



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre
2011

Banco de la República

Mayo 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

Lina Vanessa Patiño

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

María de los Angeles Perrián

Juan Camilo Serrano

Contenido

INTRODUCCIÓN.....	3
RESUMEN EJECUTIVO	3
1. ENTORNO INTERNACIONAL.....	6
2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL.....	8
3. MERCADO CAMBIARIO.....	10
3.1. Mercado Cambiario Colombiano.....	12
4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA.....	15
4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia.....	15
4.2. Mercado de Deuda Pública.....	18
4.2.1 Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región.....	18
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia.....	20
4.3 Contratos de Futuros de TES.....	24
4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región.....	25
4.5 Deuda Pública Externa de Colombia.....	27
5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA.....	28
6. MERCADO ACCIONARIO.....	30

INTRODUCCIÓN

Este reporte hace una descripción del comportamiento de los mercados financieros colombianos, y realiza comparaciones internacionales. El análisis se centra en el periodo comprendido entre enero y marzo de 2011, meses en los que pese al desastre natural en Japón, y a los recortes en las calificaciones de deuda de algunos países europeos con problemas fiscales, varias medidas de percepción de riesgo internacional disminuyeron. En ese período se presentaron señales de recuperación económica de algunos países, y hubo continuidad de los estímulos monetarios de países desarrollados mediante tasas de política en mínimos históricos y compras de activos, como en el caso de la Reserva Federal y el Banco Central de Japón. La recuperación económica trajo como consecuencia mejoras en pronósticos de crecimiento para 2011 y algunas preocupaciones sobre presiones inflacionarias que generaron controversias acerca de la duración de los programas de estímulo monetario. La menor percepción de riesgo y la continuidad de la expansión monetaria por parte de la Reserva Federal, ayudan a explicar el debilitamiento generalizado del dólar estadounidense y los avances de los índices accionarios de los países desarrollados.

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

RESUMEN EJECUTIVO

MERCADO CAMBIARIO

En el primer trimestre de 2011 el dólar estadounidense se debilitó frente a monedas tanto de países desarrollados como emergentes. Las monedas que más se revaluaron frente al dólar fueron la corona checa, el rublo ruso y el euro.

Las tasas de cambio de Latinoamérica también se fortalecieron frente al dólar. La revaluación del peso colombiano en el periodo se puede explicar principalmente por factores internos como la reversión de una devaluación significativa por un evento específico ocurrido a finales de 2010, la mejora de calificación a grado de inversión y los resultados económicos mejores a los esperados.

MERCADO MONETARIO

Durante el período analizado, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de referencia en mínimos históricos, al tiempo que algunos bancos centrales continuaron otorgando estímulos monetarios. En primer lugar, la Reserva Federal continuó realizando compras de bonos del Tesoro y reiteró que este programa se llevaría a cabo hasta junio de 2011. En segundo lugar, el Banco Central de Japón anunció un incremento en el programa de compras de títulos en JPY\$5,0 trillones. Por otra parte, varios países redujeron los estímulos monetarios de sus economías.

En Latinoamérica, la única autoridad monetaria que mantuvo inalterada la tasa de referencia en el período analizado fue el Banco Central de México. Por su parte, los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú, incrementaron sus tasas de política monetaria, ante la evolución favorable de sus economías y los riesgos inflacionarios causados por el incremento de los precios internacionales de las materias primas y de la energía. En Perú, además del incremento de la tasa de política monetaria, se amplió la base de aplicación del encaje bancario.

En Colombia, el Banco de la República aumentó la tasa de referencia 50 p.b., y su posición acreedora con el sistema financiero aumentó.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EXTERNA

Los títulos de deuda interna de los países de Latinoamérica, registraron desvalorizaciones, pese a la disminución en indicadores de aversión al riesgo como los EMBI y los *Credit Default Swaps* (CDS). En el caso de Colombia, la desvalorización de los TES denominados en pesos se presentó en enero y febrero, y obedeció principalmente al aumento que presentaron las expectativas de inflación a comienzos de año, ante el efecto que la ola invernal tendría en los precios de los alimentos, y la publicación del dato de inflación del mes de diciembre (publicado en enero) que resultó superior al esperado por el mercado. En el mes de marzo los títulos presentaron valorizaciones, pero no alcanzaron a compensar las desvalorizaciones de los dos meses anteriores. Las valorizaciones estuvieron relacionadas con el ajuste a la baja en las expectativas de inflación después de la publicación del dato de febrero que resultó inferior al esperado, anuncios favorables en materia fiscal como el recaudo de impuestos superior al estimado y el aumento en la calificación de la deuda de Colombia a grado de inversión.

Los bonos del Tesoro de los EE.UU. se desvalorizaron ante mayores expectativas de inflación en ese país debido a la inyección de liquidez del *Quantitative Easing 2* (QE2) y el incremento de los precios internacionales de las materias primas y la energía. Adicionalmente, estos activos estuvieron afectados por la menor aversión al riesgo, mencionada anteriormente, y las mejores perspectivas de la economía mundial.

Los bonos de la deuda externa en dólares de los países de la región se desvalorizaron, con excepción de los de Colombia. Éstos últimos presentaron un comportamiento positivo debido a las

expectativas y posterior aumento en la calificación de la deuda externa en dólares por parte de *Standard and Poor's* (S&P).

MERCADO ACCIONARIO

Durante el primer trimestre de 2011, los índices accionarios de los países desarrollados (con excepción de Japón) presentaron avances. En EE.UU los avances estuvieron motivados por datos económicos favorables y los buenos resultados corporativos del 4T10. En Europa, los principales índices se valorizaron debido a la recuperación en las cifras de las economías núcleo de la Zona Euro, especialmente de Alemania que continuó mostrando buenos datos económicos. Por su parte, en América Latina, a pesar de los buenos datos económicos y al aumento en los precios de las materias primas, los índices mostraron retrocesos durante el trimestre. Este comportamiento estuvo asociado a las medidas de algunos bancos centrales para desincentivar la entrada de capitales extranjeros y para frenar el crecimiento del crédito en sus economías, y a factores específicos de cada país.

1. ENTORNO INTERNACIONAL

En el primer trimestre de 2011 la aversión al riesgo internacional disminuyó levemente¹ (*Gráfico 1*) y los índices accionarios se valorizaron (*Gráfico 2*) ante las señales de recuperación económica de las principales economías. Vale la pena resaltar que en este periodo los precios de los productos básicos presentaron aumentos significativos, incluyendo el precio del petróleo que aumentó 17%, influenciado por los problemas políticos en los países de oriente medio. Adicionalmente es importante notar que en marzo se presentó un aumento transitorio en la aversión al riesgo, cuando se presentó un desastre natural en Japón y se presentaron temores sobre las consecuencias del mismo.

En primer lugar, el Fondo Monetario internacional aumentó sus proyecciones de crecimiento mundial para 2011 de 4,2% a 4,4%, para las economías avanzadas de 2,2% a 2,5% y para las economías emergentes y en desarrollo de 6,4% a 6,5%².

En Estados Unidos se publicaron datos positivos como los resultados corporativos del 4T10 y de los sectores laboral y manufacturero; y negativos como los indicadores del sector inmobiliario. Los índices de confianza presentaron resultados mixtos.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en la crisis de deuda de algunos países europeos y en sus consecuentes disminuciones en la calificación soberana³. En particular, se conoció que en Portugal el parlamento rechazó el plan de ajuste presentado por el gobierno, por lo que se previó una solicitud de rescate financiero por parte de ese gobierno. Adicionalmente, es importante destacar que los índices de confianza, del mercado laboral y del

Gráfico 1

Aversión al riesgo en Estados Unidos y Europa

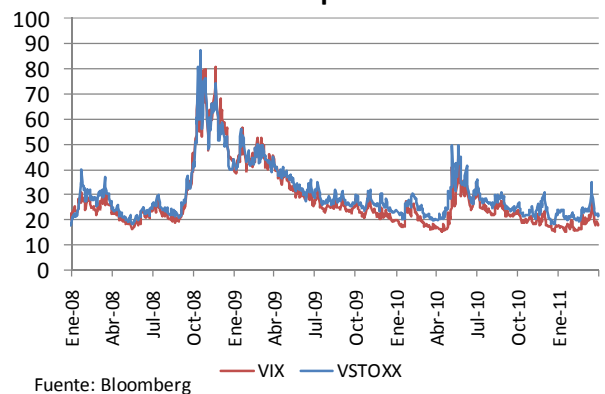


Gráfico 2

Índices Accionarios Base 100: 31 Diciembre 2007

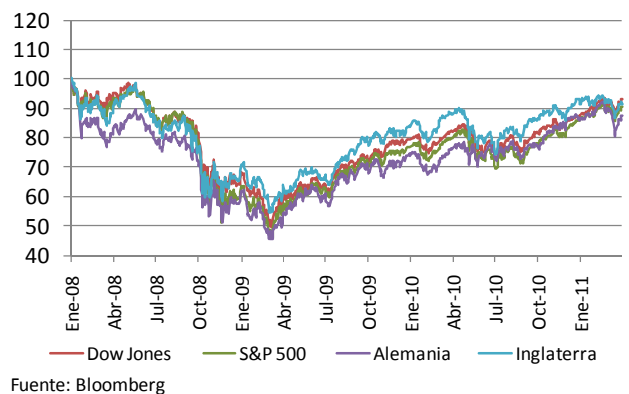
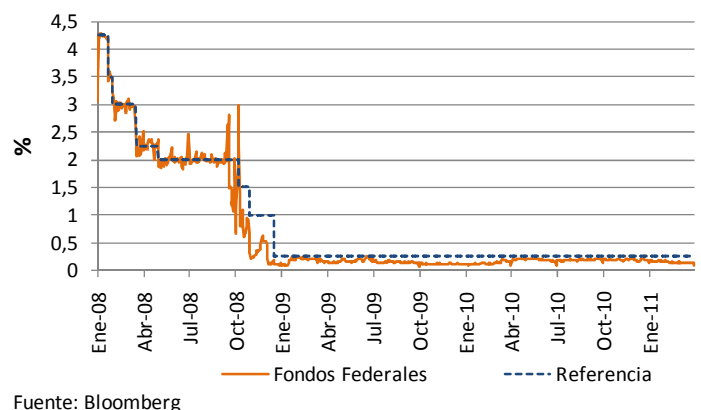


Gráfico 3

Tasa Interbancaria y de Referencia EEUU



¹ En el periodo analizado el VIX pasó de 17,75% a 17,74% y el VSTOXX pasó de 23,92% a 22,08%.

² La anterior estimación se había realizado en octubre de 2010.

³ Fitch Ratings disminuyó la calificación de Irlanda de A+ a A-, Moody's disminuyó la de España de Aa1 a Aa2, la de Portugal de A1 a A3 y la de Grecia de Ba1 a B1 y S&P disminuyó la de Irlanda de A a A-, la de Portugal de A- a BBB- y la de Grecia de BB+ a BB-.

sector manufacturero se recuperaron.

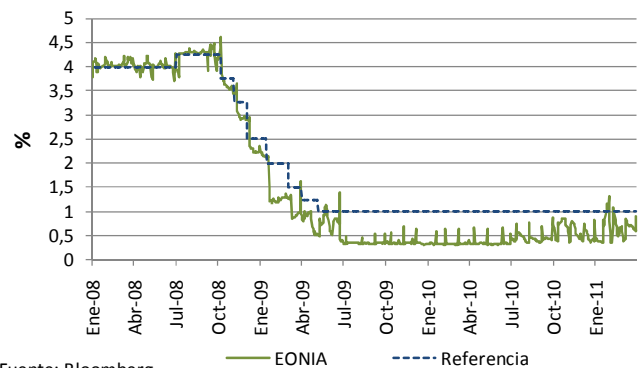
En cuanto a las economías emergentes, en China se conocieron datos positivos como el crecimiento económico del 4T10⁴, a la vez que se continuaron implementando medidas contractivas para contener la inflación⁵. En India se conocieron datos peores a los esperados, incluyendo los de producción industrial y la variación del PIB del 4T10⁶. En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento y producción industrial fueron en general positivos.

En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - *Gráfico 3*) y los Bancos Centrales de la Zona Euro (1%- *Gráfico 4*), Inglaterra (0,5%- *Gráfico 5*) y Japón mantuvieron sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos (*Gráfico 6*). Sin embargo, es importante resaltar que el Banco Central Europeo comenzó a manifestar la preocupación sobre las presiones inflacionarias, y algunos miembros de la Reserva Federal manifestaron que el programa de compra de activos (por US\$600 billones) se debería disminuir ante las señales de recuperación en la economía.

Por su parte, el Banco Central de Japón anunció un incremento en el programa de compras de bonos y otros activos en JPY5 trillones (a JPY10 trillones) con el objetivo de asegurar la estabilidad de los mercados financieros, después del desastre natural presentado en ese país. En línea con las tasas de política monetaria, las tasas interbancarias a un día continuaron en niveles bajos.

