera directa neta, que presentó reintegros por US\$3.259 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$2541 millones). La inversión de portafolio neta presentó reintegros por US\$102 millones, al igual que el rubro préstamo neto por US\$652 millones.

Gráfico 17: Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro



Fuente: Banco de la República.

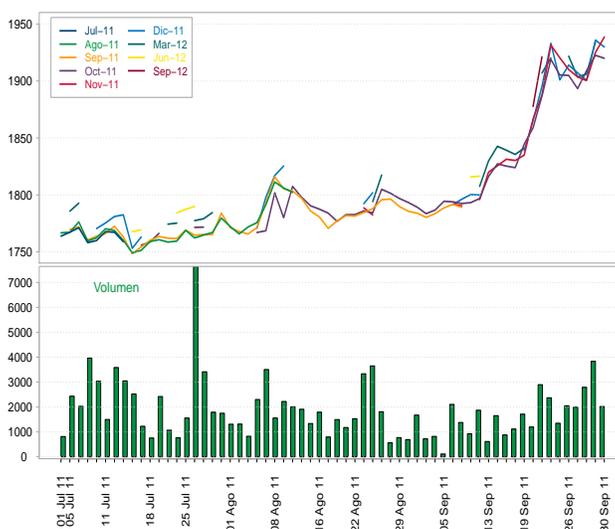
⁴⁰La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)⁴¹ de los IMC se mantuvo relativamente estable, disminuyendo US\$46 millones frente al trimestre anterior (*Gráfico 17*).

El promedio de la PPC durante este trimestre se ubicó en US\$763 millones, superior al promedio observado en el año 2010 (US\$731 millones) y al primer semestre de 2011 (US\$600 millones).

En cuanto a los futuros de TRM⁴², durante el tercer trimestre de 2011 se negociaron un total de 117.189 contratos, número superior al negociado durante el 2T11 (69.109 contratos), totalizando un monto de US\$5.859 millones. Al 30 de septiembre de 2011 la posición abierta ascendía a 8.877 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en octubre de 2011.

Gráfico 18: Futuros TRM



Fuente: Banco de la República.

El *Gráfico 18* muestra que los movimientos en los precios de los contratos a futuro presentaron un comportamiento similar al de los movimientos de la tasa de cambio en el mercado de contado.

Respecto a los mini futuros de TRM⁴³, se negociaron un total de 51.621 contratos, inferior al número negociado en el trimestre anterior (63.886 contratos), totalizando US\$258 millones. La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre ascendió a 4.800 contratos.

⁴¹La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquidan en m/l.

⁴²Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

⁴³Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

Recuadro 1: Programa de coberturas para el sector agroexportador

Introducción

Como se mencionó en el informe del cuarto trimestre de 2010, el 29 de octubre de ese año el Gobierno Nacional anunció una serie de medidas fiscales y cambiarias, que incluían el apoyo de hasta \$50 mil millones para la realización de coberturas cambiarias por parte de los sectores agrícolas, pecuarios y acuícolas exportadores. Esta medida en particular, tenía el objetivo de fomentar el uso de coberturas de riesgo cambiario por parte de los agentes del sector agroexportador, ya que estos instrumentos les permiten mitigar los efectos de una apreciación significativa de la tasa de cambio sobre sus ingresos futuros. El objetivo del presente recuadro es describir este programa y analizar el desempeño de este y otros instrumentos de cobertura en el mercado cambiario entre diciembre de 2010 (mes en el que inició el programa) y septiembre de 2011⁴⁴.

El programa de coberturas para el sector agroexportador consiste en que el Gobierno subsidia un porcentaje del costo de coberturas sobre la tasa de cambio. Específicamente, el tipo de coberturas que se subsidian son opciones put peso-dólar, las cuales funcionan como un seguro frente a una eventual apreciación de la tasa de cambio superior a cierto nivel. En el momento en que un exportador compra una opción put, paga un precio o prima, y a cambio adquiere el derecho a vender una cantidad de divisas previamente acordada a un precio determinado (llamado precio de ejercicio) en una fecha futura (llamada fecha de vencimiento). El comprador de la opción ejercerá este derecho cuando la tasa de cambio peso-dólar pactada sea mayor a la tasa de mercado, pues en esa situación la opción le permite vender sus divisas a un mejor precio; en el caso en que las opciones tengan cumplimiento financiero⁴⁵ - que es el caso de todas las opciones negociadas a través del programa- en la fecha del vencimiento hay lugar a un pago por el ejercicio de las opciones, que corresponde a la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio en el mercado de contado del momento del vencimiento de la opción, multiplicado por el valor nominal del contrato. De esta manera, las opciones put aseguran al exportador una tasa de cambio mínima de venta y por lo tanto limitan las posibles pérdidas que le puede generar una apreciación del peso colombiano.

Características del programa

El programa de coberturas es administrado por Finagro, quien a su vez pacta las opciones con Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y con agentes del exterior. Hasta el momento, la distribución de los recursos se ha realizado a través de seis diferentes tramos (descritos en el *Cuadro 9*), en donde cada tramo ha tenido un máximo de recursos a utilizar, unas características particulares del subsidio de la prima y un monto máximo asignado a cada tipo de productor. Este límite superior se calcula teniendo en cuenta el tamaño de los productores, el sector productivo (floricultores, bananeros y plataneros, y otros productores de los subsectores primarios exportadores

⁴⁴ Asumiendo que la totalidad de opciones fueron negociadas por productores grandes, a la fecha indicada se habría asignado más del 90% de los recursos anunciados para el programa.

⁴⁵ Cuando las opciones tienen cumplimiento efectivo el comprador de la opción put entrega la cantidad de divisas pactadas a cambio de recibir el precio de ejercicio multiplicado por el valor nominal del contrato.

agrícolas, pecuarios y acuícolas⁴⁶) y el uso de coberturas en los programas anteriores⁴⁷. Vale la pena resaltar que debido a la baja demanda de cobertura a través de este programa por parte de los pequeños productores (0,43 % durante los primeros 5 tramos), el gobierno ha aumentado el porcentaje máximo a asignar a grandes y medianos.

Cuadro 6: Características del Subsidio de Acuerdo al Tramo

| | Tramo 1 | Tramo 2 | Tramo 3 |
|--|--|--|--|
| | 14/Dic/10 a 10/Feb/11 | 11/Feb/11 a 27/Mar/11 | 28/Mar/11 a 19/Jun/11 |
| Subsidio productores pequeños y medianos especiales | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % | vencimiento ≤ 3 meses: 70 % vencimiento > 3 meses: 80 % |
| Subsidio productores medianos y grandes | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % |
| Máximo valor subsidio por dólar cubierto productores pequeños y medianos especiales | \$50 | \$50 | \$65 |
| Máximo valor subsidio por dólar cubierto productores medianos y grandes | \$50 | \$50 | \$50 |
| Recursos asignados a pequeños y medianos especiales | 30 % | 25 % | 20 % |
| Recursos asignados a medianos y grandes | 70 % | 75 % | 80 % |
| Máximo valor nominal de cobertura por productor mediano o grande | USD1.000.000 | USD1.000.000 | USD1.000.000 |
| Máximo valor nominal de cobertura por productor pequeño o mediano especial | USD200.000 | USD200.000 | USD200.000 |
| | Tramo 4 | Tramo 5 | Tramo 5 |
| | 20/Jun/11 a 20/jul/11 | 21/Jul/11 a 22/Sept/11 | septiembre 23 2011 - |
| Subsidio productores pequeños y medianos especiales | vencimiento ≤ 3 meses: 70 % vencimiento > 3 meses: 80 % | vencimiento ≤ 3 meses: 70 % vencimiento > 3 meses: 80 % | vencimiento ≤ 3 meses: 70 % vencimiento > 3 meses: 80 % |
| Subsidio productores medianos y grandes | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % | vencimiento ≤ 3 meses: 60 % vencimiento > 3 meses: 70 % |
| Máximo valor subsidio por dólar cubierto productores pequeños y medianos especiales | \$100 | \$100 | \$100 |
| Máximo valor subsidio por dólar cubierto productores medianos y grandes | \$80 | \$80 | \$80 |
| Recursos asignados a pequeños y medianos especiales | 5 % | 5 % | 5 % |
| Recursos asignados a medianos y grandes | 95 % | 95 % | 95 % |
| Máximo valor nominal de cobertura por productor mediano o grande | USD 2.000.000 | USD 2.000.000 | USD2.000.000 |
| Máximo valor nominal de cobertura por productor pequeño o mediano especial | USD 600.000 | USD 600.000 | USD 600.000 |

Fuente: Finagro.

Los subsidios se asignan de acuerdo al esquema primero en llegar, primero en ser servido, hasta agotar los recursos asignados de acuerdo al tramo y al productor. Si se agotan los recursos de un tramo se pueden usar los del siguiente, sujeto a que haya disponibilidad. Vale la pena resaltar que si hay lugar para el pago por el ejercicio de las opciones, los productores deben demostrarle a Finagro que realizaron exportaciones, presentando las facturas de las mismas, que no pueden tener una fecha anterior a la de la solicitud de la cobertura, ni posterior a la de su vencimiento.

El subsidio brindado por el Gobierno corresponde a un porcentaje de la prima de la opción que ha oscilado entre 60 % y 80 % dependiendo del vencimiento de la cobertura y del tamaño del productor. Así, en el tramo 6 si el productor es pequeño o mediano especial⁴⁸ y la cobertura se realiza a un plazo mayor a tres meses se otorga el mayor porcentaje de subsidio (80 % de la prima), mientras que si es mediano o grande y el vencimiento de la cobertura es menor o igual a tres meses se otorga un menor porcentaje de subsidio (60 % de la prima) (Cuadro 9). Sin embargo, el valor del subsidio no puede superar los \$80 por dólar cubierto para los grandes y medianos productores y \$100 por dólar cubierto para pequeños y medianos especiales. Por ejemplo, si un productor pequeño desea cubrir los ingresos que va a recibir por una exportación en seis meses y el costo de la cobertura (prima) es de \$125 por dólar,

⁴⁶Vale la pena resaltar que los exportadores de café no pueden ser beneficiarios de este programa debido a que cuentan con el programa “Contrato de Protección de Precio”, que les permite proteger hasta el 50 % de su siguiente cosecha con un precio mínimo de referencia llamado “precio de sostenibilidad”, que se calcula teniendo en cuenta los costos de producción. El precio de sostenibilidad se compara con el “precio índice” (que tiene en cuenta el precio del café en la bolsa de Nueva York, la prima por la calidad del café colombiano y la tasa de cambio) y en caso de que el primero sea mayor que el segundo hay una compensación por la diferencia entre los dos, multiplicada por el número de cargas protegidas. Para acceder a este contrato los cafeteros deben pagar \$10.000 por cada carga de 125 kilos de café que deseen proteger, y el Gobierno y la Federación Nacional de Cafeteros subsidian el resto del costo de la protección (más del 80 %).

⁴⁷En el caso de que hayan usado más coberturas en los programas anteriores se les asigna un mayor porcentaje de recursos.

⁴⁸Corresponde a las personas naturales o jurídicas, cuyo total de activos sea inferior o igual a \$257.000.000, según balance a 31 de diciembre de 2009 para los tramos 1, 2 y 3, e inferior o igual a \$257.500.000 según balance a 31 de diciembre de 2010 para los tramos 3 y 4.

el subsidio asciende a \$100 por dólar cubierto, correspondiente al 80% del valor de la cobertura. En el caso en el cual la cobertura costara \$140 por dólar, el subsidio también sería de \$100, correspondiente al límite máximo del subsidio para un productor pequeño o mediano especial. Vale la pena resaltar, como se muestra en el *Cuadro 9*, que los porcentajes de subsidio y los valores máximos por dólar cubierto han aumentado a través del tiempo, evidenciando un incremento en los incentivos para la realización de coberturas.

Características de las coberturas pactadas

Desde el inicio del programa (diciembre 13 de 2010) y hasta el 30 de septiembre de 2011 se han realizado coberturas por USD714 millones y su plazo promedio ha sido de 134 días (4,5 meses aproximadamente). En este periodo, la realización de coberturas estuvo concentrada en los periodos de inicio de cada tramo, que corresponden a los momentos en que había mayor disponibilidad de recursos (*Gráfico 19*).

Gráfico 19: Monto de Opciones Finagro VS Tasa de Cambio



Fuente: Finagro.

Teniendo en cuenta que la prima de una opción⁴⁹ depende de diferentes variables como las tasas internas y externas⁵⁰, el precio en el mercado de contado, el precio de ejercicio, el plazo y la volatilidad esperada de la tasa de cambio, y que en la base de datos de derivados del Banco de la República se tienen las primas negociadas en estas opciones, se puede calcular cuál es la volatilidad implícita en los precios. Al realizar este cálculo, se obtuvo que la volatilidad implícita (de la tasa de cambio) en las primas de las opciones pactadas a través de este programa fue de 20%⁵¹; mientras que la volatilidad anualizada observada de los retornos de la tasa de cambio⁵² entre la fecha en que se realizó la primera negociación del programa y el 30 de septiembre de 2011 fue de 10%. Lo anterior muestra que en la negociación de las opciones del programa se ha asumido un escenario de alta volatilidad, que implica mayores precios en las primas de las opciones.

⁴⁹Utilizando el modelo de valoración de Black-Scholes

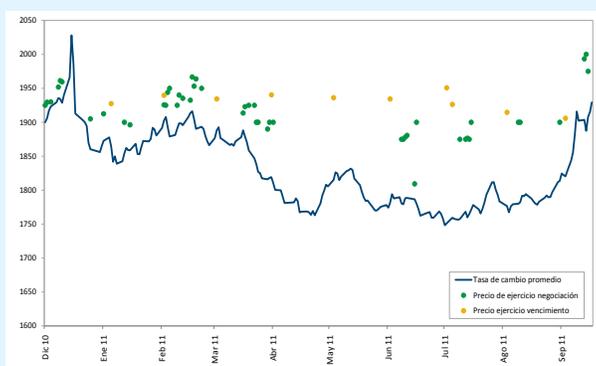
⁵⁰Para realizar este ejercicio se utiliza como tasa de interés externa la LIBOR e internas la TIB, la IBR a 1 mes y las tasas de los TES a 90, 180 y 360 días.

⁵¹Tasa anualizada

⁵²Se utilizaron los retornos logarítmicos de la tasa de cambio promedio transada en el sistema SET-FX.

En cuanto al precio de ejercicio pactado para estas opciones, se encontró que fluctuó entre \$1798 y \$2050 por dólar, aunque la mayoría de las opciones se pactaron con un precio de ejercicio entre \$1850 y \$2000 por dólar (Gráfico 20). Estos precios de ejercicio fueron similares durante todo el periodo analizado, que incluyó periodos de apreciación y de depreciación de la tasa de cambio. Asimismo, los precios de ejercicio fueron similares para opciones pactadas a los diferentes plazos de negociación, siendo el plazo mínimo de las opciones negociadas 1 mes y el máximo 10 meses. Esto indica que los exportadores prefieren un precio de ejercicio en particular, buscando garantizar un nivel mínimo de ingresos que podría estar relacionado con el precio de equilibrio para sus exportaciones. No obstante lo anterior, en la medida en que negocien una tasa de venta muy superior a la de mercado, el precio (prima) por obtener la cobertura va a ser más alto.

Gráfico 20: Precio de Ejercicio* VS Tasas de Cambio



Fuente: Finagro.*Los precio de ejercicio corresponden a los valores promedio para una fecha dada.

Para la mayoría de las opciones negociadas a través de este programa y vencidas hasta el 30 de septiembre, la tasa de cambio pactada de venta fue mayor a la tasa de cambio en el mercado de contado al vencimiento de las mismas. De esta manera, la mayoría de las opciones fueron ejercidas y generaron una compensación neta (pago por ejercicio de las opciones menos costo de la prima) por \$4.103 millones. Adicionalmente, si se asume que todas las opciones fueron pactadas por productores grandes, el pago recibido por éstos ascendería a \$23.200 millones. La diferencia entre la compensación neta y el pago recibido por los productores corresponde al valor del subsidio por parte del gobierno.