Gráfico 4

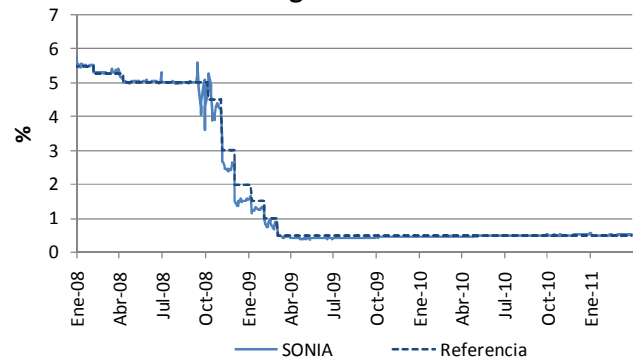
**Tasa Interbancaria y de Referencia
Zona Euro**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 5

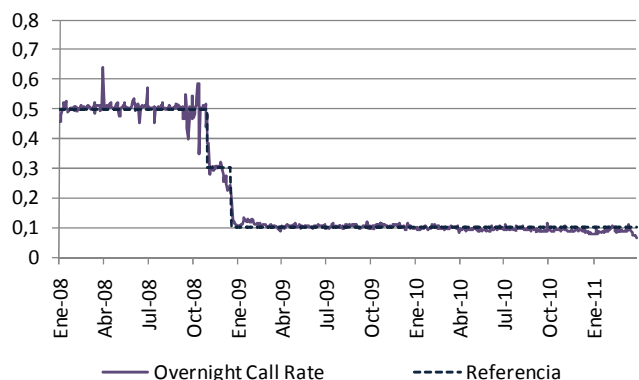
**Tasa interbancaria y de Referencia
Inglaterra**



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6

**Tasa Interbancaria y de Referencia
Japón**



⁴ En el 4T10 la economía creció 9,8% frente al mismo periodo del año anterior, frente a un esperado de 9,4%.

⁵ En el trimestre el Banco Central de China realizó tres incrementos de 50p.b. cada uno en el requerimiento de reservas de los Bancos (aumentó a 20% para los bancos grandes y a 18% para los pequeños) y aumentó su tasa de interés de 5,81% a 6,06%.

⁶ En el 4T10 la economía creció 8,2% frente al mismo periodo del año anterior, frente a un esperado de 8,6%.

Por otro lado, varios países aumentaron por primera vez las tasas de interés desde la crisis internacional mientras que otros continuaron con este proceso que ya habían iniciado en periodos anteriores. Otros países como Nueva Zelanda, Islandia y Turquía disminuyeron sus tasas de referencia (*Cuadro 1*).

2. AVERSIÓN AL RIESGO LOCAL

En el periodo analizado los indicadores de aversión al riesgo a nivel local, incluyendo los de confianza de comerciantes, industriales⁷, administradores financieros y la mayoría márgenes entre las tasas activas y los TES reflejaron una menor aversión al riesgo.

En primer lugar, los índices de confianza de comerciantes e industriales aumentaron en enero a 26,11 y a 9,34 puntos, respectivamente. Por su parte, los datos de confianza del consumidor disminuyeron, aunque presentaron una recuperación en febrero. Es importante notar que los índices de confianza de consumidores, comerciantes e industriales se ubicaron en terreno positivo y por encima de los registrados en los mismos meses del año anterior (*Gráfico 7 y Cuadro 1*).

Cuadro 1

Movimientos de tasas de interés

	Diciembre de 2010	Marzo de 2011	Variación (p.b)
Israel	2.00%	3.00%	100
Brasil	10.75%	11.75%	100
Chile	3.25%	4.00%	75
Perú	3.00%	3.75%	75
Serbia	11.50%	12.25%	75
India	5.25%	5.75%	50
Colombia	3.00%	3.50%	50
Tailandia	2.00%	2.50%	50
Corea del sur	2.50%	3.00%	50
China	5.81%	6.06%	25
Rusia	7.75%	8.00%	25
Indonesia	6.50%	6.75%	25
Filipinas	4.00%	4.25%	25
Suecia	1.25%	1.50%	25
Hungría	5.75%	6.00%	25
Polonia	3.50%	3.75%	25
Islandia	4.50%	4.25%	-25
Turquía	6.50%	6.25%	-25
Nueva Zelanda	3.00%	2.50%	-50

Gráfico 7

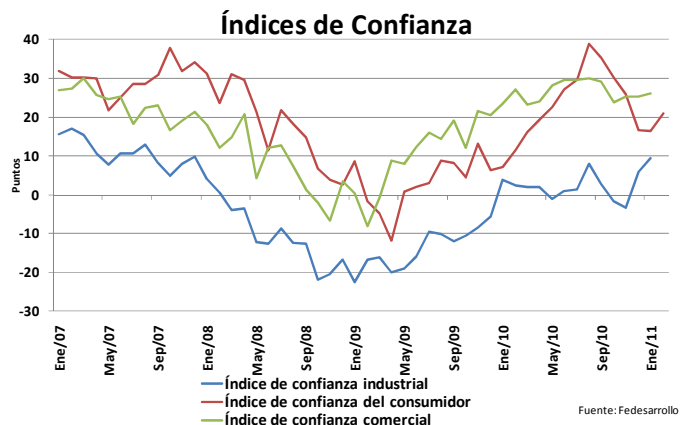
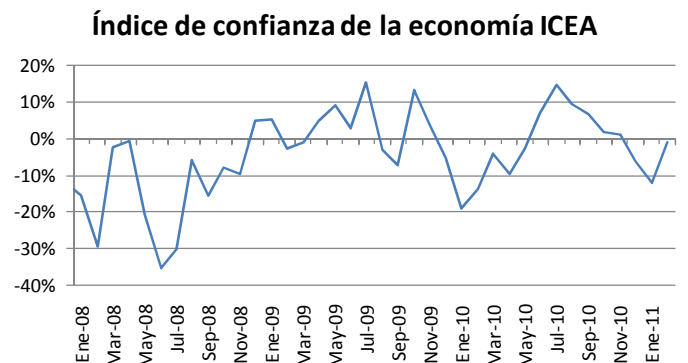


Gráfico 8



⁷ Los 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.

En segundo lugar, el índice de confianza en la economía ICEA⁸ aumentó y se ubicó por encima de su media histórica (Gráfico 8)⁹. Los componentes de expectativas de inflación y spread de deuda soberana tuvieron un comportamiento positivo mientras que el de crecimiento fue estable¹⁰.

Por otro lado, el margen entre las tasas de cartera preferencial y tasa de los TES registró una caída para la mayoría de los plazos. El margen presentó las siguientes variaciones: menos de un año: -48p.b. (en este plazo se concentró el 76% de los desembolsos de esta cartera), entre 1 y 3 años: -24 p.b., entre 3 y 5 años: +52 p.b. y a más de 5 años: -5 p.b. (Gráfico 9). Asimismo, el *spread* crediticio entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días cayó 57 p.b., lo que se explica por un aumento de la tasa de tesorería en 6 p.b. y un aumento en la tasa de los títulos TES a 30 días de 63 p.b. (Gráfico 10).

Gráfico 9

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

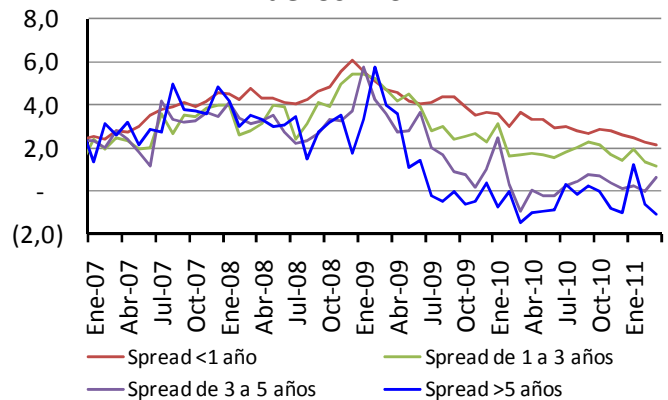
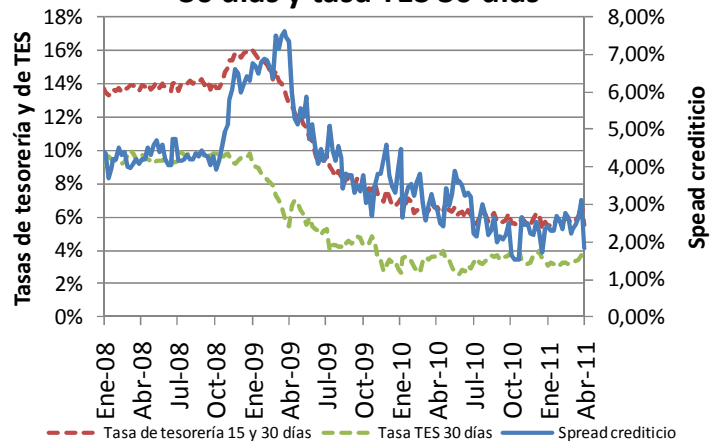


Gráfico 10

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



⁸ Calculado por Fedesarrollo y la BVC a partir de las percepciones y expectativas de los analistas financieros que administran los fondos de inversión más representativos del mercado. El índice está compuesto por las expectativas de los administradores con respecto al desempeño de la economía, la inflación y la evolución del *spread* de deuda soberana durante los próximos seis meses.

⁹ En febrero se ubicó 0,3 desviaciones estándar por encima de la media histórica.

¹⁰ El 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 78% a 64%, -4% a -15% y 56% a 57%, respectivamente.

3. MERCADO CAMBIARIO

Durante el periodo analizado el dólar americano se debilitó frente a sus principales cruces. Las monedas que presentaron mayor revaluación frente al dólar estadounidense fueron la corona checa, el rublo ruso y el euro con 7,7%, 6,9% y 5,5%, respectivamente (*Cuadro 2*). Por su parte, los índices de tasas de cambio de Asia (ADXY¹¹), Latinoamérica (LACI¹²) y el USTW reflejaron revaluación de las monedas de 0,7%, 1,5% y 3,7%, respectivamente (*Cuadro 1* y *Gráfico 11*).

El comportamiento de las monedas de los países emergentes se puede explicar por los mayores flujos de capital hacia estas economías ante la disminución en la aversión al riesgo internacional (*Gráfico 11* y *12*) y el estímulo monetario por parte de los países desarrollados, y por otra parte, por el aumento en los precios de productos básicos, que son fuente de divisas para estos países (*Cuadro 3*). En cuanto a esos últimos, se destacaron los aumentos en los precios del algodón (41%), el café (23%), la plata (22%), el maíz (17%) y el petróleo (17%), entre otros.

Cuadro 2

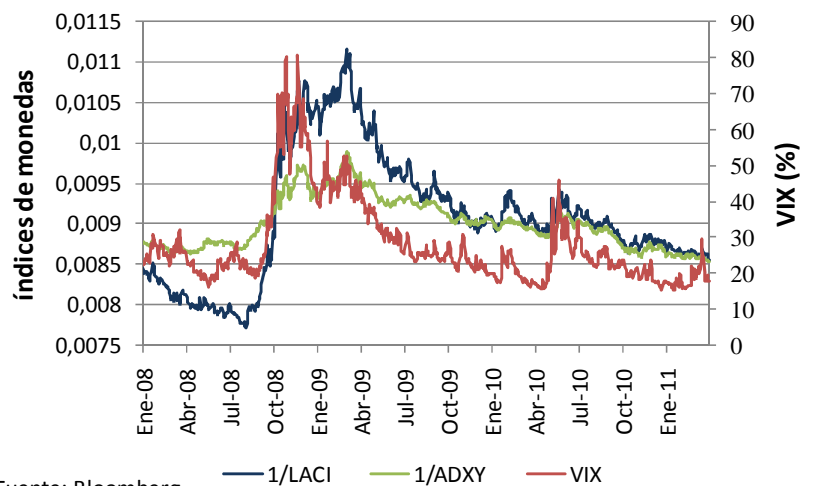
Devaluación de monedas frente al Dólar Americano

	Tasa de Cambio	1T11		Tasa de Cambio	1T11
MONEDAS PRINCIPALES	Zona Euro	-5,5%	ASIA	Korea	-2,6%
	Gran Bretaña	-2,6%		India	-0,3%
	Australia	-0,9%		Hong Kong	0,1%
	Nueva Zelanda	2,5%		China	-0,9%
	Canadá	-2,7%		Malasia	-1,2%
	Dinamarca	-5,4%		Tailandia	0,7%
	Suiza	-1,7%		Indonesia	-3,2%
	Japón	2,5%		índice ADXY	-0,7%
LATINOAMÉRICA	Colombia	-2,2%	OTROS	Islandia	-0,7%
	Brazil	-1,8%		Rusia	-6,9%
	México	-3,5%		Polonia	-4,0%
	Argentina	1,8%		Rep. Checa	-7,3%
	Perú	-0,1%		Israel	-1,3%
	Chile	2,0%		Sur África	2,2%
	índice LACI	-1,5%			

Fuente: Bloomberg

Gráfico 11

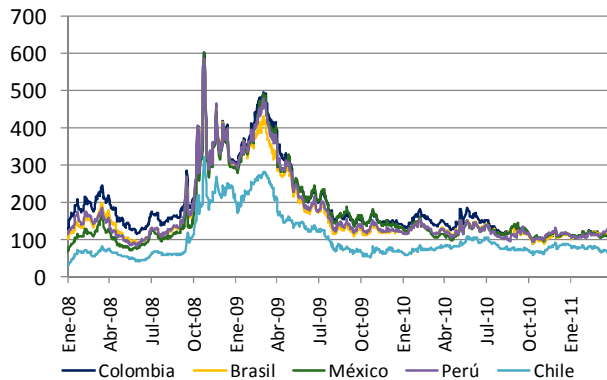
VIX vs. índices de monedas



¹¹Índice 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.

¹²Índice 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
Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg

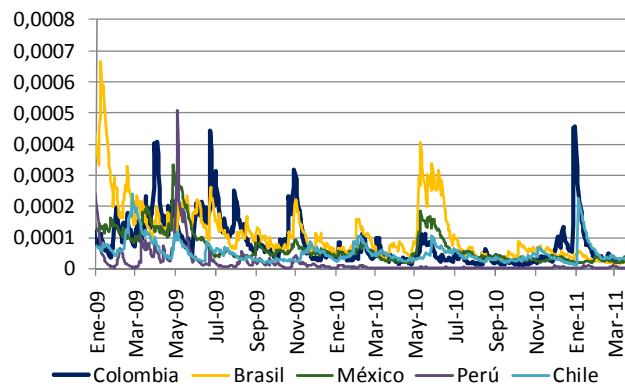
Cuadro 3
Precios de Productos básicos (en dólares)

	31/Dic/10	31/Mar/11	Variación
Algodón	139,8	197,2	41%
Café	101,0	123,8	23%
Plata	30,9	37,7	22%
Maíz	6	7	17%
Pétroleo	91	107	17%
Ganado	106	121	14%
CRB INDEX	332,8	359,4	8%
Carbón	71	75	6%
Aluminio	2461	2600	6%
Café Arabigo	288	301	5%
Niquel	24960,0	26080,0	4%
Soya	13,5	13,9	3%

Fuente: Bloomberg

Con respecto a la volatilidad de las monedas de la región, el peso chileno fue la moneda más volátil, presentando la mayor volatilidad condicional¹³ el 71% de los días del periodo, asociada al anuncio de intervención por parte del Banco Central. Colombia, México, Perú y Brasil presentaron la mayor volatilidad condicional el 16%, 8%, 3% y 2% de los días del periodo, respectivamente (*Gráfico 13*).

Gráfico 13
Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos DODM.

Respecto a la intervención cambiaria de los Bancos Centrales, Chile anunció la compra diaria de US\$50 millones, con el fin de incrementar su nivel de reservas internacionales en US\$12.000 durante el año 2011, el Banco Central de Brasil anunció y realizó operaciones con cumplimiento futuro, adicionales a las transacciones que venía realizando en el mercado spot, y el Banco de la República anunció que extendería su programa de acumulación de reservas internacionales hasta al menos el 17 de junio de 2011¹⁴. De esta manera, durante el periodo analizado todos los países de la región analizados (Colombia, Brasil, México, Perú y Chile) realizaron compras netas de dólares (*Cuadro 4*). Adicionalmente, el Banco Central de Brasil anunció la imposición de un

¹³ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

¹⁴ Anteriormente el programa de compras diarias se extendía hasta al menos el 15 de marzo de 2011.

depósito no remunerado del 60% de las posiciones cortas en dólares, siempre que éstas excedieran USD3.000 millones ó el patrimonio de referencia de la entidad, la que sea menor. Por su parte, el Gobierno brasilero autorizó al Fondo Soberano¹⁵ la realización de operaciones de compra y venta de moneda extranjera, incluyendo contratos de derivados; aumentó de 5,38% a 6% el impuesto a los préstamos adquiridos en el exterior con plazo a menor a 90 días y extendió este impuesto para los préstamos adquiridos con plazos menores a un año. Finalmente, la Superintendencia de Banca y Seguros de Perú (SBS) incorporó un límite al valor absoluto de la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera, estableciendo que este valor no puede ser mayor al 40% del patrimonio efectivo de las empresas ó 400 millones de nuevos soles.

Cuadro 4

Intervención Cambiaria (+compras - ventas)

	Total 2009	Total 2010	Enero	Febrero	Marzo	1T11
Colombia	171	3,060	400	400	440	1,240
Perú	108	8,967	0	497	0	497
Chile	-575	0	950	1,000	1,150	3,100
Brasil*	36,526	41,952	7,992	9,038	8,825	25,854
México**	-16,246	4,466	699	315	600	1,614

Cifras en US\$ millones

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

*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\$4,108 mill

3.1. Mercado Cambiario Colombiano

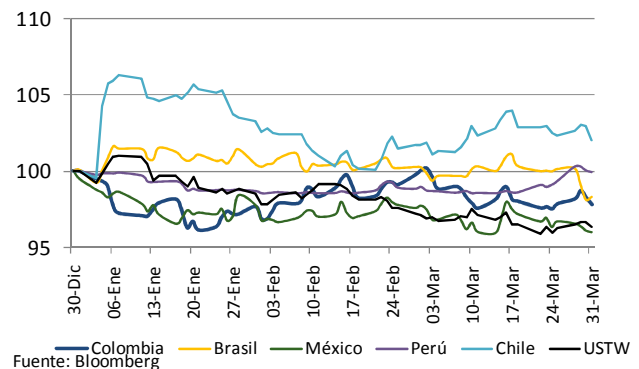
Durante el primer trimestre de 2011 el tipo de cambio pasó de \$1.913 a \$1.871 por dólar¹⁶. La revaluación del peso colombiano ascendió a 2,2%, resultando inferior a la presentada por la moneda de México (3,5%) y superior a la registrada por las monedas de Brasil (1,8%) y Perú (0,1%), y presentando un comportamiento contrario al de la moneda de Chile, que se devaluó 2% (Gráfico 14 y Cuadro 5).

En el Gráfico 15, que ilustra el índice LACI y la tasa de cambio según el promedio de SET FX, se observa que en el trimestre analizado tanto las monedas de la región como el peso colombiano se revaluaron. Vale la pena tener en cuenta que durante los primeros días del año la revaluación del peso fue mayor a la reflejada por el índice de tasas de cambio de Latinoamérica.

Gráfico 14

Tasas de Cambio LATAM

Base 100: 30 Dic 2010



Cuadro 5

País	Devaluación 1T11
México	-3,5%
Chile	2,0%
Brasil	-1,8%
Colombia	-2,2%
Perú	-0,1%

Fuente: Set FX y Bloomberg

¹⁵ El fondo fue constituido por el gobierno en diciembre de 2008, con el objetivo de defender el país de futuras crisis financieras y ayudar a las empresas a incrementar el comercio y su expansión en el exterior.

¹⁶ Cifras de tasa de cambio correspondientes a promedio de SET FX.

El comportamiento del peso colombiano en el periodo analizado se puede dividir en tres periodos: (i) durante los primeros días del año el peso presentó una tendencia revaloracionista como resultado de la corrección de la devaluación pronunciada ante un evento puntual de fin del año 2010, la publicación de datos económicos mejores a los esperados por el mercado, la visita de S&P para iniciar la revisión de la calificación soberana y la recuperación de la liquidez en el mercado. En el contexto internacional se presentó

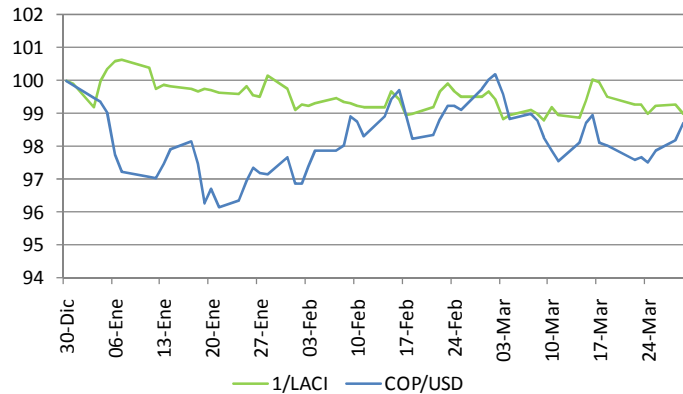
una menor aversión al riesgo y un aumento en los precios de los productos básicos de exportación; (ii) desde finales de enero y durante febrero el peso retomó la tendencia de devaluación observada desde el inicio de la intervención del BR en el mercado cambiario (septiembre 15), soportada por la demanda puntual de una entidad para realizar la compra de unas acciones en dólares y el aumento en la aversión al riesgo por los conflictos políticos de algunos países de oriente medio; y (iii) en marzo el peso se revaluó ante factores locales como la oferta de dólares por parte de los sectores público y real, el aumento de la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia por parte de S&P y la publicación del dato de crecimiento económico de 2010¹⁷, y externos como la reducción en la aversión al riesgo internacional por datos favorables de crecimiento económico, empleo y vivienda en EE.UU.

En cuanto a la balanza cambiaria¹⁸, las cifras muestran que en el primer trimestre de 2011 el ingreso neto de divisas por la cuenta de capital superó en US\$1.395 millones al egreso generado por el déficit en la cuenta corriente. Los reintegros netos de capital privado fueron superiores en US\$2.054 millones, a los observados en el mismo periodo del año anterior, destacándose como principal fuente de divisas los reintegros por inversión extranjera directa que ascendieron a US\$3.231 millones¹⁹. Adicionalmente, los datos reflejan un incremento significativo en el endeudamiento externo de residentes, que se refleja en un aumento en el rubro de desembolsos, que pasó de US\$1.140 millones a US\$2.004 millones entre el 1T10 y el 1T11. Finalmente, la inversión extranjera de portafolio neta presentó reintegros por US\$179 millones en los primeros tres meses de 2011, que contrasta con las salidas por US\$289 millones del año anterior.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado²⁰ de los Intermediarios del Mercado Cambiario aumentó US\$118 millones (*Gráfico 16*). El promedio de la PPC durante este

Gráfico 15

COP/USD vs. LACI
Base 100: 30 Dic 2010



¹⁷ El crecimiento económico de 2010 fue de 4,3% frente a un esperado de 4,1%.

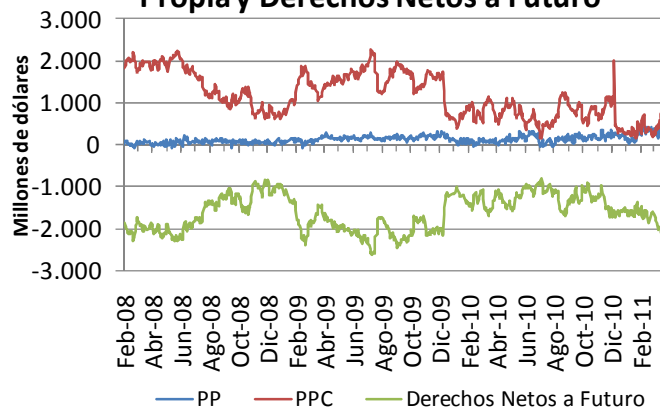
¹⁸ La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm

¹⁹ De este rubro, un 86% corresponde a petróleo y minería.

²⁰ La 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

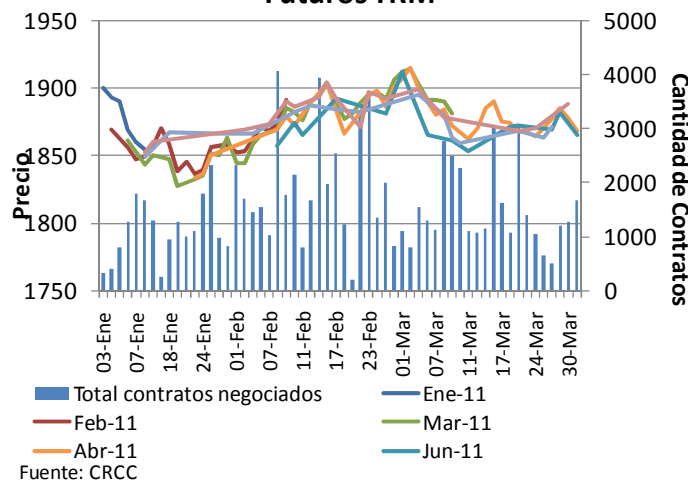
trimestre se ubicó en US\$385 millones, resultando inferior al promedio observado en el año 2010 que ascendió a US\$743 millones.