Opciones vs Forwards

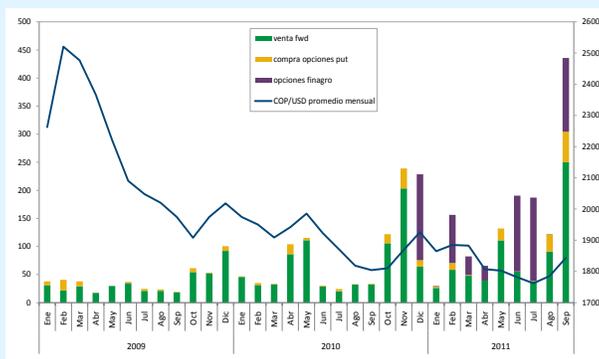
Actualmente existen en el mercado diferentes alternativas para mitigar los riesgos de la variación de la tasa de cambio, en donde la más usada en Colombia son los forwards cambiarios. A continuación se describen las características de este tipo de contratos y se compara su desempeño con el de las opciones negociadas a través del programa. Aunque las opciones y los forwards son instrumentos de cobertura para un exportador, cada uno tiene características particulares, por lo que la elección de un instrumento de cobertura debe depender de los objetivos y expectativas específicas de cada agente. En un forward peso-dólar, el comprador/vendedor se compromete a comprar/vender una cantidad de dólares en una fecha futura y a un precio predeterminado (no hay flujos al inicio de la negociación, sólo al vencimiento). Así, un exportador que desee cubrirse contra las variaciones de la tasa de cambio

al vender un forward peso dólar asegura su tasa de venta futura, situación diferente a cuando adquiere una opción put en donde su tasa de cambio de venta de los dólares es incierta, ya que puede corresponder a la tasa de cambio en el mercado de contado si no se ejerce la opción (lo cual ocurre si la tasa de mercado es superior al precio de ejercicio) o a la tasa pactada en la opción (lo cual ocurre si el precio de ejercicio es superior a la tasa de cambio en el mercado de contado).

A continuación se muestran los montos negociados de forwards y opciones de las empresas agropecuarias (*Gráfico 21*), donde se destaca el alto monto de negociación de opciones en diciembre de 2010, que podría indicar una recomposición de productos de cobertura: las empresas que decidieron pactar forwards de venta en noviembre de 2010 pudieron haber decidido pactar opciones en diciembre del mismo año, gracias al subsidio del gobierno. Asimismo, se destaca que en los meses de agosto y septiembre de 2011 el monto de negociación de opciones que las empresas pactaron por fuera del programa aumentó.

Es importante destacar que, tal como se observa en el *Gráfico 21*, la cobertura cambiaria total (opciones más forward peso-dólar) de las empresas agropecuarias ha aumentado significativamente desde el inicio del programa. Mientras entre enero y noviembre de 2010 el promedio mensual de coberturas fue de USD74,2 millones (fechas anteriores al inicio del programa), desde el inicio del programa el promedio mensual ha sido de USD163 millones.

Gráfico 21: Montos FWD y Opciones Empresas Agropecuarias



Fuente: Finagro.

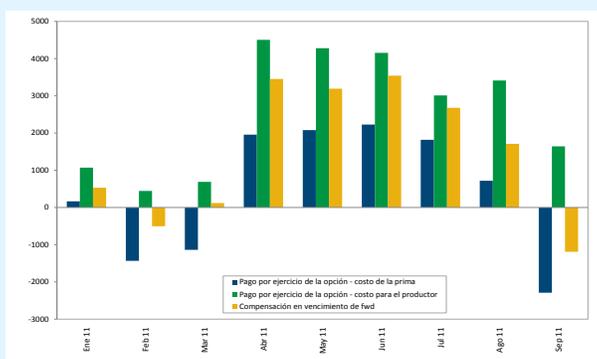
Al comparar el plazo promedio de las opciones que se pactaron a través de este programa con el plazo promedio de los forward peso-dólar que pactaron las empresas del sector agropecuario en el mismo periodo, se observa que el primero fue mayor (134 días vs. 88 días), lo que podría indicar que el programa de coberturas del Gobierno fomentó la realización de coberturas a más largo plazo.

Finalmente, en el *Gráfico 22* se muestra (i) la compensación neta de las opciones del programa del Gobierno, (ii) el pago recibido por los productores que participaron en el programa, y (iii) la compensación⁵³ por la disminución en la tasa de cambio que hipotéticamente hubieran recibido empresas que pactaran forwards en las mismas fechas,

⁵³Para el cálculo de la compensación se asume que los forward de venta son non-delivery, es decir que en el momento del vencimiento se calcula cual es la diferencia entre la tasa pactada y la tasa en el mercado de contado, y se multiplica por el valor nominal del contrato. Si la tasa pactada es mayor que la tasa en el mercado de contado el vendedor del forward recibe el pago y si es inferior debe pagarle al comprador.

montos y a plazos similares a los de las opciones negociadas a través del programa del Gobierno⁵⁴. Como es de esperarse, el mayor pago por la disminución en la tasa de cambio sería para el segundo caso, es decir, para los productores que pactaron opciones a través de Finagro, gracias al subsidio que recibieron. Al comparar los casos (i) y (iii) se observa que los forwards generaron una mayor compensación que las opciones pactadas a través del programa.

Gráfico 22: Compensación por Ejercicio de Opciones VS FWD



Fuente: Finagro.

Conclusiones

Los instrumentos de cobertura les permiten a diferentes agentes mitigar los efectos que la tasa de cambio puede tener sobre sus ingresos netos. Específicamente, desde el punto de vista de los exportadores, una apreciación significativa de la tasa de cambio puede disminuir sus ingresos, por lo que pactar algún instrumento que mitigue este efecto puede ser de gran utilidad. Particularmente, durante el periodo analizado se observó que los agentes que adquirieron opciones a través del programa del Gobierno aseguraron un nivel de tasa de cambio mínimo, y, en su mayoría, recibieron un pago por la disminución en la tasa de cambio. Adicionalmente vale la pena destacar que la cobertura total de las empresas agropecuarias aumentó desde el inicio del programa, comportamiento que se podría explicar en parte por el mayor conocimiento que adquirieron los agentes sobre el uso de este tipo de instrumentos.

En cuanto a la elección del tipo de instrumento para la realización de coberturas, ésta debe corresponder a las expectativas y preferencias del agente que las adquiere. En específico, mientras a través de un forward se asegura una tasa de cambio futura, a través de una opción se asegura una tasa de cambio mínima, aunque se debe pagar una prima desde el momento inicial de negociación. Dependiendo de las condiciones del mercado y de los instrumentos negociados, alguno de estos dos instrumentos podría presentar un desempeño mejor al otro, lo cual sólo se conoce en la fecha de vencimiento de los mismos.

⁵⁴Se calculó la tasa forward promedio pactada por empresas del sector real en las mismas fechas y a plazos similares a los de las del programa.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el tercer trimestre de 2011, la mayoría de los bancos centrales de la región hicieron una pausa en los ciclos alcistas de sus tasas de política monetaria, a excepción de Brasil que la disminuyó. Lo anterior, debido al impacto que tendría el deterioro del contexto internacional en sus economías, y la consecuente disminución tanto en las perspectivas de crecimiento como en las presiones inflacionarias. Estas pausas se presentaron en junio, julio y agosto en los casos de Perú, Chile y Colombia, respectivamente. Es importante recordar que México no ha modificado su tasa de referencia desde mediados de 2009.

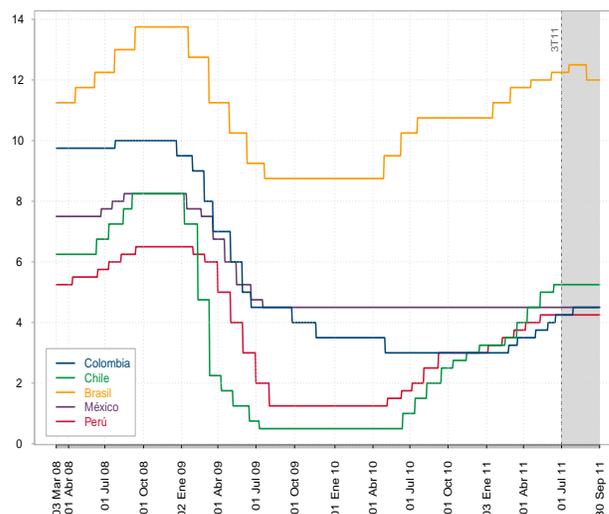
A diferencia de los otros países, que mantuvieron sus tasas de referencia inalteradas, el banco central de Brasil, después de aumentar la tasa 25 p.b. en julio, modificó su postura de política monetaria al anunciar un recorte sorpresivo de 50 p.b. de la tasa de referencia en el mes de agosto, dejándola en 12%. La entidad señaló que la decisión se había tomado teniendo en cuenta el deterioro del panorama internacional y las expectativas de que la desaceleración de las economías desarrolladas fuera más prolongada de lo que se esperaba anteriormente, lo que probablemente afectaría la actividad económica de Brasil. De esta manera, puede decirse que durante el trimestre la tasa de referencia de Brasil disminuyó 25 p.b..

En cuanto al Banco de la República, éste aumentó la tasa de referencia 25 p.b. en la reunión de julio pasándola de 4,25% a 4,50%, mencionando, entre otras cosas, expectativas de aceleración de la actividad económica en el segundo semestre del año, de tal manera que ajustó al alza el pronóstico de crecimiento para 2011⁵⁵. Posteriormente, ante la alta incer-

⁵⁵El rango de pronóstico de crecimiento en abril había sido elevado a un intervalo entre 4% y 6%, y en julio fue incrementado a un intervalo entre 4,5% a 6,5%.

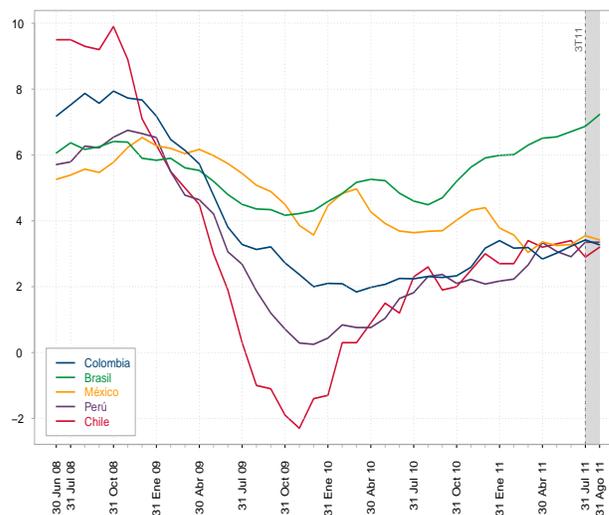
tidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial y de Colombia, en las reuniones de agosto y septiembre, mantuvo la tasa inalterada (Gráficos 23 y 24 y Cuadros 7 y 8).

Gráfico 23: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 24: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 7: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Septiembre LATAM

| País | Variación 3T11* | Variación 2011* | T.R Sep-11 |
|----------|-----------------|-----------------|------------|
| Chile | 0 | +200 | 5.25 % |
| Colombia | +25 | +150 | 4.50 % |
| Perú | 0 | +125 | 4.25 % |
| Brasil | -25 | +125 | 12.0 % |
| México | 0 | 0 | 4.50 % |

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

Cuadro 8: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2011

| País | Año completo Sep-11 | Rango meta 2011 |
|----------|---------------------|-----------------|
| Brasil | 7.31 % | 2.5 % - 6.5 % |
| Chile | 3.30 % | 2.0 % - 4.0 % |
| México | 3.14 % | 2.0 % - 4.0 % |
| Colombia | 3.73 % | 2.0 % - 4.0 % |
| Perú | 3.73 % | 1.0 % - 3.0 % |

Fuente: Bloomberg.

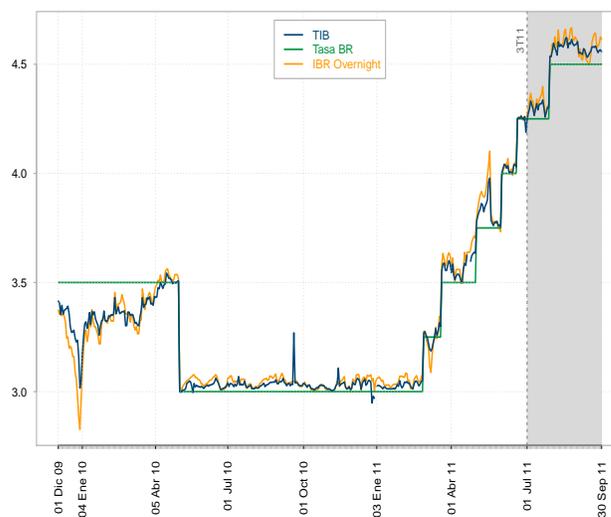
La tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) superaron la tasa de referencia durante todo el período de análisis en 7 p.b. y 8 p.b. en promedio, respectivamente. En algunos casos la diferencia llegó a valores de 12 p.b. y 17 p.b.. Lo anterior, debido a las estrechas condiciones de liquidez en el mercado de dinero, ocasionadas, en julio por el pago de dividendos de Ecopetrol a la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN), y en septiembre por el pago y traslado de la segunda cuota del impuesto al patrimonio por parte del sistema financiero al Gobierno⁵⁶. Lo anterior, ocasionó un incremento en el saldo de la DGCPTN en el BR (Gráfico 25). Vale la pena destacar que durante este trimestre, la tasa de corte de la subasta de expansión del BR estuvo por encima de la tasa de referencia en cuatro (4) ocasiones⁵⁷.

Los saldos de expansión del BR permanecieron relativamente estables, y los saldos de depósito de contracción continuaron siendo bajos, de tal manera que

⁵⁶Recaudada entre el 8 y el 21 de septiembre de 2011.

⁵⁷La tasa de corte fue 5 % el 4 de agosto, 5,16 % el 16 de agosto, 5 % el 2 de septiembre y 4,90 % el 19 de septiembre. Esta última fecha corresponde a un día hábil antes del cierre de bisemana.

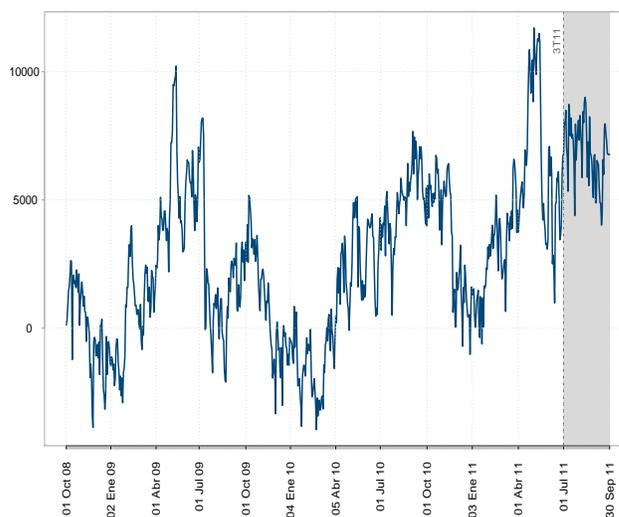
Gráfico 25: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

no se observaron variaciones significativas en la posición acreedora del BR frente al sistema financiero, y ésta terminó el trimestre en cerca de \$6.800 mm, nivel similar al registrado a finales de junio de \$6.707 mm (Gráfico 26).