Gráfico 16
Posición Propia de Contado, Posición Propia y Derechos Netos a Futuro



En cuanto a los futuros de TRM²¹, durante el primer trimestre de 2011 se negociaron un total de 90.959 contratos, superando el número negociado durante el trimestre anterior (61.956 contratos) y totalizando un monto de US\$4548 millones. Al 31 de marzo de 2011 la posición abierta ascendía a 1665 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en abril de 2011. El *Gráfico 17* muestra que los precios de los contratos forward presentaron un comportamiento similar al de la tasa de cambio, presentando una tendencia a la baja en los primeros días del año, al alza en febrero y a la baja en marzo. En cuanto a los mini futuros de TRM, se negociaron un total de 48.507 contratos, superando el número negociado en el trimestre anterior (25.785 contratos) y totalizando US\$242.5 millones.

Gráfico 17
Futuros TRM



²¹ Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

4. MERCADO MONETARIO Y RENTA FIJA

4.1. Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

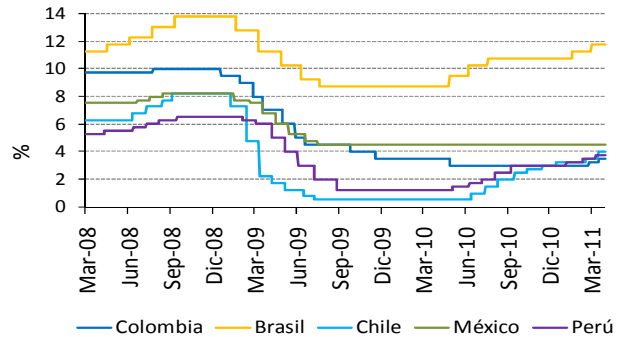
Durante el primer trimestre de 2011, con excepción de México, los bancos centrales de la región aumentaron sus tasas de política monetaria, ante los riesgos inflacionarios ocasionados por la evolución favorable de sus economías y el aumento en el precio de las materias primas (principalmente alimentos) y la energía.

El banco central de Brasil aumentó la tasa de referencia en 100 p.b. dejándola en 11,75%, mientras que los bancos centrales de Chile y Perú realizaron incrementos de 75 p.b, ubicando sus tasas en 4,0% y 3,75%, respectivamente. Adicionalmente, el banco central de Perú anunció algunas medidas que buscaban incrementar la efectividad del encaje como instrumento de política monetaria. Aunque redujo la tasa de encaje de los bancos de 75% a 60%, amplió su ámbito de aplicación al incluir las obligaciones de las sucursales en el exterior de los bancos locales.

En cuanto al Banco de la República, éste aumentó la tasa de referencia 25 p.b. dos veces consecutivas en febrero y marzo pasándola de 3,0% a 3,50%, mencionando en sus comunicados que consideraba prudente comenzar a reducir el estímulo monetario de una manera gradual. (Gráficos 18 y 19 y Cuadros 6 y 7).

Gráfico 18

Tasas de referencia países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg

Cuadro 6

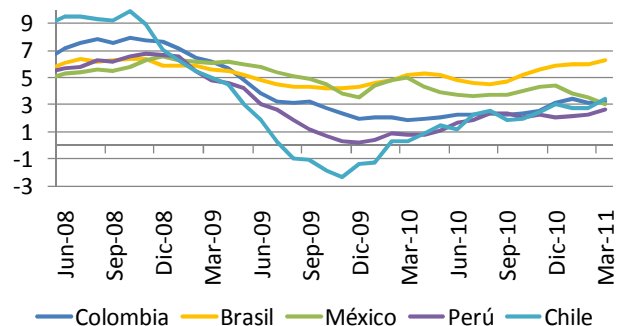
País	Cambio en Tasa Referencia 1T 2011	Cambio en Tasa Referencia 2011	Tasa Referencia Mar 2011
Colombia	+50	+50	3,50%
Chile	+75	+75	4,00%
México	0	0	4,50%
Perú	+75	+75	3,75%
Brasil	+100	+100	11,75%

Cuadro 7

País	Inflación Año completo Mar/11 (%)	Rango Meta Inflación 2011 (%)
Brasil	6,30	2,5 – 6,5
México	3,04	2,0 – 4,0
Colombia	3,19	2,0 – 4,0
Chile	3,40	2,0 – 4,0
Perú	2,66	1,0 – 3,0

Gráfico 19

Índice de Precios al Consumidor (Variación Porcentual 12 meses)



Fuente: Bloomberg

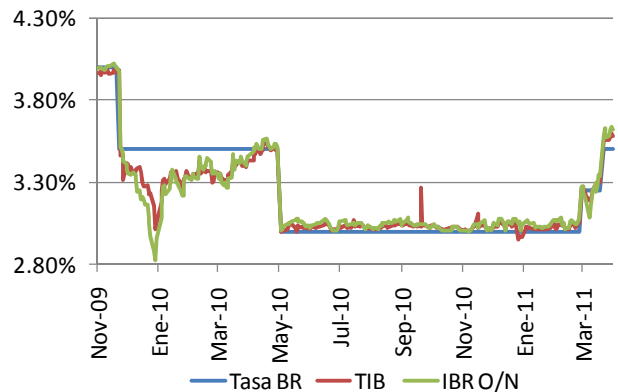
La tasa del mercado interbancario no colateralizado (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) se ajustaron a las decisiones de política monetaria del BR. Es importante mencionar que estas tasas fueron inferiores a la tasa de referencia entre el 3 y el 10 de marzo²² ante las altas condiciones de liquidez, resultantes de vencimientos de TES de corto plazo y de la oferta de recursos por parte de entidades que se encontraban liberando encaje dado que habían presentado altos niveles al inicio de esa bisemana²³. Sin tener en cuenta este corto período de exceso de liquidez, la TIB y el IBR se ubicaron en promedio 3 p.b. y 5 p.b. por encima de la tasa de intervención (tasa mínima de expansión) del BR (*Gráfico 20*). Vale la pena destacar que esta diferencia con la de referencia aumentó al final del trimestre ante las mayores necesidades de liquidez de algunas entidades.

Adicionalmente, el saldo de expansión del BR aumentó al tiempo que disminuyeron los DRNCE. De esta manera, los saldos netos de expansión presentaron incrementos, y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero aumentó (*Gráfico 21*).

Durante el primer trimestre de 2011 el BR inyectó liquidez mediante las compras diarias de dólares, mientras que la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPTN) aumentó su saldo en el Banco²⁴. Después de presentar en diciembre un promedio mensual de \$4,8 billones, el saldo de la DGCPTN aumentó, y en marzo registró un promedio diario de \$10,9 billones (*Gráfico 22*).

Gráfico 20

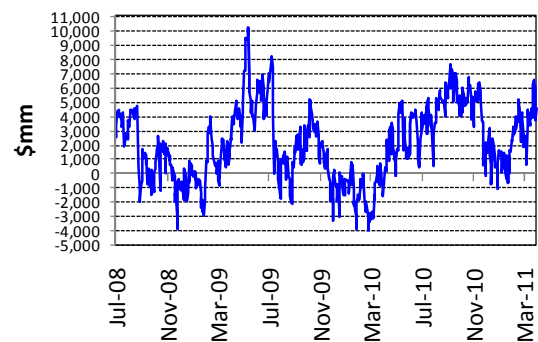
Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República

Gráfico 21

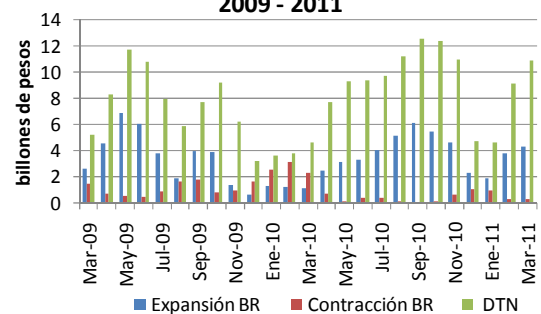
Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República

Gráfico 22

Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2011



Fuente: Banco de la República

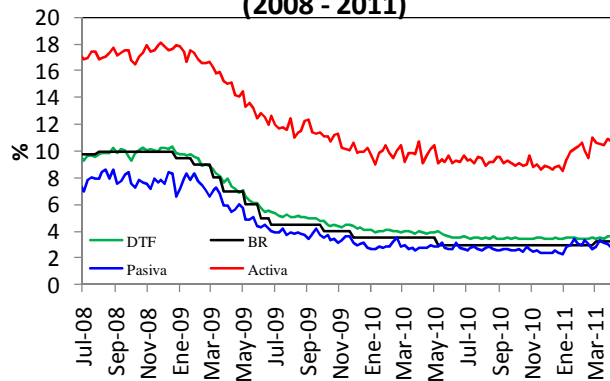
²² En promedio, la TIB y el IBR overnight se ubicaron 4 y 8 p.b. por debajo de la tasa de referencia entre el 3 y el 10 de marzo de 2011.

²³ El 25 de marzo la JDBR anunció un incremento de 25 p.b. en la tasa de política monetaria. El anuncio se hizo antes de la subasta de repos de expansión del BR, lo cual incentivó a varias entidades a aumentar significativamente sus niveles de encaje, dado que la semana siguiente la tasa de intervención sería superior.

²⁴ El saldo de la DGCPTN en el Banco de la República pasó de \$3,0 billones el 30 de diciembre de 2010 a \$11,9 billones el 31 de marzo de 2011.

Gráfico 23

**Tasas de Interes Activa y Pasiva
(2008 - 2011)**



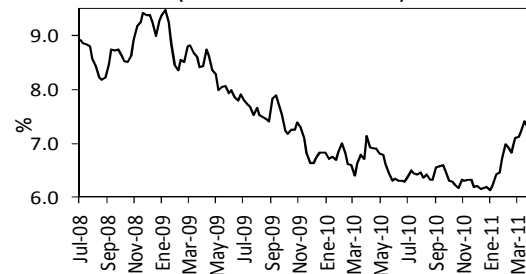
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR

Este aumento de los saldos obedeció en parte al rezago en la ejecución de los pagos, y a los ingresos por el recaudo de la primera cuota de grandes contribuyentes. Adicionalmente, las colocaciones de títulos de deuda pública fueron superiores a los vencimientos²⁵.

Entre el cuarto trimestre de 2010 y el primer trimestre de 2011, las tasas del mercado monetario aumentaron, reflejando el incremento de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa²⁶ aumentó 142 p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero aumentó 55 p.b. (Gráfico 23). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó un incremento al pasar de 6,22% a 7,03%²⁷ (Gráfico 24). Es importante mencionar que el incremento de la tasa activa está principalmente asociado a la ponderación más alta de los créditos de consumo, dentro del cálculo de la tasa ponderada.

Gráfico 24

**Márgen de Intermediación
(Promedio móvil de orden 4)**

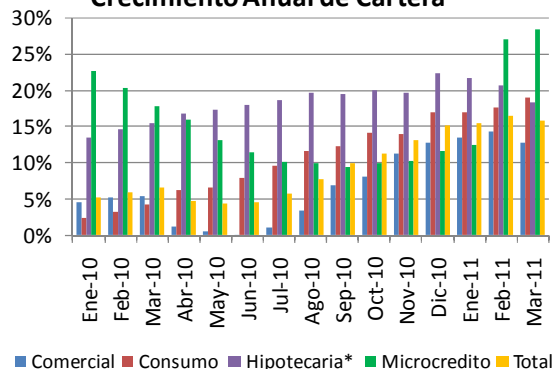


* El margen de intermediación se calcula así: $MI = ((1+i_{activa}) / (1+i_{pasiva})) - 1$
Donde i_{activa} es la tasa de colocación total del sistema calculada por el BR e i_{pasiva} es la tasa ponderada de captación.
FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia y cálculos BR

Con respecto al crédito, la cartera continuó su tendencia de crecimiento. Con datos disponibles a marzo de 2011, el tipo de cartera que más aumentó fue la de microcrédito, cuyo promedio trimestral de las tasas de crecimiento pasó de 10,7% a 22,6%²⁸. El promedio de las carteras de consumo y comercial aumentó cerca de 2,8%. Por su parte, la cartera hipotecaria registró un promedio trimestral de las tasas de crecimiento anuales de 20,3%, dato levemente inferior al promedio

Gráfico 25

Crecimiento Anual de Cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos BR.
*Ajustada

²⁵ Los vencimientos y pagos de cupones ascendieron a \$5,0 billones, y las colocaciones fueron de \$6,0 billones (\$4.060 miles de millones en subastas, \$614 miles de millones en convenidas y \$1.386 miles de millones en operaciones forzosas).

²⁶ Promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

²⁷ Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen frecuencia semanal. El promedio del 4T10 se calculó con datos entre el 1 de octubre y el 31 de diciembre de 2010, y el promedio del 1T11 se calculó con datos entre el 7 de enero y el 25 de marzo de 2011.

²⁸ Este crecimiento está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

observado el trimestre anterior (20,6%)(Gráfico 25). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)²⁹, en el periodo analizado los intermediarios financieros percibieron que la demanda para todos los tipos de crédito continuó aumentando aunque a un ritmo menor al observado en el último trimestre de 2010. Además, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios siguen teniendo preferencia por la opción de otorgar mayores créditos frente a la opción de realizar inversiones. Al parecer, estas preferencias son explicadas por la búsqueda de mayores rentabilidades.

4.2. Mercado de Deuda Pública

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

En el primer trimestre de 2011, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron un incremento en todos los plazos (Gráfico 26). Los bonos se desvalorizaron al mismo tiempo que los activos riesgosos como las acciones y la deuda corporativa presentaron buen desempeño, asociado a la publicación de resultados corporativos positivos del 4T10, y a las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal, que dio continuidad a su programa de expansión monetaria³⁰. Adicionalmente, se dieron a conocer algunos datos económicos de EE.UU. que resultaron más favorables de lo esperado por los analistas, reflejando mejoría en los índices de confianza en enero y febrero, reducción en la tasa de desempleo³¹, recuperación económica y mejor desempeño del sector manufacturero y del mercado laboral. A lo anterior se sumaron las mayores expectativas de inflación por el incremento en los precios de los alimentos y la energía. Por último, la Reserva Federal dio en sus comunicados señales de mayor confianza en la recuperación económica de EE.UU. y a mediados de febrero mejoró el pronóstico de crecimiento para el año 2011 de un rango entre 3 y 3,6% a uno entre 3,4% y 3,9%. Previamente, como se mencionó en la primera sección de este documento, el Fondo Monetario Internacional había aumentado sus proyecciones de crecimiento mundial para 2011.

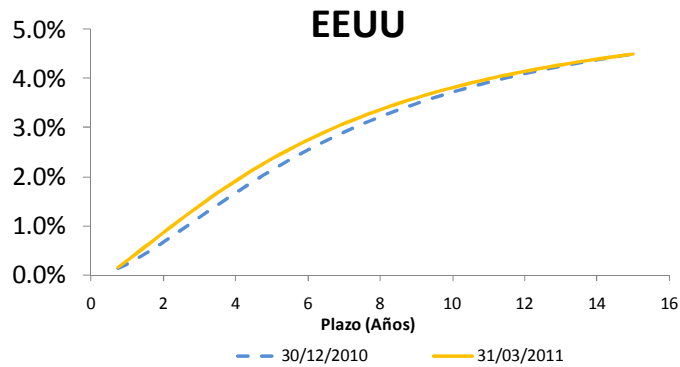
La desvalorización de los bonos de EE.UU. estuvo interrumpida temporalmente cuando la aversión al riesgo presentó incrementos esporádicos ante los conflictos políticos en algunos países del medio oriente, y el desastre natural ocurrido en Japón que trajo como consecuencia una crisis nuclear.

²⁹ Realizada durante las dos primeras semanas de marzo.

³⁰ A mediados de marzo la Reserva Federal anunció que mantendría su plan de estímulo monetario hasta junio.

³¹ La oficina de estadísticas laborales informó que en enero la tasa de desempleo disminuyó a 9%, siendo la más baja desde abril de 2009 (esp:9,5%, ant:9,4%).

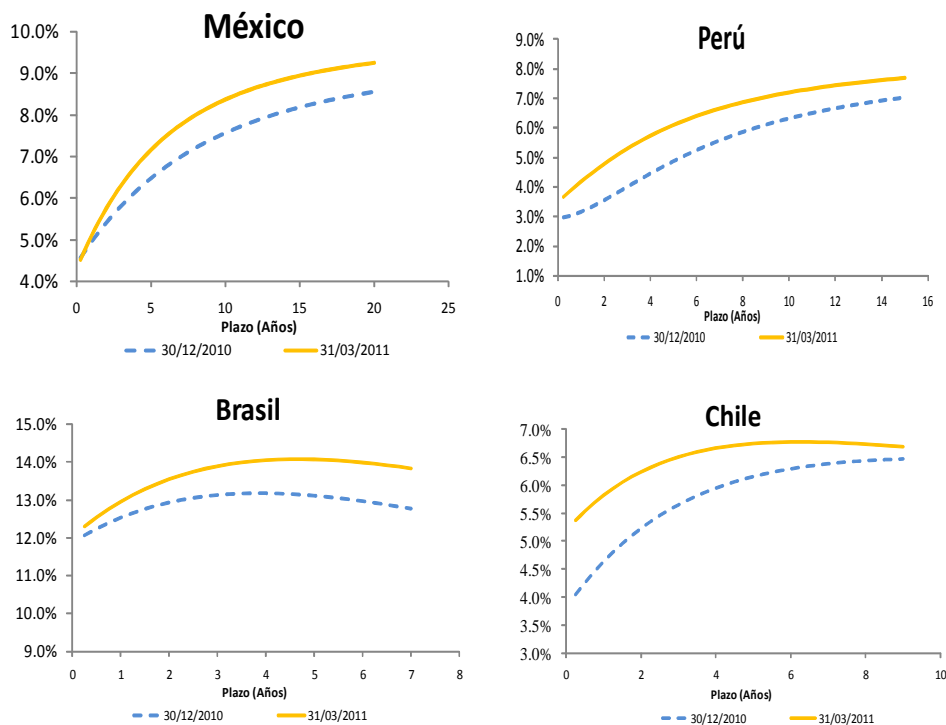
Gráfico 26



Por su parte, durante el primer trimestre, los bonos de deuda interna de los países de la región registraron desvalorizaciones, y con excepción de la de Chile, las curvas se empinaron ante la mayor desvalorización de los títulos de largo plazo (*Gráfico 27*). Es importante destacar que la curva de Brasil estuvo temporalmente invertida.

Gráfico 27

**Comportamiento de las Curvas Cero Cupón en Algunos Países de América Latina
(Diciembre 2010 - Marzo 2011)**



Fuente: Bloomberg, cálculos DODM.

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

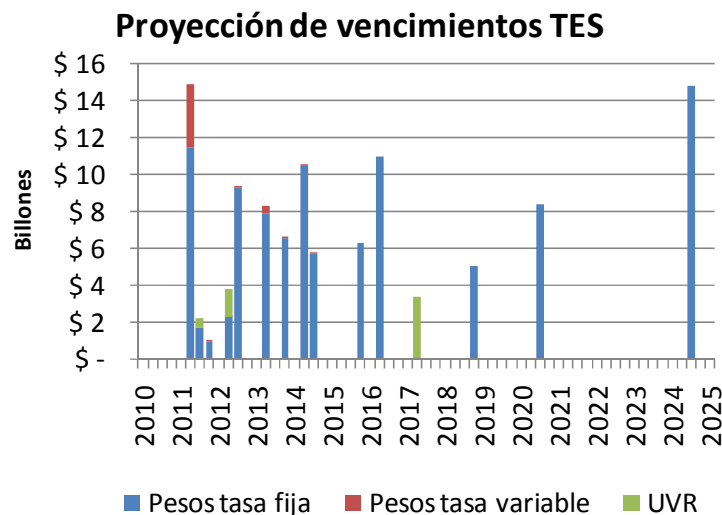
4.2.2 Deuda Pública Interna de Colombia

A.Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de diciembre y el 31 de marzo de 2011, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$131,4 billones a \$137,7 billones. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2011 es de \$28 billones, de los cuales se colocaron \$6,0 billones³² en el primer trimestre del año. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2011 es de \$7,5 billones, y el saldo vigente era \$3,0 billones a finales del trimestre.

En el *Gráfico 28* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 31 de marzo, se observa que en el año 2011 se concentra el 13% de los vencimientos, de los cuales un 10,8% corresponde únicamente al segundo trimestre del año, y que en el año 2012 los vencimientos representan un 11%.

Gráfico 28



Fuente: Depósito Central de Valores - BR.

³² A marzo 31 se habían colocado \$4.060 miles de millones en subastas, \$614 miles de millones en convenidas y \$1.386 miles de millones en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con la UVR del día 31 de marzo.

B. Mercado Secundario Deuda

Pública Interna de Colombia

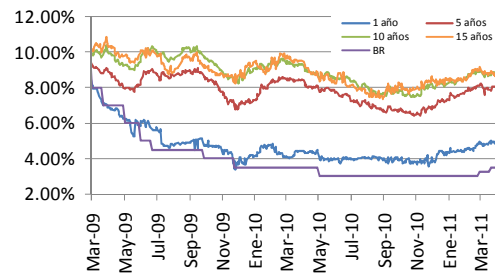
Durante el primer trimestre de 2011 las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos aumentaron en promedio 50 p.b., 70 p.b. y 49 p.b., entre 0 y 2 años, entre 2 y 5 años, y entre 5 y 15 años, respectivamente³³ (Gráficos 29 y 30). La diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó 32 p.b durante el período analizado, al pasar de 407 p.b. el 30 de diciembre a 375 p.b. el 31 de marzo (Gráfico 31).

El comportamiento de las tasas de los TES durante el primer trimestre de 2011 puede dividirse en dos períodos. Durante enero y febrero los títulos se desvalorizaron, comportamiento asociado principalmente al incremento en las proyecciones de inflación ante la ola invernal, y la publicación del dato de diciembre, que resultó superior al esperado por el mercado³⁴. Esto, sumado al comunicado de prensa del 31 de enero del BR, en el que señalaba que con el fin de afianzar el crecimiento sostenido de la producción y el empleo, retiraría gradualmente el estímulo monetario si se daban las condiciones apropiadas para ello³⁵, generó las expectativas de que el BR realizaría un aumento en la tasa de referencia en el primer semestre del año. Lo anterior fue confirmado en las reuniones que la JDBR llevó a cabo el 25 de febrero y el 18 de marzo, cuando realizó dos incrementos consecutivos de 25 p.b. de la tasa de referencia dejándola en 3,50%.

Es importante mencionar que las desvalorizaciones de los títulos estuvieron contrarrestadas por algunos anuncios en materia fiscal que generaron tranquilidad

Gráfico 29

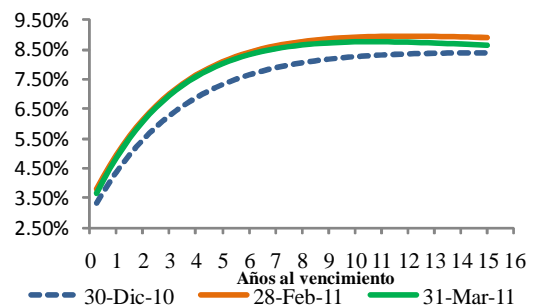
Tasa Cero Cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR



Fuente: SEN y MEC, cálculos DODM.

Gráfico 30

Curvas Spot Colombia dic 10, feb 11 y mar 11



Cambios Promedio en la Curva por Tramos*

Tramo Corto 0-2 Años	Tramo Medio 2-5 Años	Tramo Largo 5-15 Años
50	70	49

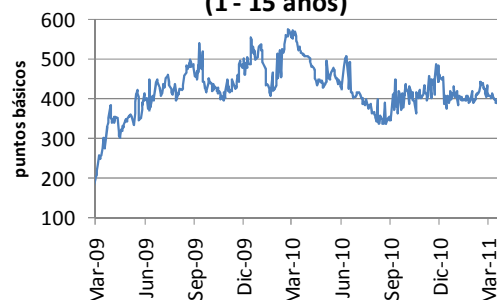
* Cifras en puntos básicos

Fuente: SEN y MEC, Cálculos: Desarrollo de Mercados

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

Gráfico 31

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



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: BR

³³ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el Banco de la República con metodología de Nelson y Siegel (1987).

³⁴ En Diciembre la inflación anual fue 3,17% mientras el mercado esperaba 2,78%.

³⁵ Si la economía continuaba la senda expansiva esperada, o las expectativas de inflación mostraban señales de desviarse de las metas.

entre los agentes del mercado de deuda pública, al reducir las expectativas de mayores emisiones de TES. En enero el Ministerio de Hacienda presentó su plan para la atención de la emergencia invernal aclarando que no realizaría una emisión adicional de TES para conseguir los recursos necesarios³⁶. Posteriormente, el Gobierno dio a conocer los resultados preliminares del balance fiscal del GNC para 2010, en los cuales se evidenciaba un menor déficit fiscal al estimado inicialmente³⁷.

En el mes de marzo, los títulos se valorizaron, pero no alcanzaron a compensar las desvalorizaciones de los dos primeros meses del año. La valorización de los TES durante este mes estuvo asociada al ajuste a la baja en las expectativas de inflación que realizaron los agentes, luego de conocer el dato de inflación de febrero que resultó significativamente inferior al pronosticado por el mercado. Adicionalmente, los títulos estuvieron favorecidos por factores positivos como los recaudos de impuestos superiores a los estimados y la mejora de la calificación de la deuda de Colombia al grado de inversión. En primer lugar, el dato de inflación de febrero³⁸ fue inferior al pronosticado por el mercado, generando una disminución en las expectativas de inflación, que estuvo reflejada en los resultados de la encuesta de expectativas realizada por el BR³⁹. En segundo lugar, el Ministerio de Hacienda anunció que la meta de recaudo de impuestos para el primer bimestre del año había sido superada en \$620 mm⁴⁰, y en tercer lugar, el 16 de marzo, S&P aumentó la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia a grado de inversión pasando la de largo plazo de BB+ a BBB- y la de corto plazo de B a A3, con panorama estable. La calificadora argumentó que la economía colombiana había mostrado resistencia frente a choques externos y que los prospectos favorables de crecimiento en el mediano plazo podían contribuir a contener la deuda del sector público.