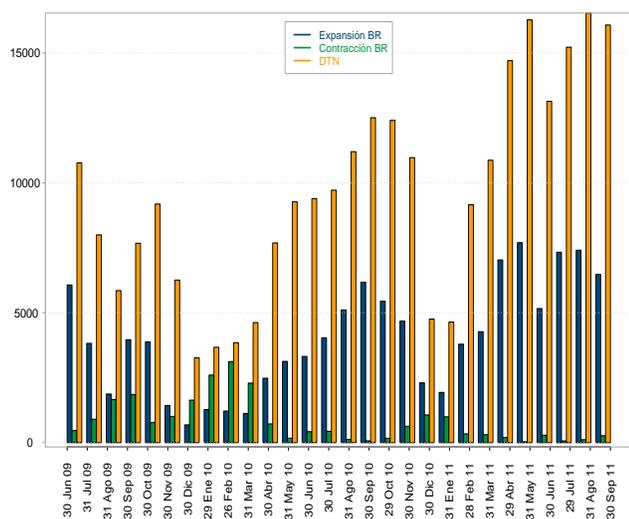
Gráfico 26: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Durante el tercer trimestre de 2011 el BR continuó inyectando liquidez mediante las compras diarias de dólares, mientras que la DGCPN aumentó su saldo en el BR⁵⁸. Después de presentar en junio un promedio diario de \$13.100 mm, el saldo de la DGCPN registró en septiembre un promedio diario de \$16.000 mm (Gráfico 27). El saldo aumentó debido en parte a que las colocaciones de títulos de deuda pública fueron superiores a los vencimientos⁵⁹, a los ingresos por el recaudo de impuestos y al pago de dividendos de Ecopetrol.

Gráfico 27: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011



Fuente: Banco de la República.

Como había sucedido los dos trimestres anteriores, en el tercero las tasas del mercado monetario continuaron aumentando, reflejando el incremento de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa⁶⁰ aumentó 56 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 72

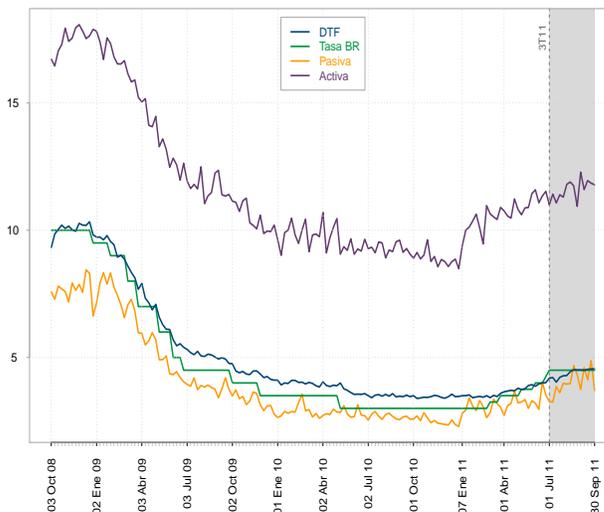
⁵⁸El saldo de la DGCPN en el Banco de la República pasó de \$14,6 billones el 30 de junio a \$17,8 billones el 30 de septiembre de 2011.

⁵⁹Los vencimientos y pagos de cupones ascendieron a cerca de \$7.400 mm, y las colocaciones fueron cerca de \$22.700 billones (aprox. \$14.600 mm en subastas, aprox. \$3.000 mm en convenidas y aprox. \$5.200 mm en operaciones forzosas).

⁶⁰Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario

p.b. (Gráfico 28). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,50% a 7,29%⁶¹ (Gráfico 29).

Gráfico 28: Tasas de Interes Activa y Pasiva (2008 - 2011)



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

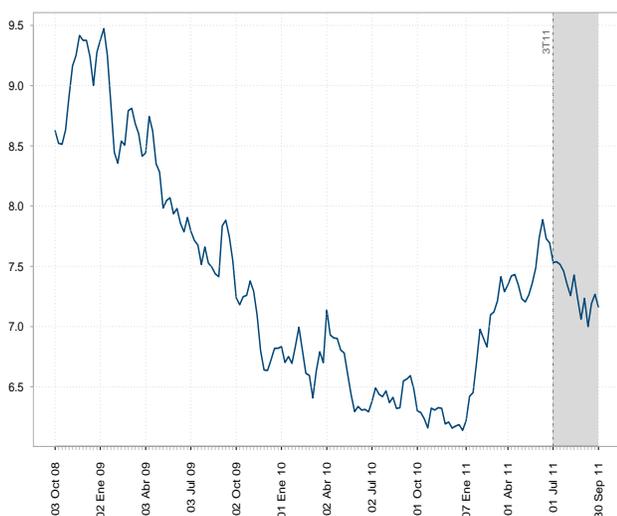
Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento. Con datos disponibles a septiembre de 2011, los montos promedio de las carteras de microcrédito, de consumo y comercial aumentaron 6,68%, 6,22% y 4,14%, respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 4,56% (Gráfico 30). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁶², en el tercer trimestre los intermediarios financieros percibieron que la demanda para todos los tipos de crédito continuó aumentando, pero los bancos percibieron una dinámica menor a la del trimestre

y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

⁶¹Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. El promedio del 2T11 se calculó con datos entre el 1 de abril y el 24 de junio de 2011, y el promedio del 3T11 se calculó con datos entre el 1 de julio y el 30 de septiembre de 2011.

⁶²Realizada durante las dos primeras semanas de septiembre.

Gráfico 29: Margén de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



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

anterior. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios seguirían teniendo preferencia por la opción de otorgar créditos frente a otras alternativas de inversión, lo que es explicado por la búsqueda de mayores rentabilidades y para mantener el nicho de mercado.

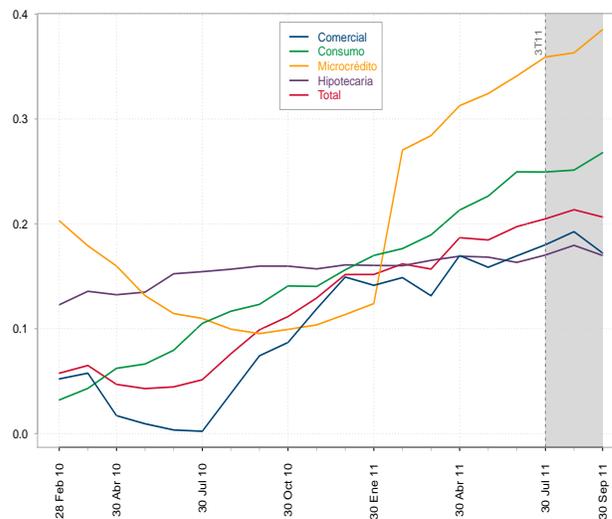
6.2 Mercado de Deuda Pública

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

En el tercer trimestre de 2011, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron una reducción en todos los plazos, y las tasas de algunos bonos alcanzaron valores que no se observaban desde 2009⁶³ (Gráfico 31). Lo anterior, debido a la mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas an-

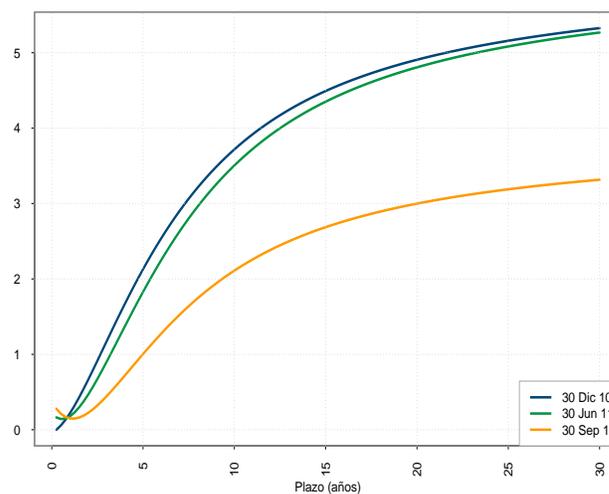
⁶³El 22 de septiembre las tasas de los bonos a 5, 10 y 30 años alcanzaron niveles de 0,77%, 1,71% y 2,79%, respectivamente.

Gráfico 30: 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.

Gráfico 31: Curva Cero Cupón EE.UU.

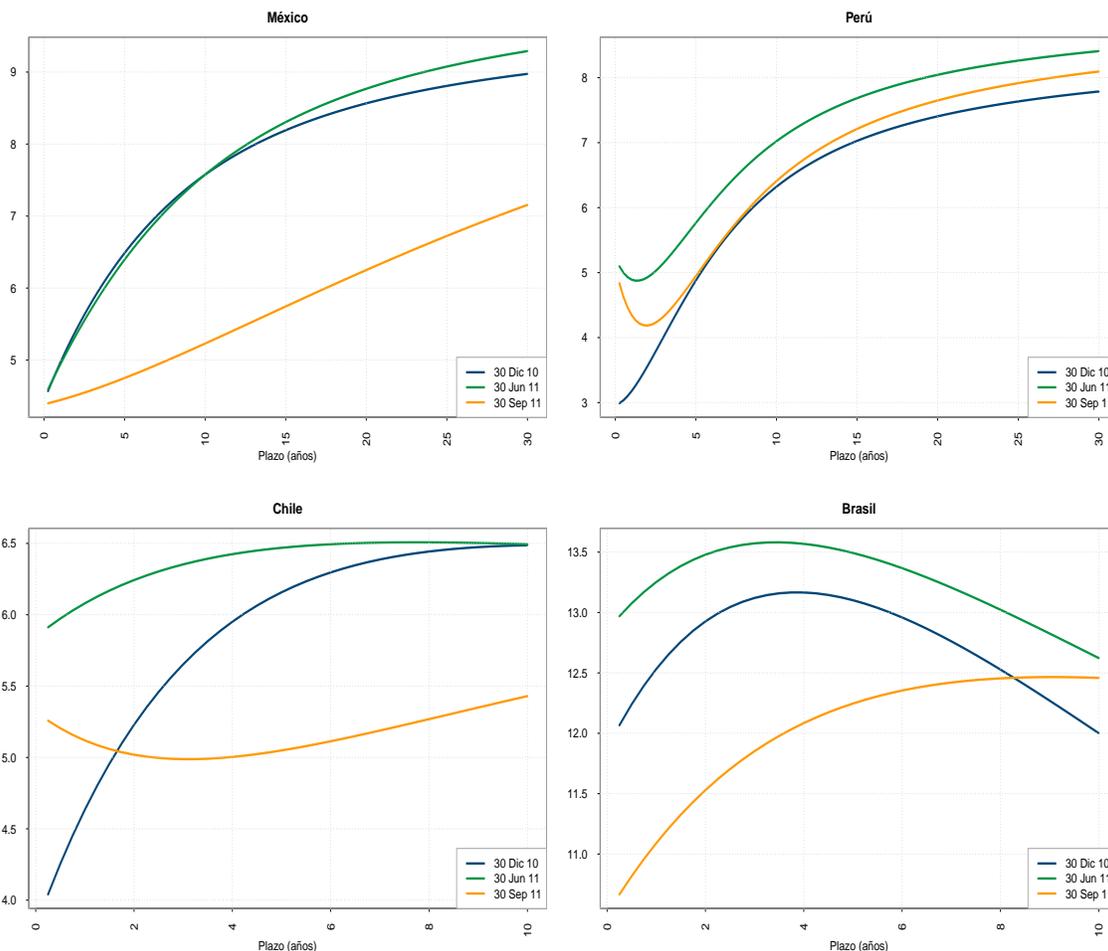


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

te los problemas fiscales de Grecia y el temor de un posible contagio a otros países de Europa, la publicación de algunos datos desfavorables de la economía

de EE.UU. y la reducción de la calificación de deuda de ese país.

Gráfico 32: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

Por su parte, durante el tercer trimestre, los bonos de deuda pública interna de los países de la región registraron valorizaciones (Gráfico 32). Se debe resaltar que durante el trimestre anterior los bonos de mediano y largo plazo de la mayoría de países habían registrado valorizaciones, y que durante el tercer trimestre se presentó una continuación de esta tendencia. De esta manera, las valorizaciones presentadas en los últimos dos trimestres alcanzaron a compensar las desvalorizaciones que los títulos habían presentado en el primer trimestre de 2011, y por lo tanto, con corte al 30 de septiembre, en lo corrido del año las curvas de Brasil, Chile, México y Perú presentaron disminuciones promedio de 104 p.b., 75 p.b., 40 p.b. y 39 p.b., respectivamente.

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2011, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$136.700 mm a \$142.000 mm. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2011 es de \$28.000 mm, de los cuales se habían colocado bonos por un valor nominal cercano a \$22.700 mm⁶⁴ hasta el 30 de septiembre. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2011 es de \$7.500 mm, y el saldo vigente era aproximadamente \$5.600 mm a finales del trimestre.

Es importante mencionar que en septiembre ocurrieron dos eventos importantes para el mercado primario. En primer lugar, se llevó a cabo la apertura de un TES denominado en pesos con vencimiento el 26 de agosto de 2026, y en segundo lugar, el Ministerio de Hacienda redujo el ritmo de emisiones en el mercado primario, al pasar el monto de las subastas semanales de TES de largo plazo de \$500 mm a \$350 mm, debido a que la meta de endeudamiento en pesos para 2011 se encontraba cumplida en un 70,7%⁶⁵. La entidad señaló que ese nuevo cupo se mantendría durante lo que restaba del año y que no alteraría el plan financiero de 2011.

En el *Gráfico 33* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 30 de septiembre, se observa que en el último trimestre de 2011 se concentra el 2% de los vencimientos, y que en el año 2012 los vencimientos representan un 12%.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

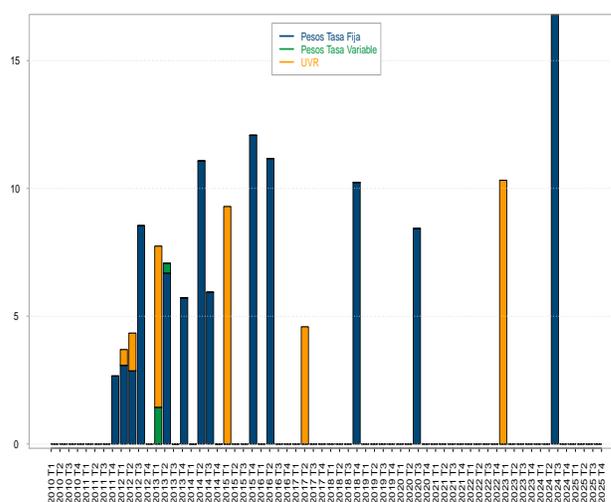
⁶⁴A septiembre 30 se habían colocado cerca de \$14.598 miles de millones en subastas, cerca de \$2.960 miles de millones en convenidas y \$5.196 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 30 de septiembre.

⁶⁵En su momento se informó que el nuevo monto era vigente a partir del 13 de julio.

Al igual que lo observado en otros países de la región, los bonos de mediano y largo plazo de Colombia continuaron presentando valorizaciones como lo habían hecho en el trimestre anterior, y la curva de Colombia presentó aplanamiento.

Las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 5 p.b. entre 0 y 2 años, y disminuyeron 25 p.b. y 27 p.b., entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente⁶⁶ (*Gráficos 34 y 35*). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 36 p.b durante el período analizado, al pasar de 298 p.b. el 30 de junio a 262 p.b. el 30 de septiembre (*Gráfico 36*).

Gráfico 33: Proyección de Vencimientos TES

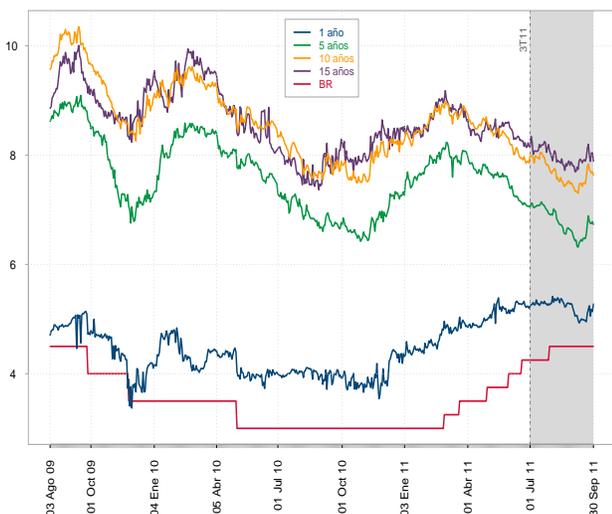


Fuente: Deposito Central de Valores, Banco de la República.

La evolución del mercado de deuda pública interna en el tercer trimestre del año puede dividirse en dos períodos. Durante julio, agosto, y los primeros días de septiembre, los bonos se valorizaron y la curva se aplanó. Este comportamiento estuvo asociado principalmente a los incrementos de la tasa de política monetaria que fueron anunciados por la JDBR en sus reuniones de junio y julio. Adicionalmente, hubo un

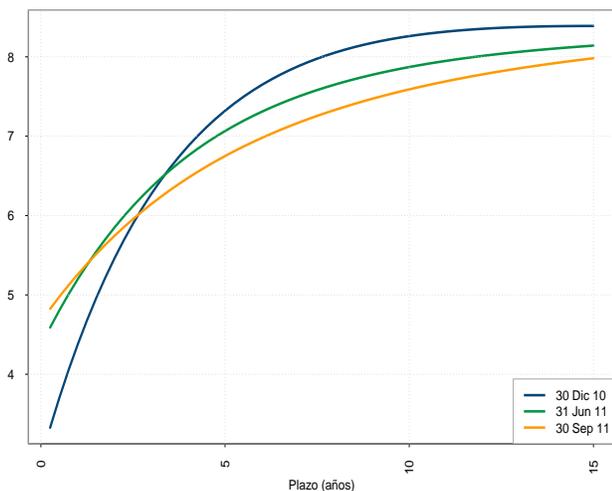
⁶⁶Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 34: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

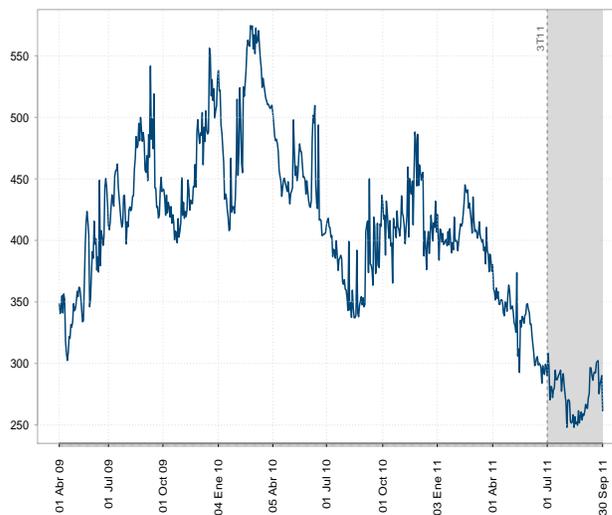
Gráfico 35: Curvas Spot Colombia. Dic. 2010, Jun. 2011 y Sep. 2011



| Tramo Corto* | Tramo Medio** | Tramo Largo*** |
|--------------|---------------|----------------|
| 5 p.b | -25 p.b | -27 p.b |

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. *0 a 2 años. **2 a 5 años. *** 5 a 15 años.

Gráfico 36: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

ajuste a la baja en las expectativas de inflación, ante la disminución en el precio de la gasolina⁶⁷, y la publicación del dato de agosto, que al resultar significativamente inferior al pronosticado por el mercado, impulsó a la baja las tasas de los TES, de tal manera que algunas alcanzaron valores mínimos históricos⁶⁸. A lo anterior se suman otros factores como el aumento de la meta de recaudo para 2011 por parte del Gobierno que dio señales al mercado de que el Ministerio de Hacienda contaría con más recursos para atender las obligaciones de deuda⁶⁹, el incremento en la percepción de riesgo que parece haber incentivado temporalmente la utilización de TES como activos refugio, y el impacto positivo sobre la confianza de los inversionistas, de la colocación de un bono global que hizo Colombia a principios de julio, cuyos detalles serán mencionados más adelante.

⁶⁷A mediados de agosto se anunció un recorte en el precio de la gasolina en \$100.

⁶⁸El 9 de septiembre, los TES que vencen en julio de 2020 y en julio de 2024 alcanzaron tasas de 6,96% y 7,16%, respectivamente.

⁶⁹El 30 de agosto el Gobierno modificó la meta de recaudo de 2011 de \$76,1 billones a \$79,2 billones, y manifestó que el recaudo podría llegar hasta un valor entre \$80 billones y \$85 billones.

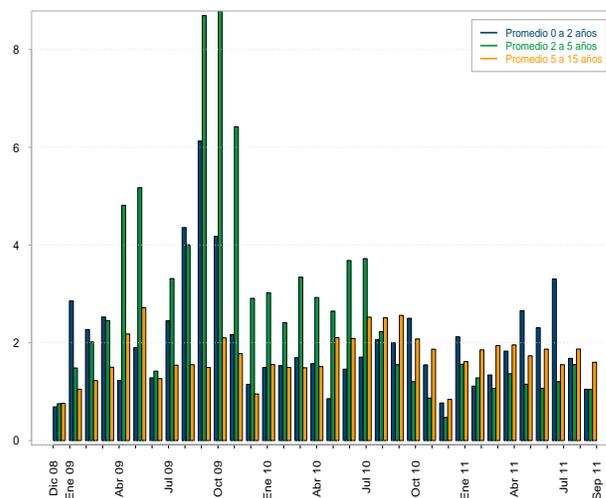
El segundo período comenzó a principios de septiembre, cuando se anunció la realización del canje de deuda por parte del gobierno colombiano⁷⁰. Esta etapa se caracteriza por una desvalorización de los bonos, sobre todo aquellos del tramo largo de la curva, ante la realización del canje y el aumento en la percepción de riesgo internacional ocasionado por la mayor probabilidad de incumplimiento por parte de Grecia y el mal desempeño de otras economías de la región europea.

El canje de deuda pública interna consistió en recoger del mercado títulos con vencimiento en el 2012, 2013 y 2014, a cambio de la entrega de TES con vencimiento en 2015, 2018 y 2026, de los cuales la última referencia correspondía a una emisión nueva. Este anuncio ocasionó desvalorizaciones, sobre todo de los títulos de los tramos medio y largo, ante la mayor oferta esperada de bonos de esos plazos que ocasionaría la operación⁷¹. El Gobierno señaló que es el canje más grande realizado hasta ahora en el país, y que con éste se había mejorado el perfil de vencimientos y se habían reducido las necesidades de colocación de TES por subasta para los próximos tres años⁷². Asimismo, los títulos de la parte corta se valorizaron ante la mayor demanda del gobierno.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue \$5.000 mm⁷³, levemente inferior al observado en el mismo período del año 2010 (\$5.300 mm). En el *Gráfico 37* puede observarse que en julio el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo largo de la curva (plazos entre 5 y 15 años), pero en agosto y septiembre los del tramo medio fueron los más negociados. Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en agosto de 2012 cuya participación pasó de 33% a 29% entre el segundo y el tercer trimestre del año, seguidos de los títulos que ven-

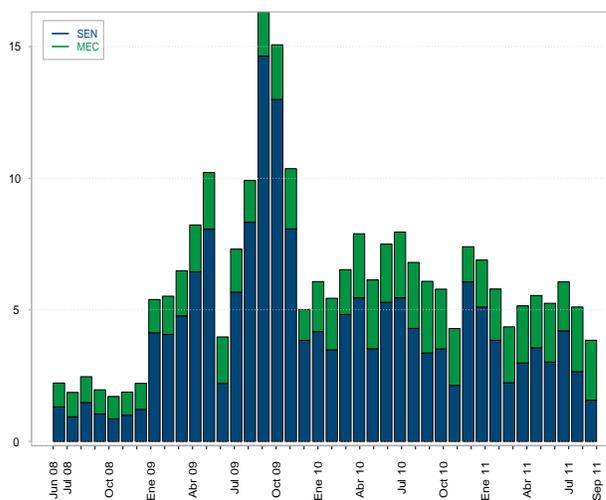
cen en julio de 2024 cuya participación pasó de 20% a 28% (*Gráficos 38, 37 y 39*).

Gráfico 37: Monto Promedio Negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Gráfico 38: Monto Promedio Diario Negociado de TES



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

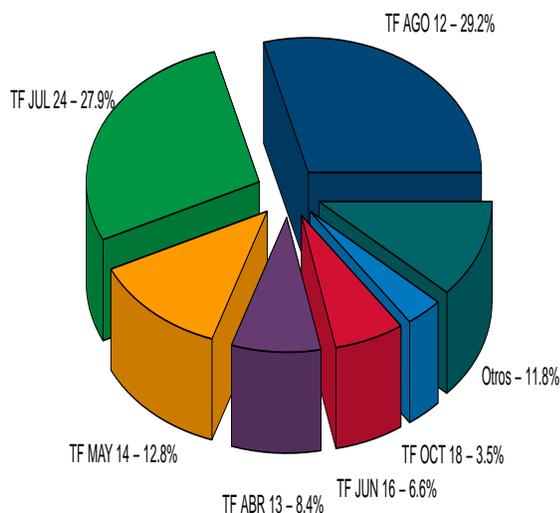
⁷⁰El canje fue anunciado el 9 de septiembre.

⁷¹El canje, llevado a cabo el 20 de septiembre, tuvo una demanda de \$8,7 billones, de los cuales se aprobaron \$6,4 billones. Los nuevos TES entregados vencen el 28 de octubre de 2015 (\$2,16 billones al 6%), el 24 de octubre de 2018 (\$2,18 billones al 6,80%) y el 26 de agosto de 2026 (\$2,04 billones al 7,56%).

⁷²Para 2012 en \$1,7 billones, 2013 en \$2,2 billones y 2014 en \$2,5 billones.

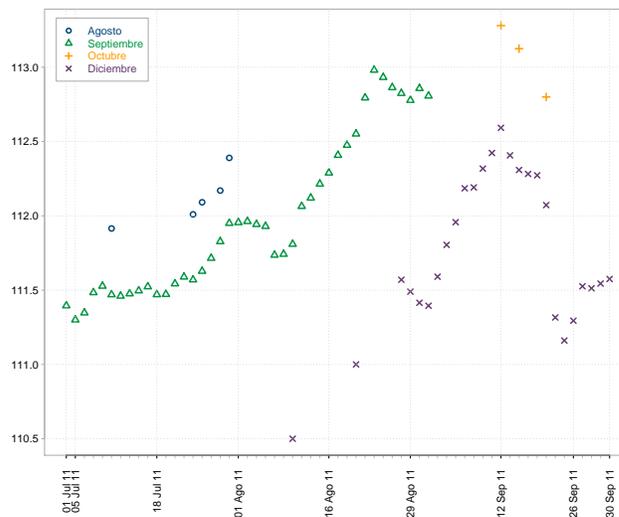
⁷³Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 39: Total Transado SEN Y MEC de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

Gráfico 40: Precio de Contratos de TES a Futuro



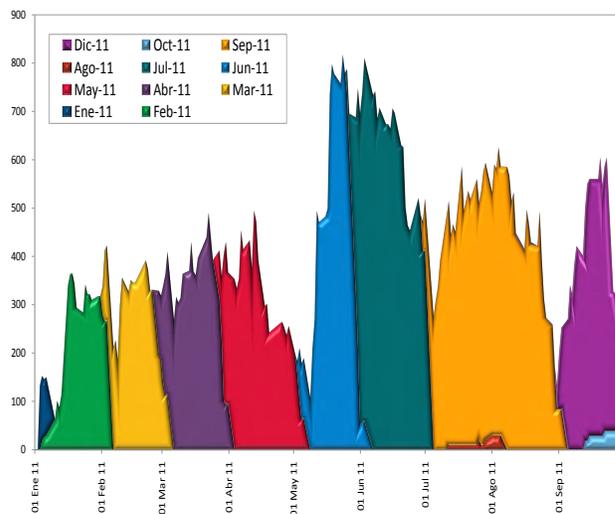
Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

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 presentaron valorizaciones durante julio y agosto, y desvalorizaciones en septiembre (Gráfico 40).

El número de contratos negociados a futuro de TES⁷⁵ disminuyó al pasar de 73.595 contratos a 37.220 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$9.305 mm. De la misma forma, las posiciones abiertas de los contratos a futuro a mediano plazo fueron inferiores a las observadas en el trimestre anterior. Durante el trimestre las posiciones abiertas ascendieron hasta 30, 595, 40 y 574 para los contratos de agosto, septiembre, octubre y diciembre, respectivamente (Gráfico 41).

Gráfico 41: Cantidad de Contratos Abiertos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

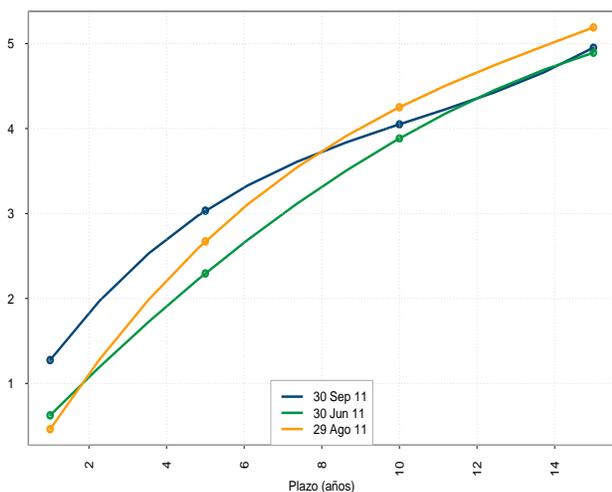
6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el tercer trimestre del 2011, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región

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

se desvalorizaron. Pese a que las tasas de interés en los mercados internacionales continuaban bajas, la mayor incertidumbre sobre el panorama económico internacional y la continuación en la tendencia bajista de los precios de las materias primas motivó el aumento en los rendimientos de los bonos de la región. Asimismo, en Colombia los bonos de deuda externa de la parte corta y media de la curva se desvalorizaron; mientras que en la parte larga los rendimientos disminuyeron levemente (Gráficos 42, 43 y 44).

Gráfico 42: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil

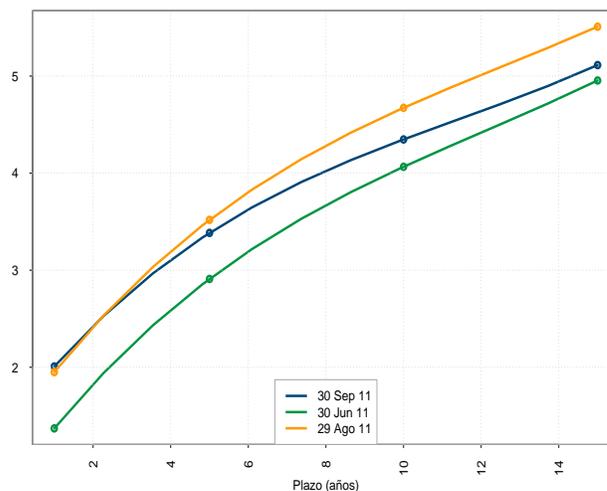


Fuente: Bloomberg.