El promedio diario de negociación en el trimestre fue \$4,6 billones⁴¹, inferior al observado en el mismo período del año 2010 (\$6,0 billones). Puede observarse, que en enero el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo corto de la curva (plazos entre 0 y 2 años), pero en febrero y marzo los del tramo largo fueron los más negociados. Los títulos más transados fueron los que vencen en julio de 2020, cuya participación pasó de 26% a 34% entre el 4T10 y el 1T11, seguidos del título que vence en agosto de 2012 cuya participación pasó de 12% a 25%. Por el contrario, el bono que vence en mayo de 2011, disminuyó su participación en el total de negociaciones, la cual pasó de de 26% a 18% (Gráficos 32, 33 y 34).

³⁶ La entidad señaló que estos recursos (entre \$14.3 y \$16.3 billones de pesos entre 2011 y 2014) serían adquiridos con el recaudo del impuesto al patrimonio (\$3,3 billones), el Gravamen a los Movimientos Financieros (\$ 2 billones), excedentes de tesorería de 2010 (\$1,0 billón) y la venta de un porcentaje de Ecopetrol (entre \$8,0 y \$10,0 billones).

³⁷ Sin incluir el efecto de la ola invernal, el déficit del Gobierno Nacional Central se redujo en 0,6 puntos porcentuales frente a lo proyectado inicialmente, ubicándose en 3,7% del Producto Interno Bruto (PIB). Al incluir el costo fiscal de la emergencia invernal, el déficit del Gobierno Nacional Central ascendió a 3,9% del PIB, inferior al observado en 2009 (4,1%).

³⁸ El 5 de marzo el DANE anunció que la variación del índice de precios al consumidor (IPC) en febrero se ubicó en 0,60%, resultando inferior al esperado por el mercado (Bloomberg: 1,03%, encuesta BR: 0,97%)

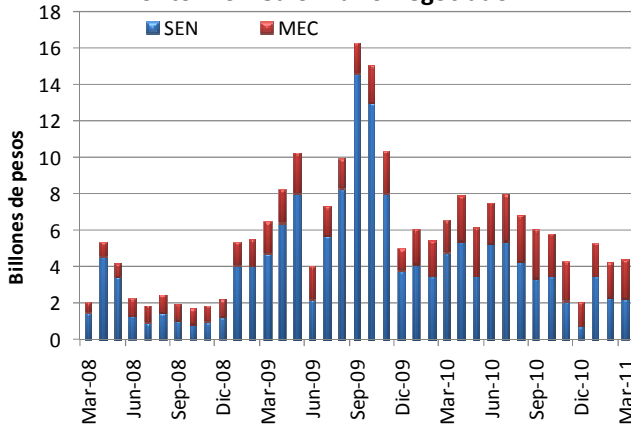
³⁹ En la encuesta de expectativas de inflación de marzo realizada por el BR, la inflación esperada para diciembre de 2011 en promedio se ubicó en 3,48% frente a 3,61% de la encuesta anterior.

⁴⁰ El recaudo llegó a \$12.6 billones, contra una meta que estaba fijada en \$12 billones.

⁴¹ Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 32

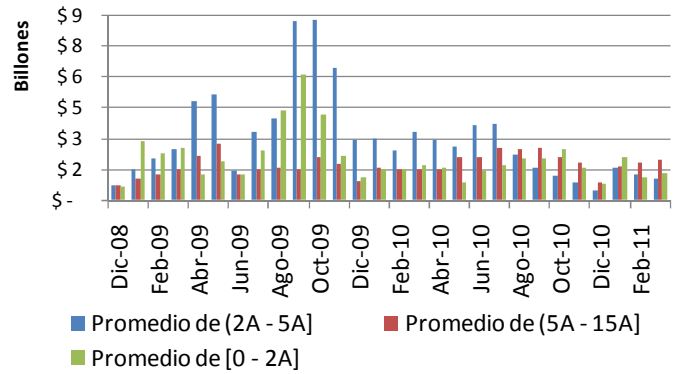
Monto Promedio Diario Negociado



Fuente: Depósito Central de Valores - Banco de la República

Gráfico 33

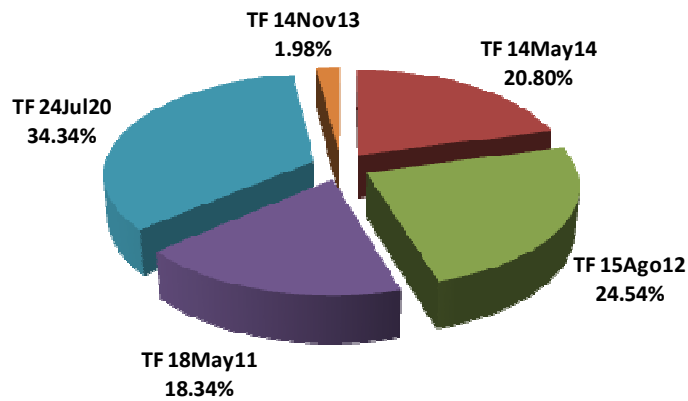
Monto Promedio Negociado por plazos



Fuente: SEN y MEC, cálculos BR.

Gráfico 34

TOTAL TRANSADO SEN Y MEC



Fuente: MEC y SEN. Cálculos: BR.

4.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES⁴² negociados en la BVC presentaron desvalorizaciones durante el trimestre (Gráfico 35).

El número de contratos negociados a futuro de TES⁴³ aumentó de forma importante al pasar de 13.065 contratos a 38.439 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$9,6 billones. De la misma forma, las posiciones abiertas⁴⁴ de los contratos a futuro con vencimiento en febrero, marzo y abril alcanzaron altos niveles. Durante el trimestre las posiciones abiertas ascendieron hasta 327, 1887 y 1416 para los contratos de febrero, marzo y abril, respectivamente (Gráfico 36).

Gráfico 35

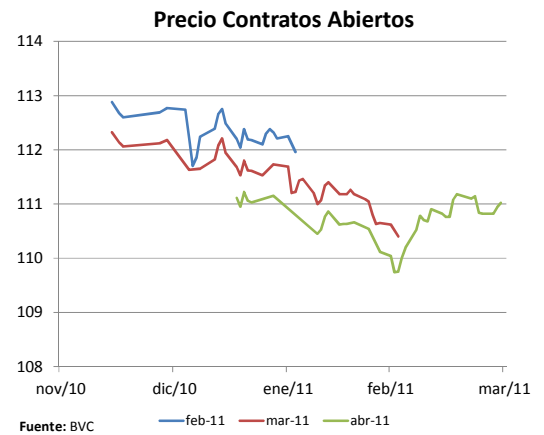
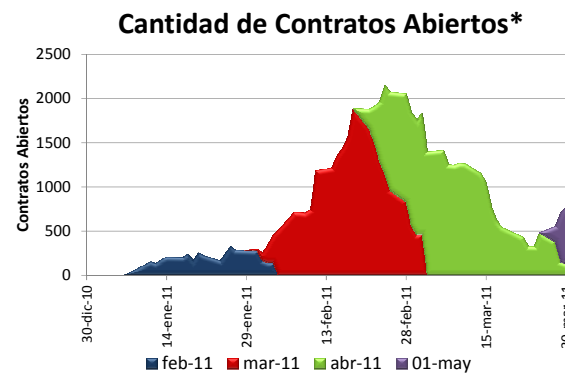


Gráfico 36



*Nominal contrato: \$250 millones

⁴² Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

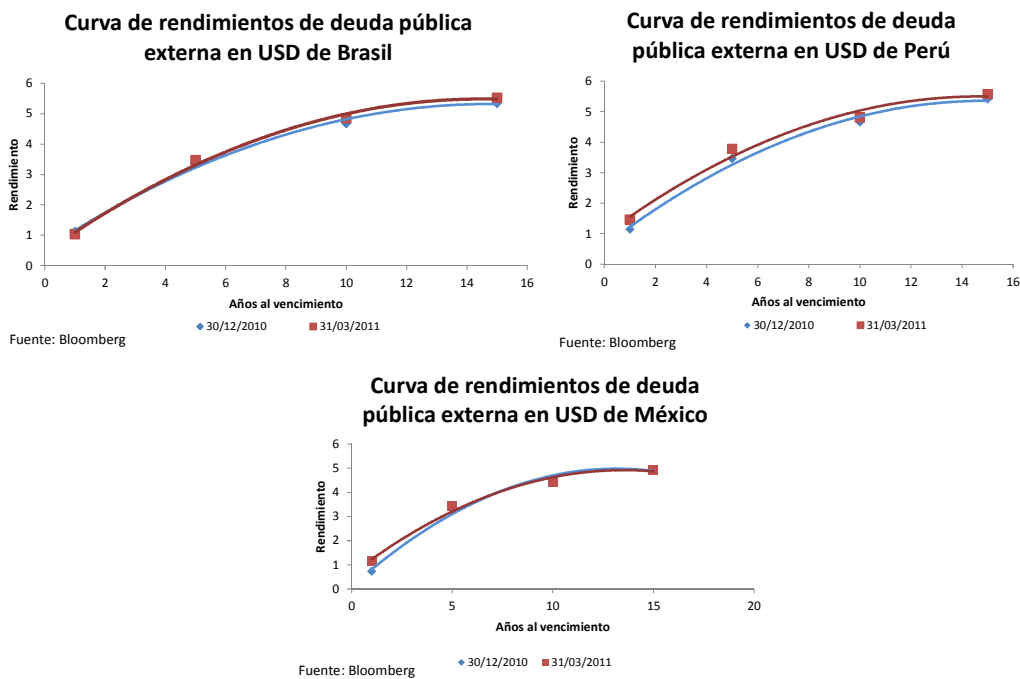
⁴³ Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de los contratos con vencimiento en noviembre, diciembre y enero. Fuente: BVC.

⁴⁴ De los contratos a futuro de TES de medianos plazo.

4.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el primer trimestre del 2011, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se desvalorizaron. Las tasas de rendimiento de los bonos de Brasil y Perú aumentaron para todos los plazos. En el caso de México la curva se mantuvo relativamente estable con desvalorizaciones en la parte corta de la curva. En Colombia, los bonos de deuda externa se valorizaron debido a las expectativas y posterior aumento en la calificación de la deuda externa colombiana, hasta alcanzar el grado de inversión (*Gráfico 37*).

Gráfico 37



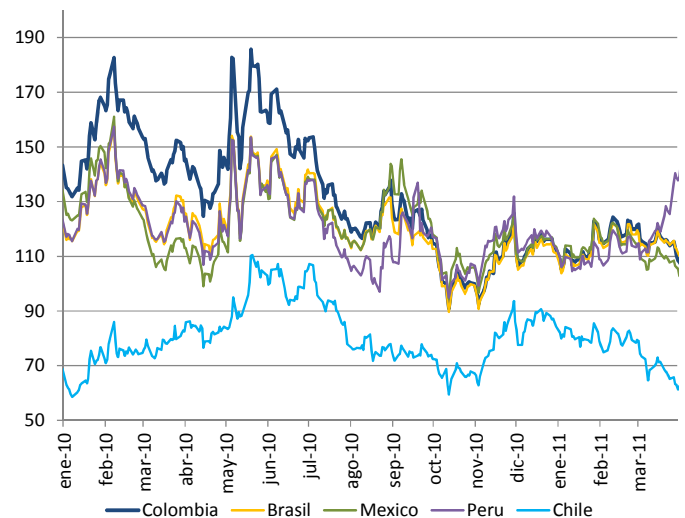
A pesar del incremento de los productos básicos, la deuda externa de los países de la región (con excepción de Colombia) se desvalorizó. Este comportamiento pudo haber estado asociado a los mejores datos económicos de Estados Unidos y mayores presiones inflacionarias que llevaron a la desvalorización de los Treasuries. Adicionalmente, los incrementos puntuales en la aversión al riesgo debido a la situación de medio oriente y al desastre natural en Japón acentuaron las desvalorizaciones en la deuda de países emergentes (EMBI+ aumentó 13 p.b. en el trimestre).

A pesar del aumento en el EMBI+, los indicadores de riesgo hacia Latinoamérica (con excepción de Perú) como los *Credit Default Swaps* (CDS) de bonos a 5 años disminuyeron en promedio 9 p.b. (-9,6%)⁴⁵ (Gráfico 38) y los EMBI⁴⁶ cayeron en promedio 18 p.b. (-11%) (Gráfico 39). En el caso de Perú, la incertidumbre sobre las próximas elecciones presidenciales ocasionó un aumento en los CDS a 5 años de 25 p.b. (22%) y del EMBI de 8 p.b. (5%).