El incremento en la percepción de riesgo mundial asociado a la reducción en la calificación de Estados Unidos, la incertidumbre sobre Grecia y las preocupaciones por una nueva desaceleración económica en los países desarrollados causaron incrementos en las primas de riesgo de los países emergentes: el EMBI+ aumentó 160 p.b. (61 %) al cierre del trimestre y 51 p.b. respecto al promedio del trimestre anterior. Los indicadores de riesgo hacia Latinoamérica también se incrementaron: los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años aumentaron en promedio 84 p.b. (82 %) ⁷⁶

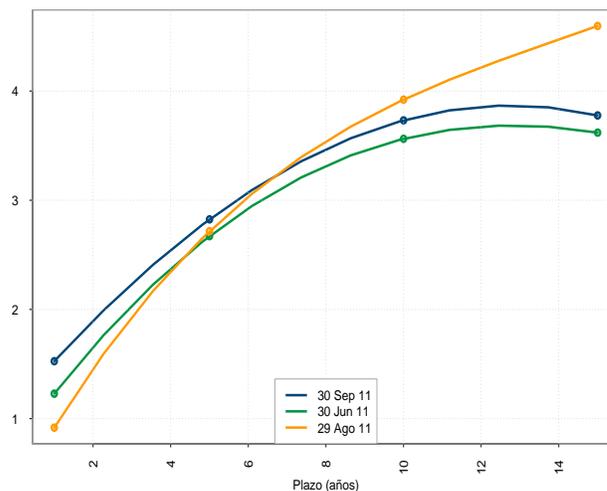
⁷⁶Variaciones: Colombia: 91 p.b. (84%), Brasil: 92 p.b.(83%), México: 90 p.b. (84%), Chile: 79 p.b. (104%) y Perú: 71 p.b. (54%).

Gráfico 43: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 44: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



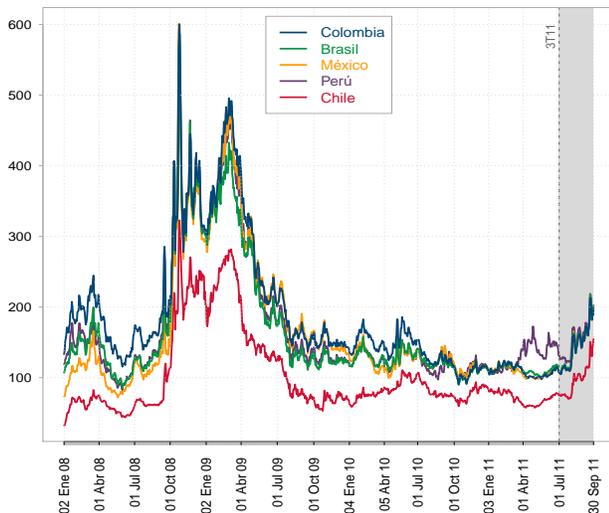
Fuente: Bloomberg.

(Gráfico 45), los EMBI ⁷⁷ país aumentaron en prome-

⁷⁷Variaciones EMBI países: Colombia: 116 p.b. (92%), Brasil: 126 p.b. (85%), México: 112 p.b. (90%) y Perú 106 p.b. (62%).

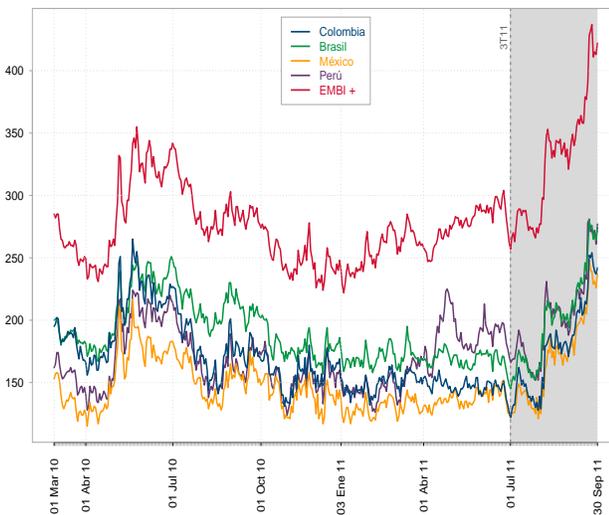
dio 115 p.b. (92%) y el EMBI Latam tuvo un incremento de 155 p.b. (Gráfico 46).

Gráfico 45: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 46: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

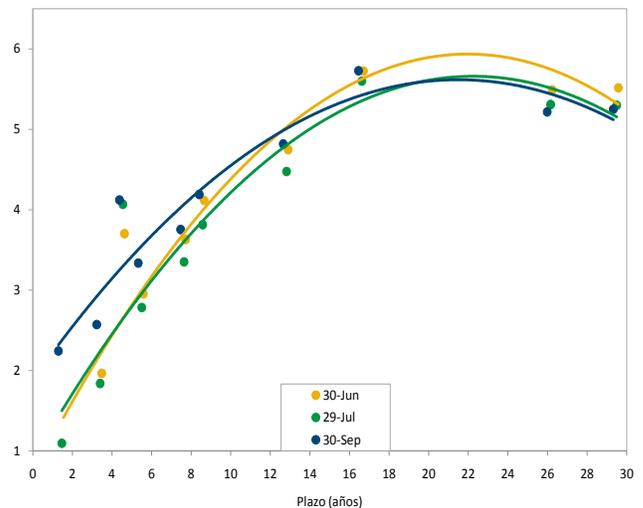
En cuanto a los cambios en las calificaciones crediticias, Standard & Poor's elevó la calificación de la deuda extranjera de largo plazo de Perú de BBB-

BBB, con panorama estable, ante la expectativa de que el nuevo Gobierno respaldara una mayor flexibilidad de la política económica y del crecimiento. Esta fue la primera agencia en elevar la calificación de este país dos grados por encima del grado de inversión; Moody's y Fitch mantuvieron sus calificaciones en Baa3 y BBB-, respectivamente.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se desvalorizó en los tramos corto y medio de la curva; mientras que las referencias más largas presentaron leves valorizaciones (Gráfico 47). Asimismo, las referencias de los TES Globales con vencimiento en 2015 y 2021 se desvalorizaron, mientras que el bono con vencimiento en 2027 tuvo una leve valorización.

Gráfico 47: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia

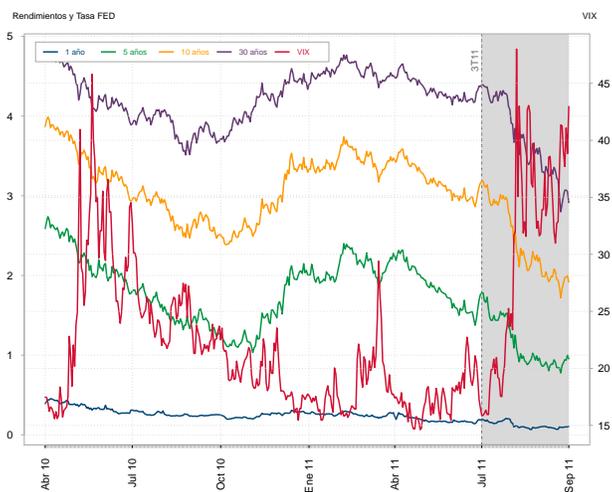


Fuente: Bloomberg.

Durante el mes de julio, los bonos de deuda externa se valorizaron después de que el gobierno realizara una exitosa colocación por US\$2.000 millones de un bono denominado en dólares con vencimiento en 2021 y cupón de 4,375%. La demanda por esta emisión ascendió a US\$7.300 millones (bid to cover: 3,65 veces) y la tasa de la emisión se ubicó en 4,425%, de tal manera que el spread fue de 130 p.b. con respecto al bono del Tesoro de EE.UU. de igual plazo. El gobierno anunció que los recursos adquiridos serían utilizados para el pago del servicio de deuda externa y resaltó que la tasa de financiación ha sido la más baja del gobierno en los mercados internacionales de largo plazo.

Posteriormente, en agosto y septiembre, la deuda externa colombiana en dólares se desvalorizó ante el contexto internacional que provocó un menor apetito por activos de países emergentes y estuvo en línea con lo observado en los países de la región (Gráfico 48).

Gráfico 48: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las medidas de riesgo país, el EMBI Colombia aumentó 116 p.b. (92%), en línea con el comportamiento promedio de los países de la región. El CDS a 5 años aumentó 91 p.b. (84%) y al cierre del trimestre se encontraban en 199 p.b., nivel similar al de Brasil (201 p.b.), México (197 p.b.) y Perú (202 p.b.).

Recuadro 2: El Mercado Monetario Interbancario en Colombia

Introducción

El presente recuadro tiene por objeto describir el mercado monetario interbancario en Colombia así como presentar una breve reseña de su comportamiento y evolución en términos de montos de negociación y tasas de interés de referencia del mismo. Lo anterior, teniendo en cuenta la importancia que reviste el mercado monetario interbancario como instrumento para administrar la liquidez al interior del sistema financiero. Adicionalmente, tiene el propósito de dar a conocer un modelo de alerta temprana para el mercado monetario interbancario, para identificar cuándo un aumento en el costo del dinero podría estar reflejando problemas de liquidez en el sistema.

El mercado monetario interbancario comprende todas las operaciones de fondos interbancarios, repos y simultáneas, con plazos inferiores a un año, que se llevan a cabo entre las entidades financieras, destacándose, entre otras, los establecimientos de crédito (EC)⁷⁸, las sociedades comisionistas de bolsa (SCB), las sociedades fiduciarias y los fondos de pensiones. Adicionalmente, comprende las operaciones que los Agentes Colocadores de OMA realizan con el Banco de la República (BR) a través de operaciones Repo y de depósitos remunerados de contracción no constitutivos de encaje (DRNCE).

El mercado monetario

Para efectos de describir el mercado monetario interbancario, es importante señalar que éste se divide en dos: el mercado no colateralizado y el mercado colateralizado.

El mercado no colateralizado. El mercado monetario interbancario no colateralizado, o mercado de fondos interbancarios, se define como aquel mercado al que acuden los EC para cumplir con sus necesidades de liquidez a través de la colocación y/o captación de recursos en pesos colombianos. Las operaciones que se celebran en este mercado, al negociarse sin respaldo (garantía), tienen cupos de contraparte y, por lo general, están circunscritas a instituciones con bajo riesgo crediticio. Históricamente, estas operaciones se han pactado vía telefónica, sobresaliendo las negociaciones con plazo de un día hábil, aunque algunas de ellas se celebran a plazos superiores, incluso de una semana⁷⁹.

El mercado colateralizado. El mercado monetario interbancario colateralizado comprende todas las operaciones realizadas en los mercados de repos y simultáneas así como las transferencias temporales de valores (TTV)⁸⁰. Por definición, en este mercado las operaciones de liquidez en pesos se encuentran respaldadas por títulos valores, los cuales pueden ser de renta fija (e.g. Títulos de Deuda Pública TES o bonos corporativos), o de renta variable como las acciones. Las operaciones se celebran a diferentes plazos, con mayor frecuencia a un día hábil como en el caso

⁷⁸Los Establecimientos de Crédito corresponden a: Bancos Comerciales; Corporaciones Financieras; Compañías de Financiamiento Comercial; Organismos Cooperativos; Entidades Financieras Especiales (FINDETER, FINAGRO, BANCOLDEX, entre otras); y Cooperativas Financieras.

⁷⁹En los últimos dos años, las operaciones a un día representan en promedio un 75% del total del monto negociado en el interbancario no colateralizado.

⁸⁰Este recuadro se centra en los dos primeros grupos de operaciones teniendo en cuenta la ausencia de información con respecto a las TTV.

del mercado no colateralizado, y usualmente, no exceden los 30 días.

El mercado de Repos. En las operaciones que se celebran en este mercado, una de las partes (acreedor) es quien presta dinero a otra (deudor), recibiendo a cambio como garantía títulos valores. Una vez vence la operación, el acreedor debe retornar el título al deudor, al tiempo que este último retorna los recursos que le fueron prestados más el rendimiento que se hubiere pactado y causado en la transacción⁸¹.

Las operaciones Repo se llevan a cabo a través de sistemas de negociación como el SEN, sistema administrado por el Banco de la República, y el MEC⁸², que administra la Bolsa de Valores de Colombia, o vía telefónica en el mercado OTC⁸³. Adicionalmente, dentro del mercado de Repos en Colombia se consideran las operaciones de liquidez que realiza el Banco de la República a través del sistema de subastas que éste ha dispuesto en su plataforma electrónica SEBRA.

Mercado de Simultáneas. Las operaciones del mercado de simultáneas se diferencian de aquellas que se realizan en el mercado de repos, en que en las primeras se pueden movilizar los títulos que dieron origen a la operación de liquidez. Por lo tanto, una particularidad de este mercado, es que en él confluyen entidades que no solamente están buscando captar o colocar recursos en pesos, sino también entidades que buscan colocar o demandar un título valor en particular.

Usualmente, las operaciones de simultáneas se realizan en el SEN y el MEC. Estas operaciones también se llevan a cabo en el mercado OTC aunque posteriormente los intermediarios involucrados en la transacción las registran utilizando para ello los sistemas de negociación referenciados, principalmente el MEC.

Comportamiento histórico y evolución: montos y tasas de referencia

En términos del monto promedio de negociación diario, el mercado monetario colombiano presenta una estructura diferente en cada momento del tiempo, fundamentalmente, por la alta incidencia que tienen las operaciones que realiza el banco central con el resto de participantes del sistema financiero (ver *Gráfico 49*). En este sentido, durante el periodo comprendido entre los años 2009 y 2011, en algunos momentos el BR cambió su habitual postura de acreedor neto del sistema (saldos de operaciones de expansión son mayores a los saldos de las operaciones de contracción), por una posición de deudor neto del sistema como sucedió durante mediados de 2009 e inicios del año 2010. Para el periodo en cuestión, el BR otorgó liquidez al sistema, principalmente a través de operaciones repo con plazo de 1 día y realizó operaciones de contracción por medio de depósitos remunerados no constitutivos de encaje (DRNCE) a un plazo de 1 día (ventanilla) así como con plazo de 7 y 14 días (por el mecanismo de subastas).

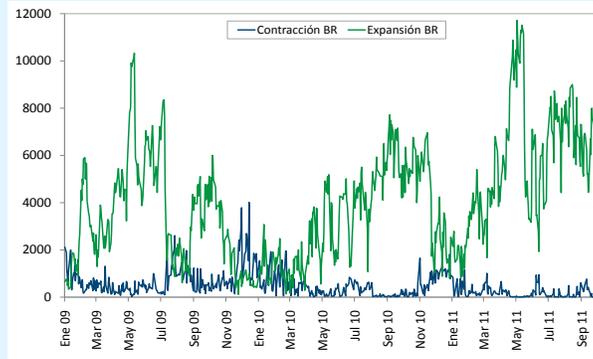
En lo que se refiere al mercado interbancario no colateralizado, el monto promedio diario de negociación en operaciones con plazo a un día permaneció estable hasta el año 2007 (ver *Gráfico 49*), con un pico bajo en 1999 que se explica por una pérdida de confianza al interior del sistema financiero debido a la crisis financiera que se vivió en

⁸¹Por lo general, los repos que se celebran en Colombia corresponden a la categoría de “cerrados”, es decir, que los valores dados en garantía se inmovilizan y por lo tanto, el compromiso de transferencia de la propiedad, una vez se ha terminado el plazo de la operación, se debe realizar sobre los mismos valores inmovilizados.

⁸²En este mercado convergen no sólo instituciones financieras sino que en ocasiones también se realizan operaciones que involucran a empresas del sector real de la economía.

⁸³Del inglés Over The Counter (mercado mostrador).

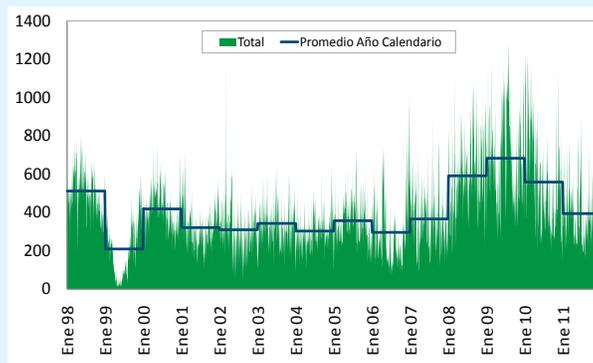
Gráfico 49: Montos de Operaciones del Banco de la República (2009 – 2011)



Fuente: Banco de la República. Miles de Millones.

Colombia a finales de los años 90, así como por el establecimiento temporal de una contribución a las transacciones financieras sobre las operaciones de créditos interbancarios - Decreto 2331 del 16 de noviembre de 1998 -. Sin embargo, mediante la Ley 508 de julio 29 de 1999, se exceptuaron del pago del gravamen a los movimientos financieros a las operaciones de créditos interbancarios, lo que derivó en una recuperación casi inmediata de los montos de transacción en el interbancario no colateralizado. Posteriormente y hasta mediados de 2009, el mercado de fondos interbancarios registró un crecimiento llegando incluso a transarse en algunas jornadas más de \$1 billón, y en los últimos 2 años se ha registrado una tendencia a la baja que ha llevado a que el monto promedio diario en 2011 se ubique apenas en los \$400mm. De este monto, una porción proviene de la formación del Indicador Bancario de Referencia (IBR) para el plazo overnight, que en la actualidad equivale a \$88 mm.

Gráfico 50: Mercado de Fondos Interbancarios (ene. 1998 – sep. 2011)



Fuente: Banco de la República. Miles de Millones.

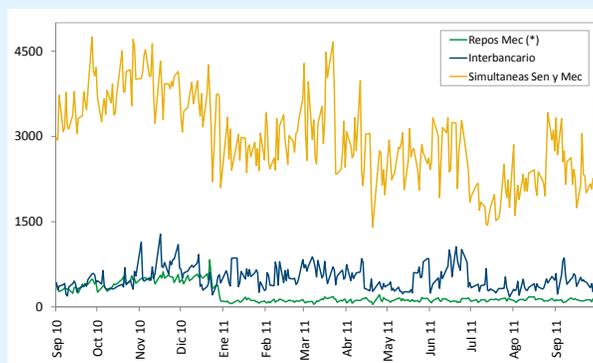
Con respecto a las operaciones del mercado de Repos que se transan fuera de la órbita del banco central⁸⁴, se

⁸⁴Incluye operaciones interbancarias así como operaciones realizadas entre entidades financieras y empresas del sector real. Lo anterior, teniendo en cuenta que en la información base no es posible discriminar cuales son exclusivamente operaciones de repos interbancarios.

encuentra que su monto de negociación es bajo y con tendencia a disminuir, restringiéndose en la actualidad, a operaciones que como colateral tienen títulos de renta variable. Por cambios introducidos a finales de 2010 en la regulación del impuesto al gravamen a los movimientos financieros a través de la Ley 1430, otras operaciones de repos que se llevaban a cabo entre entidades financieras y empresas del sector real dejaron de realizarse (ver *Gráfico 51*).

Por su parte, el mercado de simultáneas en Colombia ha presentado una mayor dinámica con un monto de negociación promedio diario que para los últimos 3 años ronda los \$3 billones⁸⁵. El *Gráfico 51* presenta la evolución del mercado colateralizado por cada uno de sus subcomponentes y su comparación con el no colateralizado.

Gráfico 51: Mercado Colateralizado vs No Colateralizado (sep. 2010 – sep. 2011)



Fuente: Banco de la República. Miles de Millones. *Incluye operaciones de repos interbancarios como repos entre EC y empresas del sector real

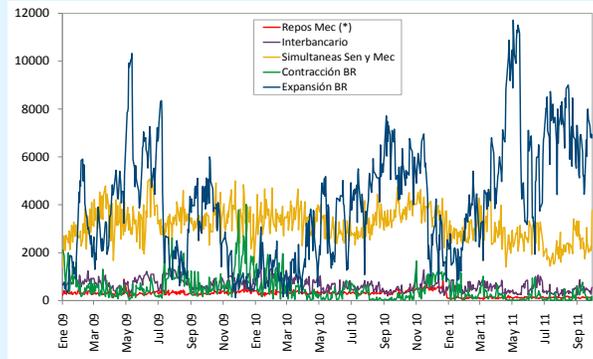
Se concluye que el mercado con mayor volumen de operaciones en pesos, sin incluir las operaciones del BR, corresponde al mercado de simultáneas, que se encuentra muy por encima de lo que se transa en el mercado de repos e interbancario no colateralizado. Además, puede observarse que en 2011 el monto negociado ha disminuido tanto en el mercado colateralizado como en el no colateralizado. El mercado de simultaneas registra para 2010, una tasa de crecimiento anual del 3.1% (comparado contra 2009) y una tasa de decrecimiento del 23.2% para el año 2011, en tanto el mercado de fondos interbancarios no colateralizado ha decrecido los dos últimos años a una tasa del 16.1% para 2010 y del 21.5% para el 2011. El mercado de repos decrece a una tasa del 67.6% para 2011, luego de haber crecido al 11.4% en el 2010. Finalmente, en el *Gráfico 52* se presenta una comparación de los montos de transacción de los diferentes submercados que componen el mercado monetario colombiano.

En lo que respecta a las tasas de referencia del mercado monetario interbancario se deben considerar como las más representativas las que se enumeran a continuación: 1) Tasa de Política Monetaria del Banco de la República (TPM), la cual corresponde a la tasa mínima de las subastas de expansión que mensualmente define la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR); 2) tasa de corte de las subastas de expansión del BR; 3) tasa interbancaria (TIB), que se forma a partir de las operaciones del mercado de fondos interbancarios (no colateralizado); 4) Indicador Bancario de Referencia (IBR)⁸⁶, y 5) tasa promedio del mercado de simultáneas.

⁸⁵Incluye las negociaciones tanto del SEN como del MEC, así como operaciones por cuenta propia y por cuenta de terceros de las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

⁸⁶Este indicador ha tomado fuerza como referencia no sólo en el mercado monetario sino también en la colocación de créditos y bonos

Gráfico 52: Montos de transacción del Mercado Monetario (ene. 2009 – sep. 2011)



Fuente: Banco de la República. Miles de Millones.*Incluye operaciones de repos interbancarios como repos entre EC y empresas del sector real

Al examinar la evolución de las tasas de interés a lo largo de los últimos 5 años (ver *Gráfico 53*), se concluye que: 1) La tasa de corte de las subastas de expansión, salvo días puntuales, se ubica en línea con la TPM; 2) la TIB responde casi de manera inmediata a los cambios en la TPM, igual sucede con el IBR, lo cual es coherente con lo que se espera en cuanto a la transmisión de la política monetaria; 3) la tasa promedio de las simultáneas a un día presenta una alta volatilidad y con frecuencia se desvía de la TPM, lo que se explica a partir del hecho de que esta tasa refleja no sólo la oferta y demanda por liquidez en pesos a un día, sino también la oferta y demanda por títulos por parte de los intermediarios cuando la necesidad se centra en un título valor en particular. En el gráfico se observa que generalmente se ubica por debajo de la TPM, lo que permitiría inferir que está formada por tasas de operaciones en las que se están demandando títulos.

Gráfico 53: Tasas del Mercado Monetario (efectiva anual)



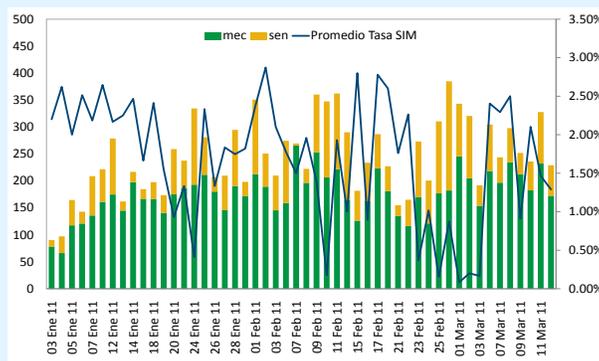
Fuente: Banco de la República.

Por lo general, la tasa interbancaria oscila alrededor de la tasa de subastas de expansión del BR, no obstante, en el mercado de valores, en este último ganando participación frente a otros valores referenciados a tasas como la DTF o el IPC que históricamente dominaban las colocaciones en el mercado de valores en Colombia.

ocasiones ésta se ha ubicado considerablemente por debajo de la TPM, situación que ha estado asociada con una posición deudora neta del BR frente al sistema financiero. Adicionalmente, este comportamiento en que la TIB se aleja considerablemente, por arriba o por debajo de la TPM, es propio de ocasiones en que se presentan excesos o defectos de liquidez en pesos, donde los descálces en el cumplimiento del requerido de encaje bisemanal, entre otros factores, se ubican como una de las principales causas.

Con respecto a la tasa de negociación de las simultáneas, y como se mencionó anteriormente, dicha tasa es el resultado no sólo de la oferta y demanda por liquidez en pesos sino también de la oferta y demanda por títulos, lo que se traduce en una mayor volatilidad del indicador. En este sentido, se presentan situaciones en las cuales uno o varios agentes necesitan un título valor específico, por lo cual están dispuestos a otorgar la liquidez en pesos a un costo muy inferior al del costo del dinero a un día (TPM, TIB y/o IBR). Lo anterior, con el propósito de recibir como colateral el bono del vencimiento que requieren para cubrir, por ejemplo, una venta en corto que hayan realizado sobre dicho título valor. Así por ejemplo, en el *Gráfico 54*, se presenta la tasa de negociación de simultáneas sobre el TES con vencimiento en julio de 2020, donde se observa una alta volatilidad en la tasa para el periodo enero a marzo de 2011, que osciló en promedio en un rango entre 0.2 % y el 3.0 %, cuando para el mismo periodo de tiempo la TPM se ubicaba en el 3.5 %.

Gráfico 54: Tasa promedio de negociación de la simultánea sobre el TES de 2020



Fuente: Banco de la República. Montos en miles de millones.

Modelo de indicadores de alerta temprana

El seguimiento al mercado monetario es importante por la información que provee sobre las necesidades de liquidez en pesos del sistema, la eficiencia en la colocación de recursos en pesos a corto plazo, las expectativas de los agentes frente al comportamiento de las tasas de interés del mercado monetario en el corto plazo y la percepción de riesgo entre las entidades (cupos de contraparte), entre otros. Por ejemplo, si bien el mercado no colateralizado se puede considerar modesto en términos del monto de negociación respecto a lo que se transa en el mercado colateralizado, el primero ofrece información más clara sobre las necesidades de liquidez de las entidades y sobre la valoración del riesgo de contraparte entre las entidades participantes. Por su parte, el mercado de repos con el BR suministra información adicional sobre la posición que tienen las entidades en el resto de mercados, teniendo en cuenta que las instituciones financieras recurren al BR para ajustar sus defectos en tesorería (déficit o superávit en pesos).

Dada la importancia tanto del mercado colateralizado como del no colateralizado, y con el propósito de hacer un seguimiento a los mismos, se han creado una serie de indicadores de alerta temprana que buscan identificar entidades que recurrentemente toman recursos del mercado a tasas elevadas, y que eventualmente podrían derivar en riesgos para las mismas. Estos indicadores se complementan con un análisis sobre el potencial de dichos riesgos. A continuación se presenta el análisis para el mercado no colateralizado, el cual puede replicarse para el mercado colateralizado considerando las particularidades de este último. El análisis del mercado no colateralizado se divide en dos etapas. La primera que examina el comportamiento de las tasas pactadas por cada entidad, y la segunda que indaga a detalle otros indicadores específicos a dicha entidad y al sector al que pertenece (bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, entidades financieras especiales, cooperativas especiales). Los indicadores de la primera etapa permiten identificar si existen entidades que recurrentemente toman recursos del mercado interbancario no colateralizado a tasas elevadas.

Para llevar a cabo el análisis se construyeron dos niveles de riesgo: el primer nivel de alerta o nivel naranja, muestra aquellas entidades que están endeudadas a tasas que son mayores a un umbral calculado con base en la desviación estándar de la TIB⁸⁷, y el segundo nivel de alerta o nivel rojo, que muestra las entidades que se encuentran en el nivel naranja y que además se endeudan a tasas superiores a un margen definido sobre la TPM. Esto último, teniendo en cuenta que en un escenario de baja dispersión en las tasas pactadas, el nivel naranja daría señales de entidades que presentan una tasa elevada cuando en realidad estas tasas podrían estar muy cerca de la TIB; por lo tanto, se buscó un valor de referencia (TIB más un porcentaje de la TPM)⁸⁸, para señalar sólo aquellas entidades que realmente captan en el interbancario a tasas muy elevadas. En resumen, el primer nivel de alerta señala las entidades que captan a tasas muy superiores a las del promedio del mercado, en tanto que el segundo nivel indica, adicionalmente, si dichas tasas se encuentran muy alejadas de la TPM. No obstante, la inclusión de la TPM dentro del indicador de alerta rojo, llevaría a considerar en el análisis no sólo el riesgo de contraparte sino también el riesgo de liquidez, esto último cuando la TIB se aleja de la TPM.

Una entidad que se encuentra en el nivel naranja, indica que en un día específico está captando recursos a una tasa muy superior a la del promedio del mercado de ese mismo día, lo cual podría indicar un mayor riesgo de contraparte. Dado que el mercado de fondos interbancarios es un mercado no colateralizado, las tasas de negociación en éste incluyen un componente de prima de riesgo que resume la percepción del mercado sobre la entidad. Esta percepción se basa, por ejemplo, en el monto solicitado en la operación, así como las noticias relevantes que se conocen de manera reciente sobre la entidad solicitante de la liquidez. Por otra parte, cuando la entidad se encuentra en el nivel rojo, se puede considerar que muy probablemente dicha entidad está teniendo dificultades en la adquisición de recursos de corto plazo. Cuando una entidad aparece en uno de los niveles de alerta sólo una vez, es probable que sea debido a dificultades transitorias; en cambio si esto sucede durante varios días seguidos o incluso períodos de tiempo relativamente cercanos, se podría considerar que existen problemas en la entidad que están afectando la consecución de recursos en el mercado de dinero.

La segunda etapa del análisis tiene por objetivo encontrar posibles explicaciones a los resultados hallados en el análisis de la primera etapa. En este punto, se evalúa en mayor detalle la composición de las operaciones interbancarias y el monto de éstas, junto a los indicadores disponibles para la entidad⁸⁹, además de las otras operaciones de

⁸⁷Este umbral corresponde a la TIB más 1.5 veces la desviación estándar de la TIB del día, lo que dado una distribución normal, contendría al menos el 93% de las observaciones.

⁸⁸En la actualidad, este porcentaje corresponde al 3% sobre la TPM, cifra que se estimó con base en datos históricos de las tasas pactadas para determinar valores muy atípicos.

⁸⁹Por ejemplo, se observan indicadores como el Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL), la solvencia, la composición del portafolio de la

liquidez que ésta haya realizado en el mercado colateralizado, tales como operaciones repo y de simultáneas.

El Gráfico N° 7 presenta los resultados del análisis para el mes de septiembre de 2011, donde se observa una estabilidad en el mercado en la medida en que los resultados no muestran muchas alertas. Puntualmente, se observa que la entidad 3 aparece dos veces en el nivel naranja y la entidad 6 aparece una vez en el nivel rojo. En ambos casos esto podría ser reflejo de dificultades en la adquisición de recursos teniendo en cuenta que estas entidades no usan recurrentemente el mercado de fondos interbancarios. Por lo tanto, sería necesario realizar un análisis más detallado de dichas entidades.