En cuanto a los cambios en las calificaciones crediticias, *Fitch Ratings* aumentó la calificación en moneda extranjera de Chile de A a A+ como consecuencia de una gestión macroeconómica prudente, un régimen monetario efectivo y creíble, y un modelo económico basado en mercados competitivos y la profundización del comercio a través de acuerdos de libre comercio.

Gráfico 38

CDS Spread 5 Años Latinoamérica



Fuente: Bloomberg

⁴⁵ Variaciones: Colombia: -4p.b. (-3,7%), Brasil: 0,04 p.b.(0%), México: -8,2 p.b. (-7,2%) y Chile: -23 p.b. (-27,6%). El único país que registró aumentos fue Perú: 24 p.b. (22%).

⁴⁶ Variaciones EMBI países: Colombia: -20 p.b. (-12%), Brasil: -17 p.b. (-9%), México: -17 p.b.(-12%). El EMBI de Perú aumentó 8 p.b. (5%).

4.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el período analizado la curva de rendimientos de la deuda externa en dólares se valorizó en todos los tramos (Gráfico 40). Contrario al comportamiento de la deuda en dólares, los TES Globales presentaron desvalorizaciones en todas las referencias.

En cuanto a las medidas de riesgo país, el EMBI Colombia disminuyó 20 p.b. (-12%), teniendo la mayor reducción entre los países de la región. Los CDS a 5 años disminuyeron 4 p.b. (-4%), en línea con el comportamiento del mismo instrumento en otros países de la región. El nivel del CDS a 5 años de Colombia se encuentra en niveles similares los de Brasil y México.

La valorización de la deuda externa colombiana en dólares durante el trimestre obedeció a las expectativas sobre el aumento en la calificación de deuda soberana; hecho que se materializó posteriormente cuando S&P aumentó la calificación de la deuda en moneda extranjera de Colombia (Gráfico 41).

Por otro lado, es importante destacar que se presentaron colocaciones en los mercados internacionales de bonos denominados en pesos, pagaderos en dólares, por \$1,9 billones. EPM realizó su segunda colocación en el mercado internacional de capitales por \$1,25 billones (US\$680 millones) a un plazo de 10 años con rendimiento de 8,5%. Por su parte, Emgesa colocó bonos a 10 años por \$736mm (US\$400 millones) con un rendimiento de 8,75%. Las tasas de colocación de estos bonos estuvieron, 2,42% para Emgesa y 1,73% para EPM, por encima del rendimiento negociado del TES Global con vencimiento en 2021 (Cuadro 8).

Gráfico 39

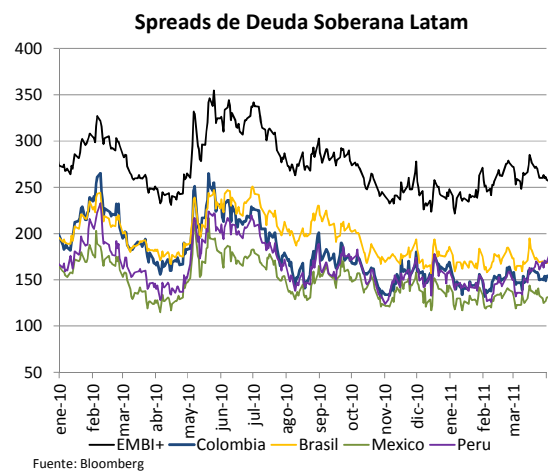


Gráfico 40

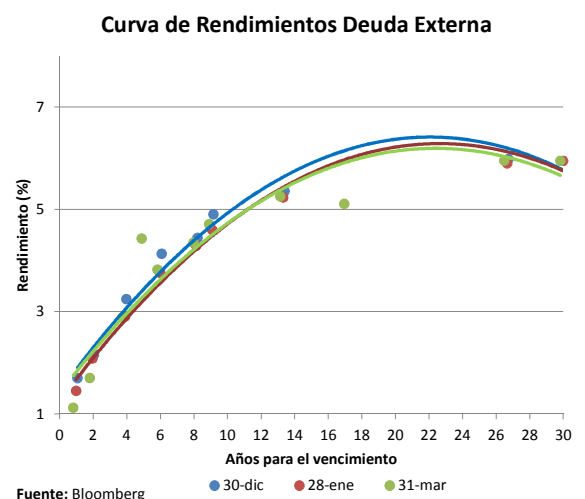
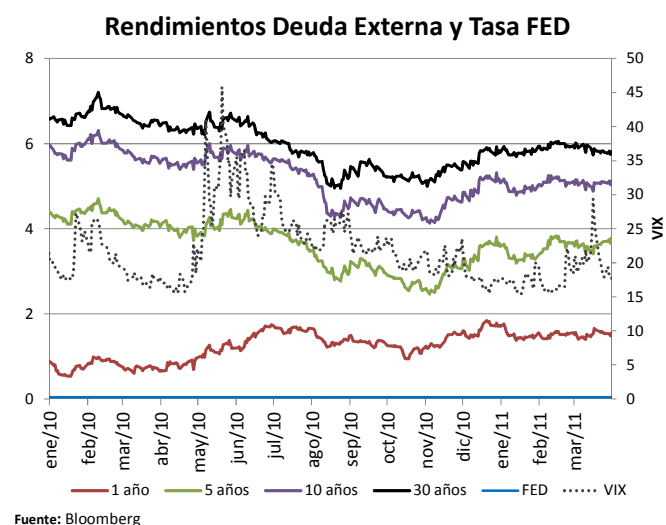


Gráfico 41



Cuadro 8

Características de la emisión						Comparación	
Fecha emisión	Fecha de vencimiento	Empresa	Monto Emitido (\$MM)	Calificación	Tasa de Rendimiento	Diferencia con TES Globales 2021*	Diferencia con TES 2020*
20-ene	25/01/2021	Emgesa	\$ 736	BBB- (Fitch Ratings)	8.75%	2.42%	0.84%
				BBB- (Standard & Poor's)			
24-ene	01/02/2021	EPM	\$ 1,250	BBB- (Fitch Ratings)	8.50%	1.73%	0.56%
				Baa3 por Moody's			

*al momento de la colocación

5. MERCADO PRIMARIO DE DEUDA CORPORATIVA

Durante el primer trimestre del 2011 la dinámica del mercado primario de deuda corporativa fue menor a la observada en el mismo período de años anteriores. Adicionalmente, predominaron las emisiones atadas al IBR, las colocaciones por parte de empresas del sector financiero y se redujo el plazo de emisión respecto a trimestres anteriores. El poco dinamismo en las colocaciones puede ser explicado por el aumento en la inflación y en las expectativas de inflación que se presentó en el primer mes del año, por las expectativas y posteriores alzas en las tasas de interés de referencia por parte del BR y por la reducción en las condiciones de liquidez.

El monto colocado en el primer trimestre ascendió a \$1,45 billones, siendo inferior al presentado en el mismo período de 2010 y 2009, cuando ascendieron a \$3,8 billones y \$3,2 billones, respectivamente. Las emisiones con mayor monto colocado en el trimestre fueron la del Banco Davivienda (\$600 mm) y Banco de Occidente (\$400 mm).

La diferencia entre el monto demandado y el monto ofrecido en las subastas se redujo significativamente frente a períodos anteriores y se ubicó en el nivel más bajo en los últimos dos años. Esta menor demanda puede estar asociada a la reducción en las condiciones de liquidez que presenta la economía. En el primer trimestre el monto demandado ascendió a \$2,5 billones que equivale a 1,68 veces el monto colocado (trimestre anterior: \$13,2 billones, 2,16 veces) (*Gráfico 42*). Las emisiones con mayor demanda fueron la de CDT's de Findeter indexada a la DTF con una demanda de 3,7 veces el monto colocado (a 18 meses con tasa de corte DTF+0,95% y monto colocado de \$100 mm), la de Davivienda a 30 meses indexada al IBR con demanda de 5,3 veces (con tasa de corte IBR+1,35% y monto colocado de \$244 mm) y la de Cementos Argos con demanda de 2,1 veces el monto ofrecido (a 1 años con tasa de corte IBR+ 0,96% y monto colocado de \$145 mm).

Gráfico 42

Monto colocado vs. Monto demandado

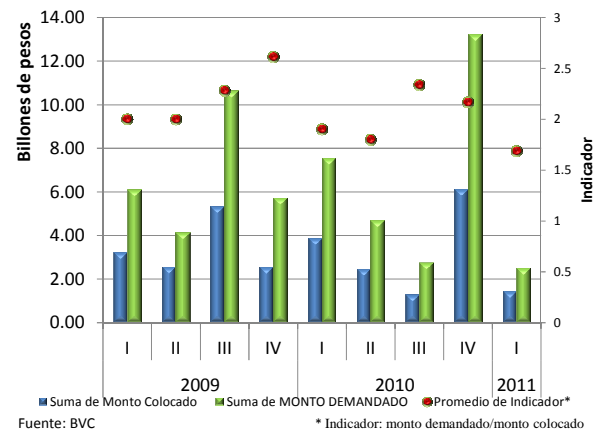


Gráfico 43

Monto Colocado por Sector

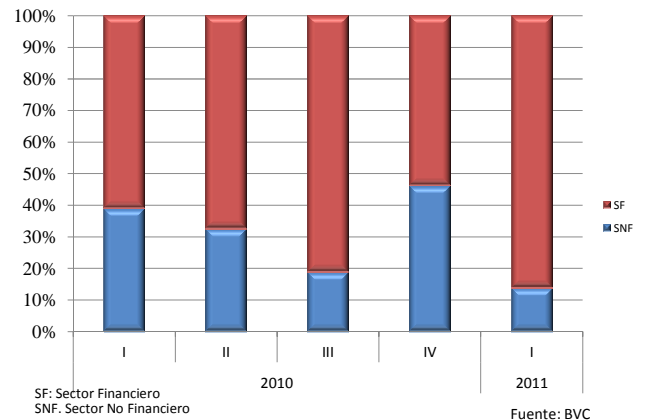
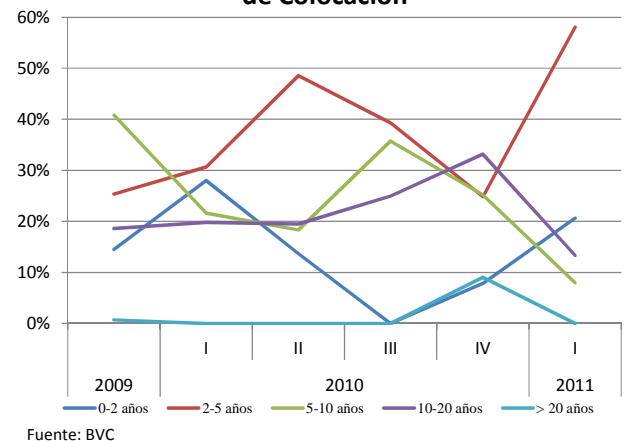


Gráfico 44

Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



En el *Gráfico 43* se observa que durante el primer trimestre de 2011, continuó la tendencia presentada en 2010, cuando predominaron las colocaciones del sector financiero sobre las del sector real. En el primer trimestre, el 86% de las colocaciones (equivalente a \$1,25 billones) las hicieron empresas del sector financiero y el 14% restante lo realizaron empresas del sector real (equivalente a \$199mm). Al igual que en 2010, la búsqueda de capital de trabajo para atender la demanda de crédito continúa siendo la mayor motivación para la emisión de deuda por parte de las compañías del sector financiero. En el caso de las compañías del sector real, el menor dinamismo en las colocaciones de deuda corporativa sigue coincidiendo con el incremento en el endeudamiento externo.

Como es característico cuando predominan las colocaciones del sector financiero, el plazo de colocación promedio⁴⁷ en el trimestre disminuyó frente a los trimestres anteriores. De esta forma, el 79% de las emisiones se realizó a menos de 5 años (*Gráfico 44*). En el primer trimestre, la única empresa del sector real que emitió deuda lo hizo a 1 año, plazo significativamente inferior al promedio de colocación de empresas del sector real en el trimestre anterior que ascendió a 13 años. Por su parte, el plazo promedio de emisión del sector financiero se mantuvo relativamente estable frente al del trimestre anterior. El plazo promedio de colocación se ubicó en 4,15 años frente a 4,5 años del trimestre anterior. La emisión con mayor plazo realizada durante el trimestre fue la del Banco Davivienda a 10 años (\$193 mm indexada al IPC).

⁴⁷ Plazo promedio ponderado por monto colocado.