Cuadro 9: Características del Subsidio de Acuerdo al Tramo

| Entidad | 01/09 | 02/09 | 05/09 | 06/09 | 07/09 | 08/09 | 09/09 | 12/09 | 13/09 | 14/09 | 15/09 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Entidad 1 | 4.62 | 4.6 | | 4.57 | 4.53 | 4.53 | 4.54 | 4.57 | | | 4.5 |
| Entidad 2 | | 4.56 | | | | | 4.56 | 4.55 | 4.56 | 4.56 | 4.56 |
| Entidad 3 | | | | | | | | | | | |
| Entidad 4 | | | | | 4.51 | | | | | 4.51 | |
| Entidad 5 | 4.62 | 4.6 | 4.54 | 4.57 | 4.53 | 4.52 | 4.55 | 4.57 | 4.53 | 4.51 | 4.5 |
| Entidad 6 | | | | 4.56 | | | | | 4.67 | | |
| Entidad 7 | | | | | | | | | | 4.51 | 4.5 |
| Entidad 8 | 4.53 | | 4.53 | 4.53 | 4.55 | 4.53 | | | 4.53 | 4.53 | 4.53 |
| Entidad 9 | 4.62 | 4.6 | 4.54 | 4.57 | 4.53 | 4.52 | 4.55 | 4.57 | 4.53 | 4.51 | 4.5 |
| Entidad 10 | | | | 4.56 | | | | | | | |
| Entidad 11 | 4.62 | 4.6 | 4.54 | | 4.53 | 4.52 | 4.55 | 4.56 | 4.53 | 4.52 | 4.52 |
| Entidad 12 | | | | | | | | | | | |
| Entidad 13 | | | 4.53 | 4.56 | 4.53 | | 4.55 | 4.55 | 4.53 | 4.53 | 4.53 |
| Entidad 14 | 4.56 | | | | | | | | | | |
| Entidad 15 | 4.48 | 4.47 | 4.48 | 4.48 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.47 | 4.46 | 4.47 | 4.47 |
| Entidad 16 | 4.46 | | 4.46 | | 4.48 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 |
| Entidad | 16/09 | 19/09 | 20/09 | 21/09 | 22/09 | 23/09 | 26/09 | 27/09 | 28/09 | 29/09 | 30/09 |
| Entidad 1 | | 4.55 | 4.6 | 4.63 | 4.64 | 4.64 | 4.58 | 4.58 | 4.6 | 4.63 | 4.61 |
| Entidad 2 | 4.56 | 4.55 | 4.56 | 4.54 | 4.54 | 4.54 | | 4.56 | | 4.55 | |
| Entidad 3 | | 4.67 | 4.67 | | | | | | | | |
| Entidad 4 | | | 4.59 | | | | | | 4.5 | | |
| Entidad 5 | 4.5 | 4.55 | 4.6 | 4.63 | 4.64 | 4.57 | 4.58 | 4.58 | 4.6 | 4.63 | 4.62 |
| Entidad 6 | | | | | | | | | | | |
| Entidad 7 | 4.5 | 4.55 | 4.59 | 4.63 | 4.64 | 4.64 | 4.58 | 4.58 | | | |
| Entidad 8 | 4.51 | | | | 4.53 | | | | | 4.55 | 4.55 |
| Entidad 9 | 4.5 | 4.55 | | 4.63 | 4.64 | 4.64 | 4.57 | 4.59 | 4.6 | 4.63 | 4.61 |
| Entidad 10 | | | | | | | | | | | |
| Entidad 11 | 4.5 | 4.55 | | | | 4.64 | | | 4.6 | | |
| Entidad 12 | | | | | | | | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 |
| Entidad 13 | 4.51 | 4.54 | 4.57 | 4.57 | 4.63 | 4.64 | 4.57 | 4.54 | 4.57 | 4.62 | 4.61 |
| Entidad 14 | | | | | | | | | | | |
| Entidad 15 | 4.46 | 4.46 | 4.47 | 4.48 | 4.48 | 4.47 | 4.47 | 4.47 | 4.47 | 4.46 | 4.46 |
| Entidad 16 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | 4.46 | | | | 4.46 | |

Fuente: Banco de la República.

entidad, la calidad de cartera, la posición de encaje, el PyG, el saldo de la cuenta de depósito en el BR (CUD), los depósitos y exigibilidades.

Comentarios Finales

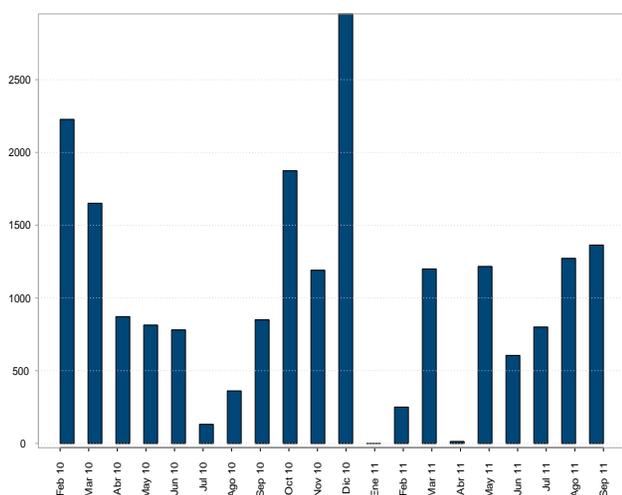
El mercado monetario interbancario en Colombia ha tenido una evolución desigual en sus diferentes componentes y submercados, donde en los últimos años ha preponderado el uso de operaciones colateralizadas por parte de los agentes. En especial, el mercado colateralizado se ha desarrollado a partir de operaciones en el mercado de simultáneas, que como se comentó en el recuadro, están motivadas no sólo por consideraciones de liquidez en pesos sino también por la necesidad de los agentes de demandar u ofertar un título valor en particular.

No obstante lo anterior, el mercado de fondos interbancarios no colateralizado juega un papel importante en el mercado monetario en Colombia, no sólo porque históricamente ha permitido movilizar recursos en pesos de una entidad a otra, sino también por la función que desempeña en la transmisión de la política monetaria del BR, y la información que brinda sobre la liquidez y riesgos en el sistema. Con respecto a este último punto, el modelo de indicadores de alerta temprana se constituye en una herramienta valiosa para el análisis de los riesgos del mercado monetario no colateralizado que debe complementarse con indicadores para los otros mercados, donde participa un mayor número de entidades, con el fin de tener un mejor seguimiento de los posibles riesgos en el sistema.

7 Mercado Primario de Deuda Privada

Durante el tercer trimestre de 2011 la dinámica del mercado primario de deuda privada fue mayor a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con un incremento del 87% en el monto de colocación. Respecto al mismo período de 2010, hubo un incremento del 155%. Para lo corrido del año, septiembre fue el mes con mayor monto en colocaciones con \$1.363 mm (Gráfico 55).

Gráfico 55: Monto Total Colocado (2010 - 2011)

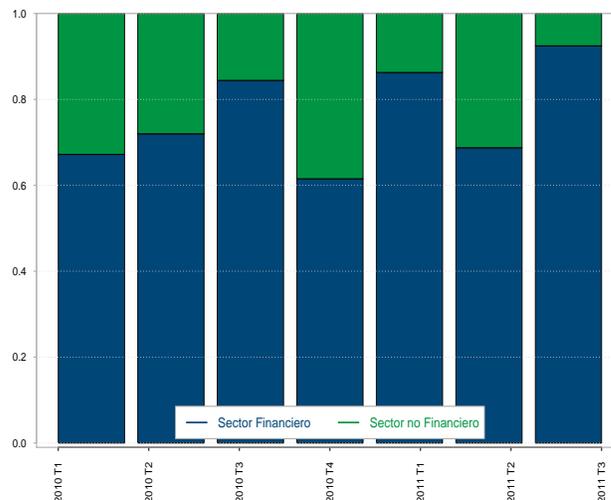


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El incremento en las colocaciones se explica en gran parte por el incremento en las colocaciones del sector financiero, las cuales crecieron un 23% respecto al 2T11⁹⁰ (Gráfico 56). Este comportamiento puede asociarse al crecimiento de la cartera bruta, lo que puede indicar que los bancos demandaron mayores recursos para cubrir la oferta y demanda de créditos. A su vez, dado lo anterior, se puede asociar la disminución de las colocaciones del sector real a mejores oportunidades de acceso al crédito por parte del sistema bancario,

⁹⁰Cabe resaltar que todas las colocaciones con excepción de una de la Titularizadora Colombiana fueron del sector financiero.

Gráfico 56: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

en lo referente a tasas de interés.

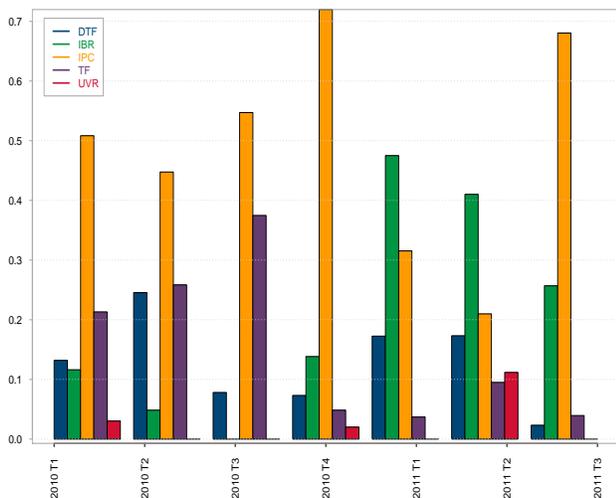
Las emisiones con mayor monto colocado en el trimestre fueron las de Bancolombia (\$800 mm), Davivienda (\$500 mm) y las de Banco Popular (\$400 mm). Cabe destacar que éstas tres colocaciones superaron en \$577 mm a las colocaciones con mayor monto del trimestre anterior.

Adicionalmente, la proporción de colocaciones atadas al IPC aumentaron considerablemente (47%) pasando de 20,9% en el 2T11 a 68% del total de las colocaciones, mientras que las colocaciones atadas a las demás tasas de referencia disminuyeron⁹¹. El 68% de las colocaciones estuvieron indexadas al IPC, el 25,69% al IBR, el 3,9% a una tasa fija y el 2,3% a la DTF (Gráfico 57).

En línea con lo anterior, los plazos de colocación aumentaron (Gráfico 58). El plazo que predominó fue el de 10 a 20 años (30,17%), seguido por el plazo de 2 a 5 años (24,51%) y el plazo de 5 a 10 años (24,17%).

⁹¹Las colocaciones atadas a la DTF, IBR, tasa fija y UVR disminuyeron 14%, 15,3%, 5,5% y 11,17%, respectivamente.

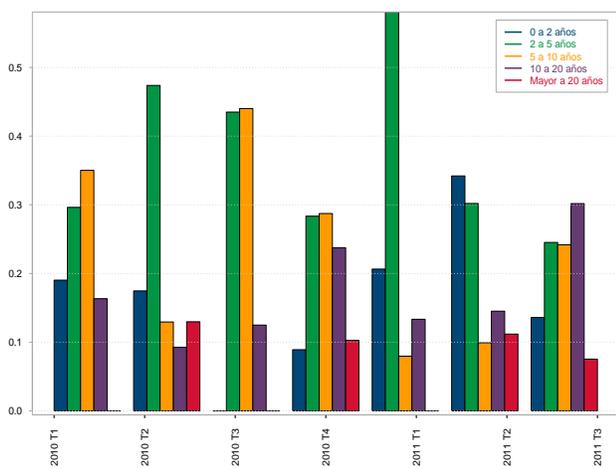
Gráfico 57: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cabe resaltar que el trimestre anterior el plazo que predominó fue el de 0 a 2 años con un 34,2% del total de las colocaciones.

Gráfico 58: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



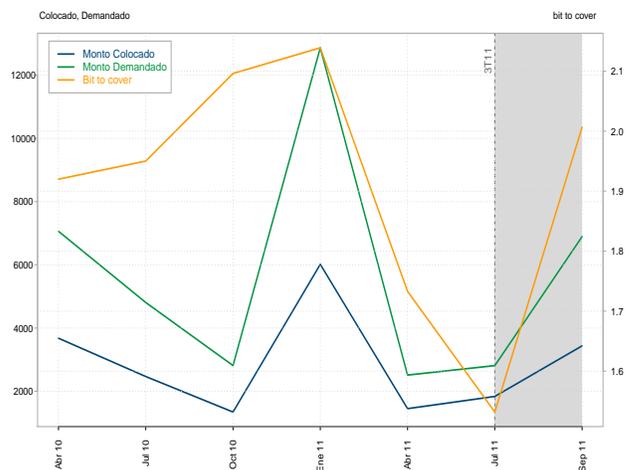
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El incremento de las colocaciones atadas al IPC y el incremento en el plazo pueden indicar mayor credibili-

dad de los bancos en la política monetaria de mediano y largo plazo, al igual que una mayor incertidumbre por parte de estos agentes en el panorama económico que se pueda presentar en el corto plazo.

Por otra parte, la diferencia entre el monto demandado y el monto ofrecido en las subastas aumentó frente al segundo trimestre del año (+47 puntos) mostrando una mejor dinámica de las colocaciones. En el segundo trimestre el monto demandado ascendió a \$6.892 mm que equivalen a 2 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$2.811 mm, 1,53 veces) (Gráfico 59).

Gráfico 59: Monto Colocado VS Monto Demandado



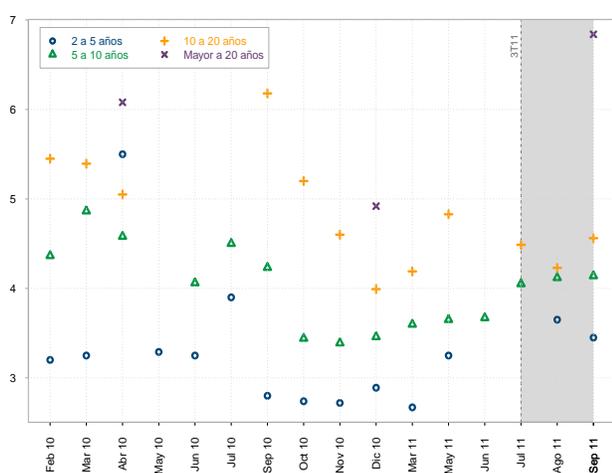
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Las emisiones con mayor demanda fueron las de bonos ordinarios de Davivienda indexadas al IBR con una demanda de 4,54 veces el monto colocado (a 27 meses con tasa de corte IBR 1,68 % N.M.V y monto colocado de \$90 mm), seguida de la emisión de bonos ordinarios de Bancolombia con una demanda de 4,06 veces el monto colocado (a 15 años con tasa de corte IPC 4,6% E.A y monto colocado de 248 mm) y la de Helm Bank con una demanda 3,58 veces el monto colocado (a 7 años con tasa de corte TF 4,58 % E.A y monto colocado de 48 mm).

Por último, en el Gráfico 60 se muestra la tasa o mar-

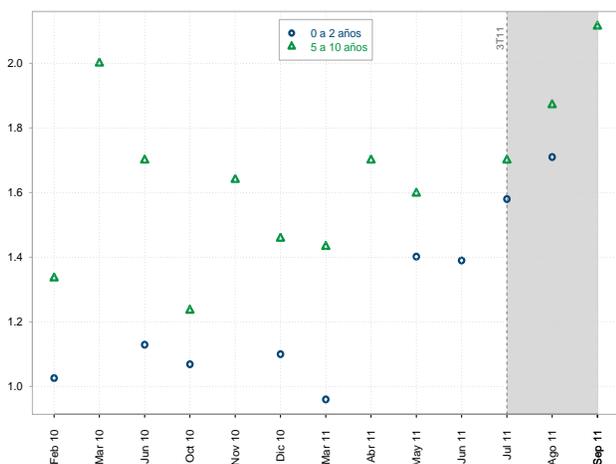
gen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda privada. Durante el tercer trimestre, el margen sobre la inflación de las colocaciones de deuda privada aumentó levemente para todos los plazos. En cuanto al margen sobre el IBR (Gráfico 61), el incremento fue mayor, debido en parte al incremento en la tasa de política monetaria.

Gráfico 60: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 61: Tasa de Colocación - Margen sobre el IBR



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

Durante el tercer trimestre de 2011, los índices accionarios tanto de países desarrollados como emergentes presentaron importantes caídas ante la incertidumbre sobre el contexto internacional.