A diferencia de lo presentado en años anteriores en los que una alta proporción de las colocaciones estaba indexada al IPC, durante el primer trimestre de 2011 el Indicador Bancario de Referencia (IBR) fue la tasa a la que se indexaron una gran parte de las colocaciones. El 47% de las colocaciones estuvieron indexadas al IBR, el 32% al IPC y 17% a la DTF (Gráfico 45).

El reciente aumento de la participación del IBR como tasa de referencia para títulos de deuda corporativa durante los últimos dos trimestres ha llevado a que deuda emitida a tasa fija y atada a la DTF tenga una menor participación. Adicionalmente, es importante destacar la mayor colocación de deuda atada al IBR, no solo de compañías del sector financiero, sino la primera colocación de deuda del sector real atada al IBR por parte de Cementos Argos. Estas emisiones muestran la mayor profundidad y confianza que ha adquirido el indicador como referencia del mercado interbancario.

En los Gráficos 46 y 47 se muestra la tasa o margen promedio de colocación durante cada mes cuando se realizó una emisión de deuda corporativa. Durante el primer trimestre se observó una leve caída en el margen sobre la inflación para las colocaciones entre 2 y 5 años, este margen se ha mantenido en un rango entre 2,5% y 3% durante los últimos meses. El margen para plazos superiores se mantuvo relativamente estable.

6. MERCADO ACCIONARIO

Durante el primer trimestre del 2011, los índices accionarios de los países desarrollados (con excepción de Japón) presentaron avances. Mientras que los índices de los países latinoamericanos mostraron retrocesos.

En Estados Unidos, el *Dow Jones* y el *S&P500* avanzaron 6,5% y 5,4%, respectivamente. Aunque los índices mostraron retrocesos momentáneos debido a la crisis política en medio oriente y a la crisis nuclear en Japón, los datos

Gráfico 45
Colocaciones por Tasa de Interés

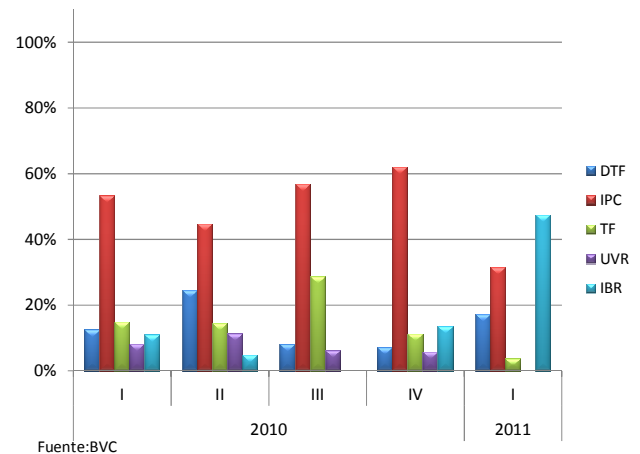


Gráfico 46

Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre la inflación

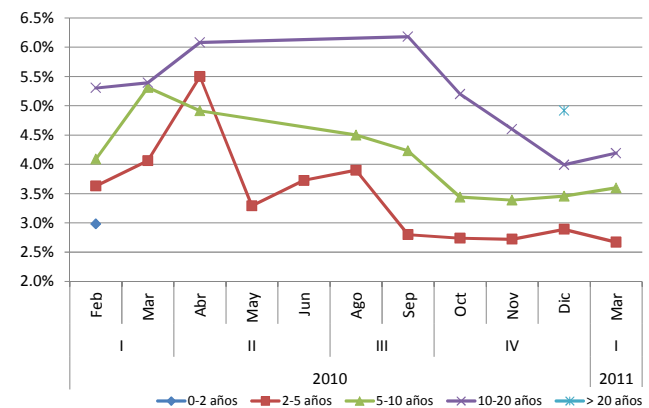
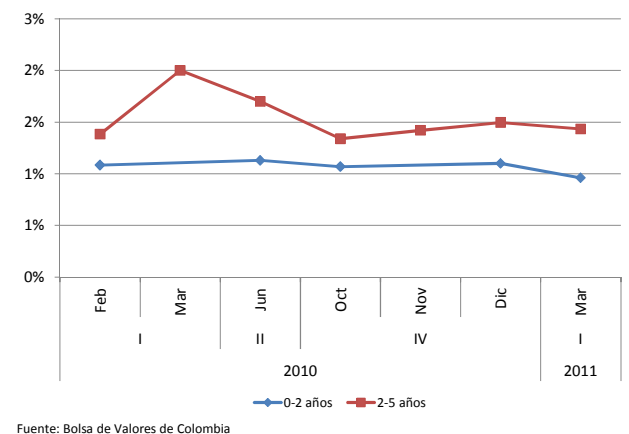


Gráfico 47

Tasas de Colocación Deuda Corporativa
Margen sobre el IBR



económicos de Estados Unidos que muestran recuperación y los buenos datos corporativos del 4T10 motivaron los avances en el trimestre. En Europa, los principales índices se valorizaron debido a la recuperación en las cifras de las economías núcleo de la zona europeo, especialmente de Alemania. El Eurostoxx 50, el FTSE 100 y el DAX aumentaron 3,7%, 0,1% y 1,8%, respectivamente.

Las bolsas asiáticas también registraron valorizaciones con excepción de la de Japón que mostró un retroceso de 4,6% debido al desastre natural y crisis nuclear de marzo. El índice Hang Seng de Hong Kong avanzó 2,3% y el Shanghai Composite aumentó 6,1%.

En América Latina, los índices mostraron retrocesos en el trimestre. Este comportamiento pudo haber estado asociado a las medidas de algunos bancos centrales para desincentivar la entrada de capitales extranjeros y para frenar el crecimiento del crédito en sus economías, así como a la presencia de presiones inflacionarias en algunos países derivadas de los altos precios internacionales de las materias primas. Adicionalmente, factores internos propios de cada país afectaron la dinámica de los mercados accionarios locales.

En el primer trimestre, el IGVL de Perú fue el índice con mayor retroceso (-19,2%), seguido por el IGBC de Colombia (-6,6%), el IPSA de Chile (-6,2%), el MEXBOL de México (-3,7%) y el IBOV de Brasil (-3,2%) (Gráfico 48).

Gráfico 48

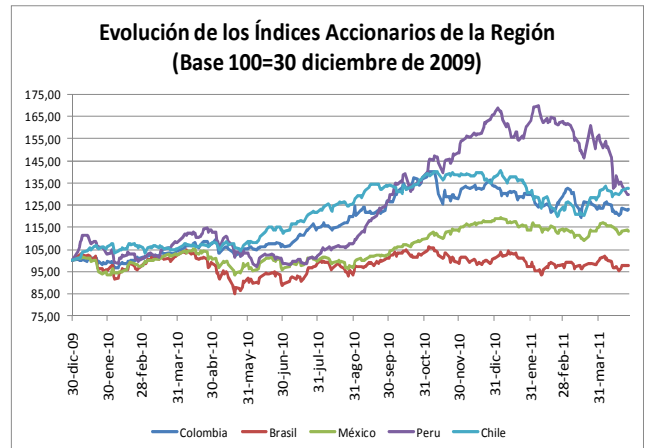
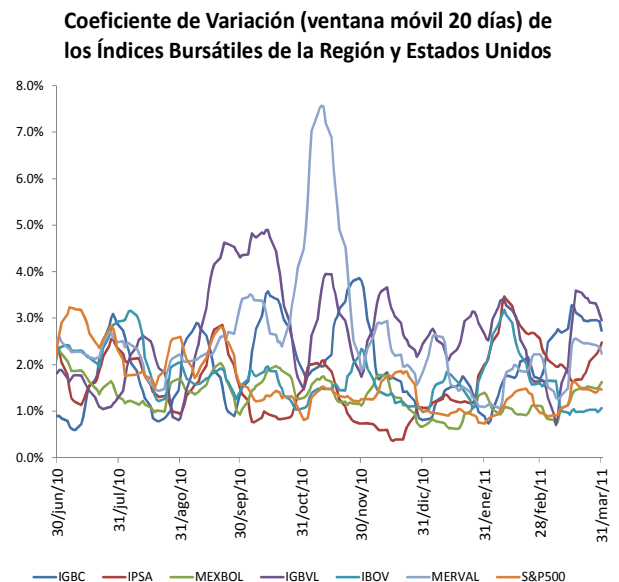


Gráfico 49



En materia de volatilidad, en el *Gráfico 49* se puede observar que el coeficiente de variación⁴⁸ del índice bursátil de Perú fue el más alto de la región durante el trimestre. Este comportamiento estuvo asociado a los fuertes retrocesos que ha tenido el índice durante el trimestre ante la incertidumbre en las elecciones presidenciales. Después del coeficiente del índice peruano, el IPSA de Chile y el IGBC de Colombia fueron los índices más volátiles de la región (*Gráfico 49*).

Con la metodología de volatilidad condicional⁴⁹, el Merval de Argentina fue el índice con la mayor volatilidad condicional el 40% de los días del periodo, seguido por el IGBVL (36%) y el IBOV (14%) (*Gráfico 50*).

Finalmente, el promedio diario negociado en el mercado accionario colombiano disminuyó frente al trimestre anterior. Durante enero y febrero se negociaron diariamente en promedio \$150mm mientras que en marzo este promedio aumentó a \$231mm (*Gráfico 51*). A pesar de los avances transitorios en los índices bursátiles colombianos debido al aumento en la calificación de la deuda colombiana en moneda extranjera, al incremento en el precio del petróleo y a los buenos resultados corporativos de las compañías colombianas; los índices IGBC, y COLCAP finalizaron el trimestre con una desvalorización de 6,6% y 5,77%. Por su parte, COL20 presentó un leve aumento de 0,25% durante el trimestre.

El retroceso en los índices estuvo asociado a i) la liquidación de posiciones de agentes que buscaron incrementar su exposición en acciones al final del año con el objetivo de optimizar su pago de impuestos, ii) expectativas y comienzo del ciclo de ajuste de política monetaria por parte del BR y iii) retrocesos en acciones puntuales como Pacific Rubiales después de que la mayoría de analistas estuvieran descontando una mejoría en los resultados corporativos de la petrolera, algunos datos desfavorables sobre las reservas de petróleo de la compañía motivaron la caída del precio de esa acción, tanto en la Bolsa de Toronto, como en la Bolsa de Valores de Colombia.

Por otro lado, la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) firmaron un Memorando de Entendimiento para llevar a cabo la fusión corporativa de estas dos

Gráfico 50

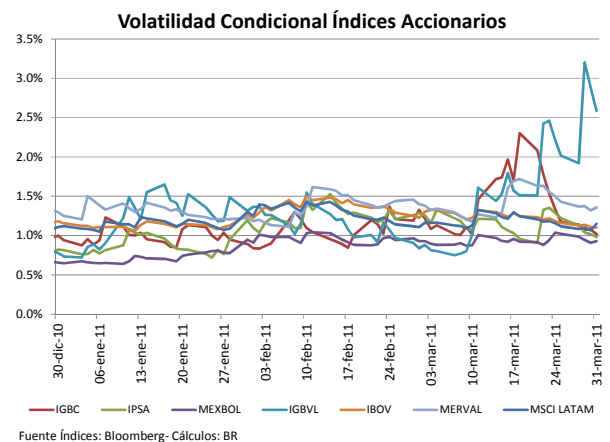
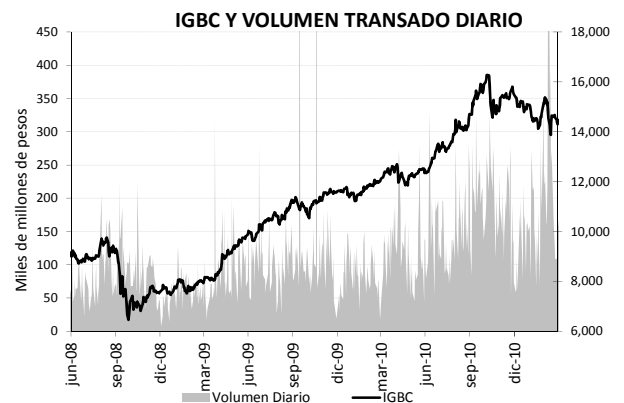


Gráfico 51



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

⁴⁹ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

compañías⁵⁰, que debe ser aprobada por las Juntas de Accionistas, y autorizada por los supervisores de Perú y Colombia. La contribución de la BVC y de la BVL a la entidad fusionada será de 64% y 36%, respectivamente. Adicionalmente, el Comité Ejecutivo del Proyecto de Integración del MILA decidió extender las pruebas de integración de los tres mercados hasta marzo de 2011.

Por último, es importante destacar que el 1ro de marzo de 2011 comenzó a negociarse en la BVC el futuro sobre el índice COLCAP. El nominal del contrato es de \$25 mil por cada punto del índice. Desde su apertura hasta el final del trimestre, se negociaron \$1.600 millones y la posición abierta alcanzada en este contrato ascendió a 20 contratos.

⁵⁰ Se espera culminar el proceso de fusión a principios del segundo semestre de 2011.