En Estados Unidos, a pesar de la publicación de resultados corporativos positivos al inicio del trimestre, los índices accionarios finalizaron el período analizado con desvalorizaciones significativas frente a los niveles observados a finales de junio. El Dow Jones retrocedió 12% y el S&P500 retrocedió 14,3%. Este retroceso fue motivado por diversos factores como el lento crecimiento de la economía estadounidense, la incertidumbre sobre la situación fiscal de Grecia y otros países europeos, y la reducción de la calificación de deuda estadounidense por parte de S&P de AAA a AA+. Se debe resaltar que estos índices presentaron una desvalorización importante debido a la reducción de la calificación de deuda soberana de EE.UU. el 5 de agosto⁹².

En Europa, ante las preocupaciones sobre la situación fiscal en algunos países y el posible contagio a otras economías de la zona, el Eurostoxx 50 cayó 23,4%. Vale la pena resaltar las caídas de las bolsas de Francia y Alemania, las principales economías de la región. En Francia, el CAC-40 se desvalorizó 25% debido a la desaceleración de su economía⁹³ y a los temores sobre la exposición de sus principales bancos a la deuda de algunos países con problemas fiscales. En línea con lo anterior, la alta exposición a la deuda de Grecia motivó la reducción de la calificación por parte de Moody's a dos de los principales bancos franceses a pesar de que inicialmente se especuló que estas reducciones de calificación podrían afectar a un mayor número de bancos.⁹⁴. De igual forma, en Alemania, el

⁹²Entre el 1 y el 8 de agosto, el S&P500 se desvalorizó 13% y el Dow Jones 10,9%

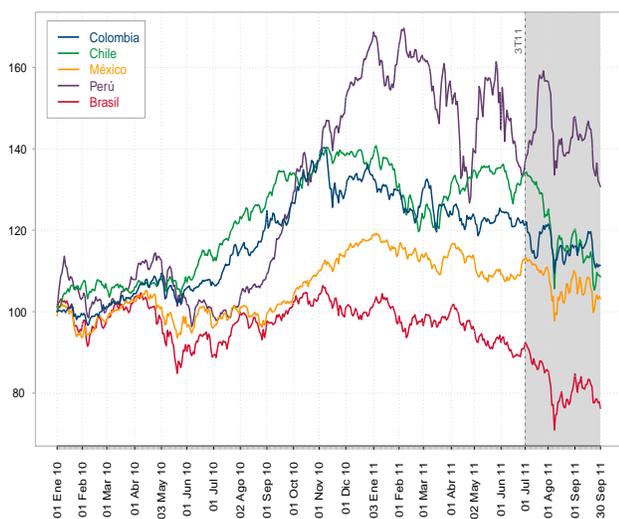
⁹³Se conoció que durante el 2T11, Francia no creció con respecto al 1T11, menor al 0.3% esperado por el mercado

⁹⁴Moody's rebajó la calificación de Société Générale de Aa2 a Aa3 y de Crédit Agricole de Aa1 a Aa2

lento crecimiento económico⁹⁵, así como la alta exposición de los bancos alemanes a países con problemas fiscales, ocasionaron que el DAX cayera 25,4%.

En América Latina, pese a los sólidos fundamentales de las economías de la región, todos los índices presentaron importantes reducciones durante el trimestre (*Gráfico 62*). Este comportamiento estuvo afectado por el contexto de incertidumbre internacional, las reducciones en los precios de las materias primas y otros factores particulares de cada mercado. Durante el periodo analizado, el índice con menor retroceso fue el IGBVL de Perú (2,9%), este comportamiento estuvo influenciado por una menor incertidumbre política debido a acontecimientos que incrementaron la confianza del mercado, como la ratificación por parte del presidente Humala al director del Banco Central de Perú. Además se debe tener en cuenta que el IGBVL tuvo el peor desempeño en la región durante el trimestre anterior (-14%).

Gráfico 62: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de diciembre de 2009

Los índices con mayores desvalorizaciones fueron el IPSA de Chile (18,9%) y el IBOV de Bra-

⁹⁵Se conoció que durante el 2T11, Alemania creció 0.1% con respecto al 1T11, menor al 0.5% esperado por el mercado

sil (16,1%). También retrocedieron el MEXBOL de México (8,35%) y el IGBC de Colombia (8,1%). En lo corrido del año, el IGBVL de Perú y el IPSA de Chile fueron los índices con mayores caídas (21%). Finalmente, es importante resaltar que, en general, las caídas de las bolsas de la región fueron menores a las caídas observadas en EE.UU., Asia y Europa. En Latinoamérica, la bolsa de México, seguida por la bolsa de Colombia fueron las bolsas que presentaron las menores caídas durante el año (12% y 16%, respectivamente).

Las bolsas asiáticas también presentaron importantes retrocesos. Por un lado, en Japón después de la leve valorización del trimestre anterior, y a pesar de un crecimiento mayor al esperado en el 2T11, el índice Nikkei registró una desvalorización de 11,3%. Por otra parte, el índice Hang Seng de Hong Kong y el Shanghai Composite cayeron 21,4% y 14,5% respectivamente. El retroceso de este último índice puede estar asociado a la continuación de las medidas contraccionistas del Gobierno chino ante las presiones inflacionarias y una posible desaceleración del crecimiento de este país.

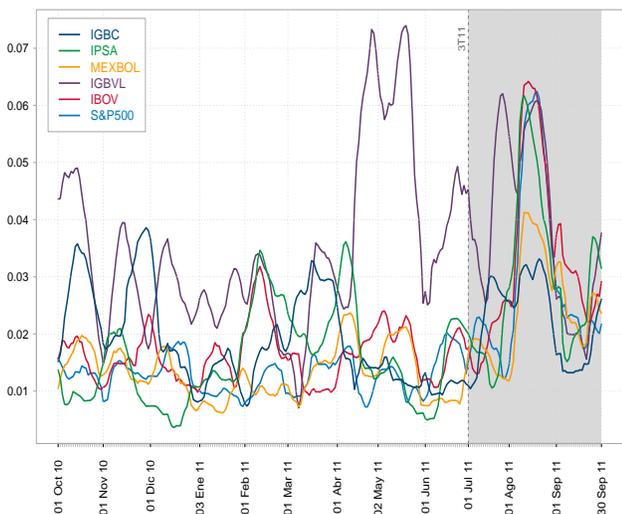
Por otra parte, en el *Gráfico 63* se puede observar que los coeficientes de variación⁹⁶ de los índices bursátiles de la región fueron mayores a los registrados el trimestre anterior. Nuevamente el coeficiente de variación del IGBVL de Perú fue el más alto durante el trimestre, seguido por el del IBOV de Brasil y el del IPSA de Chile. También se destaca que el IGBC de Colombia fue el índice con menor coeficiente de variación durante el periodo analizado.

En materia de volatilidad condicional, durante el trimestre todas las volatilidades de la región aumentaron significativamente. El IGBC de Colombia fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional⁹⁷ de la región durante más del 50% de los días del periodo analizado (*Gráfico 64*). Por su parte, el Merval de Argentina tuvo la mayor volatilidad condicional du-

⁹⁶El coeficiente de variación es calculado como la desviación estándar de una ventana móvil de orden 20 dividida por el promedio móvil de orden 2.

⁹⁷Medida a través de modelos GARCH(1,1).

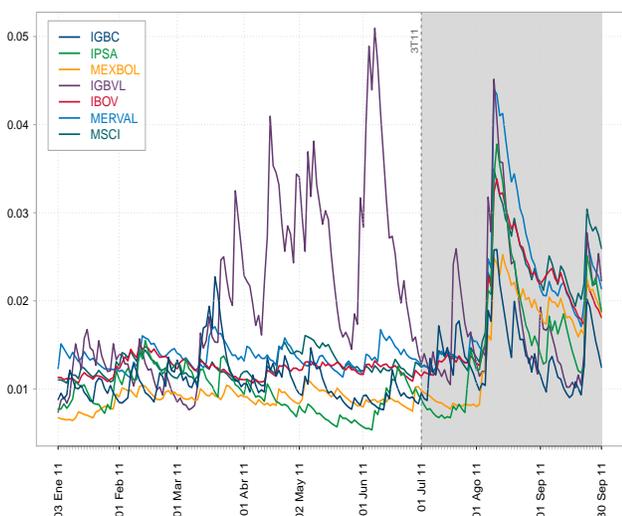
Gráfico 63: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



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

rante la mayor cantidad de días seguido por el IGBVL de Perú.

Gráfico 64: Volatilidad Condicional Índices Accionarios

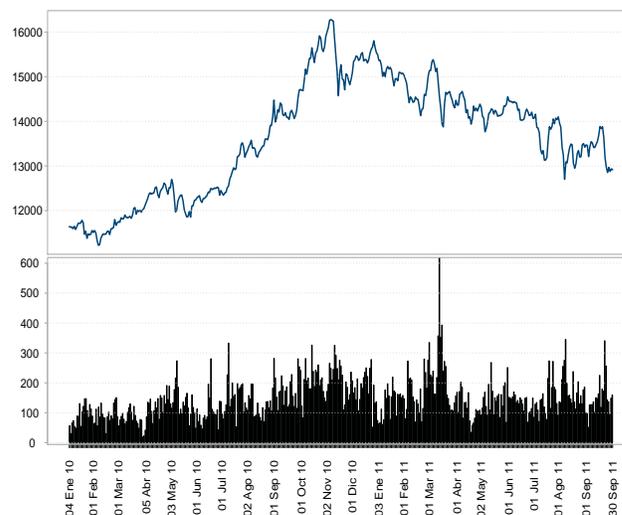


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mer-

cado accionario aumentó frente al trimestre anterior. Durante julio, se negociaron diariamente en promedio \$149 mm mientras que en agosto y septiembre este promedio aumentó a \$163 mm (Gráfico 65).

Gráfico 65: IGBC y Volumen Transado Diario

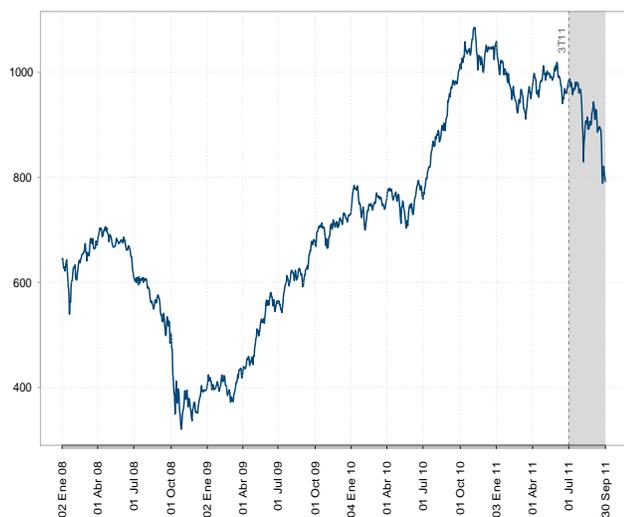


Fuente: Bloomberg.

Desde el inicio de las operaciones del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), los inversionistas colombianos han comprado acciones de Chile y Perú por \$1.697 millones netos de los cuales \$293 millones netos, corresponden al periodo analizado; a su vez, los inversionistas chilenos y peruanos han comprado acciones colombianas por un monto de \$147 millones de los cuales \$28 millones netos corresponden al periodo analizado. Adicionalmente, para permitir un mejor seguimiento de este mercado, entró en funcionamiento el índice S&P Mila 40 el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas que se negocian en este mercado (Gráfico 66). Durante el trimestre, este índice cayó 19% y está explicado en parte por la alta participación del sector de *commodities* (cerca del 25%) lo cual generó una alta exposición al contexto internacional.

A pesar de los resultados corporativos positivos conocidos durante el periodo analizado y de los buenos fundamentales de la economía colombiana, los índices de

Gráfico 66: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

la bolsa colombiana retrocedieron durante el trimestre. El IGBC, el COLCAP y el COL20 se desvalorizaron 8,1%, 6,8% y 10,3%, respectivamente. Sin embargo, se debe resaltar que la bolsa colombiana tuvo períodos de desacoplamiento de las bolsas internacionales por lo que su caída fue la segunda menor en la región. Esto en parte se debe a la participación de los fondos de pensiones y los inversionistas extranjeros los cuales fueron compradores netos durante el 3T11 y en lo corrido del año. Se debe resaltar que la participación de los extranjeros en las compras netas, aumentó especialmente en el mes de septiembre. Por su parte, los particulares y el sector real fueron vendedores netos durante el periodo analizado y en general durante el año⁹⁸.

Se debe resaltar que el sector de *commodities* presentó un comportamiento bastante volátil lo cual fue motivado por el entorno internacional. Este sector presentó en general importantes desvalorizaciones ya que se vio afectado por la caída del precio de los productos básicos, en especial del petróleo. Adicionalmente,

⁹⁸Esta información se presenta a partir de información de la Bolsa de Valores de Colombia.

la entrada de Petrominerales a la bolsa⁹⁹ también pudo haber generado presiones a la baja por una mayor oferta de este tipo de acciones.

El comportamiento de la bolsa colombiana en el 3T11 se puede dividir en dos periodos. El primer periodo¹⁰⁰ comprende el mes de julio, que se caracterizó por un desacoplamiento del contexto internacional ante una temporada de resultados corporativos positivos y los anuncios de emisiones, especialmente de Ecopetrol, que resultaron menores a los que se esperaba inicialmente. En el segundo periodo, durante los meses de agosto y septiembre, el comportamiento de la bolsa estuvo determinado principalmente por el entorno internacional.

En cuanto a las emisiones, en general se presentaron demandas mayores a los montos emitidos a excepción de Ecopetrol, el cual anunció la emisión de \$2,5 billones (considerablemente menor al tope máximo aprobado) y presentó una demanda de \$2,4 billones.¹⁰¹ Adicionalmente, el grupo Sura anunció la emisión de US\$2.100 millones en acciones preferenciales de los cuales US\$1.400 millones serían emitidas en el mercado colombiano. Por su parte, en el mes de septiembre, la Empresa de Energía de Bogotá anunció emisiones por \$700 mm.

Finalmente, con datos de PIB a cierre de 2010 y datos de capitalización bursátil a junio de 2011, se compararon los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB.

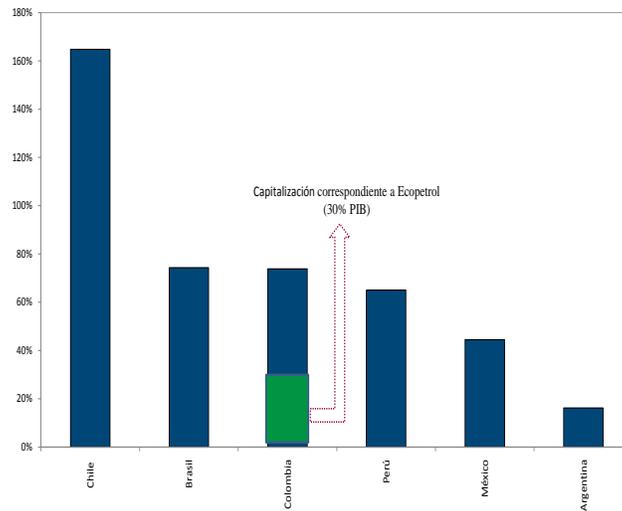
⁹⁹Desde el 3 de agosto se iniciaron las negociaciones en la BVC de las acciones de esta petrolera canadiense.

¹⁰⁰Por ejemplo, la correlación del IGBC con el S&P500 durante el primer periodo es de 0.33 comparado con la correlación de 0.83 que se observa durante el segundo periodo.

¹⁰¹Por su parte, el grupo Nutresa aprobó la emisión de \$522mm y presentó una demanda de \$9,2 billones. Almacenes Éxito emitió acciones por \$2,5 billones y presentó una demanda cercana a \$4,3 billones. Davivienda presentó emisiones de acciones preferenciales por \$420 mm y presentó una demanda aproximadamente de \$5,4 billones.

En el *Gráfico 67* se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 165% de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; después le siguen las bolsas de Brasil (74,3%) y Colombia (73,8%) En el mismo año, los indicadores de Perú, México y Argentina se ubicaron en 65%, 44,5% y 16,8%, respectivamente.

Gráfico 67: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional.