



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre de 2012

Banco de la República

Enero de 2013

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Reservas

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Sandra Benítez
Directora

Sección Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Jefe

Nathali Cardozo
Karen Juliet Leiton
José Fernando Moreno
Lina Vanessa Patiño
Juan Sebastián Rassa
Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Paula Juliana Sarmiento
Karen Johana Quintero

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	5
2.1	Mercado cambiario	5
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	11
5	Mercado Cambiario	14
5.1	Mercado Cambiario Colombiano	15
6	Mercado Monetario y Renta Fija	18
6.1	Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia	18
6.2	Mercado de Deuda Pública	23
6.2.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los países de la Región	23
6.2.2	Deuda Pública Interna de Colombia	25
6.3	Contratos de Futuros de TES	28
6.4	Deuda Pública Externa de los países de la región	29
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	30
7	Mercado Primario de Deuda Privada	31
8	Mercado Accionario	34

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

44	Colocaciones por Tasa de Interés	33
45	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	33
46	Monto Colocado VS Monto Demandado	33
47	Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación	34
48	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	35
49	Coficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región	35
50	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	35
51	S&P MILA 40	36
52	IGBC y Volumen Transado Diario	36
53	Capitalización Bursátil/PIB	37

Índice de Tablas

1	Comportamiento de las tasas de referencia en el mundo	11
2	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	14
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	15
4	Intervención Cambiaria (+compras-ventas)	16
5	Variaciones Tasas de Cambio LATAM - CDS - EMBI	16
6	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Referencia Diciembre LATAM	19
7	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012	20

1 Introducción

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

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

El presente documento hace un breve recuento de lo ocurrido durante el 2012 con énfasis particular en el periodo comprendido entre octubre y diciembre de 2012, periodo en el que, aunque la percepción de riesgo a nivel internacional mejoró y continuaron los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de algunos países desarrollados y emergentes, se presentaron preocupaciones en torno a la política fiscal de EE.UU. y el denominado “abismo fiscal”. En este contexto, las monedas de países desarrollados y emergentes presentaron un comportamiento mixto frente al dólar, los precios de los productos básicos disminuyeron y los índices accionarios presentaron valorizaciones. A nivel local, la percepción de riesgo de los agentes mejoró y los títulos de deuda se valorizaron; no obstante se conocieron noticias negativas económicas y financieras dentro de las que se destacan el crecimiento del PIB del 3T12 y la toma de posesión y posterior liquidación de la firma comisionista de bolsa Interbolsa que afectó la liquidez y el desempeño de algunos mercados.

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

Durante el 2012 el dólar se fortaleció frente al yen y se debilitó frente al euro y a la libra. Adicionalmente, la mayoría de monedas de Asia, Latinoamérica y de otros emergentes presentaron un fortalecimiento frente al dólar, donde se destaca la apreciación de las monedas de Polonia, Colombia y Chile. Por otro lado, las monedas que presentaron mayor depreciación fueron las de Argentina, Japón y Brasil.

En el cuarto trimestre de 2012 las monedas de países desarrollados y emergentes presentaron un comportamiento mixto frente al dólar. Las monedas que más se revaluaron frente al dólar fueron el shekel israelí, el won coreano y el zloty polaco. Las monedas que más se devaluaron en el mismo periodo fueron el yen japonés y el peso argentino. En Latinoamérica el comportamiento de las monedas fue mixto: el peso colombiano y el sol peruano se apreciaron frente al dólar, mientras que las monedas de Brasil, Perú, México, Argentina y Chile se depreciaron frente al dólar.

2.2 Mercado monetario

Durante el año 2012 continuaron los estímulos monetarios por parte de Bancos Centrales de países desarrollados mediante tasas de referencia bajas (en mínimos históricos) y programas de compra de activos. Asimismo, algunos Bancos Centrales de Latinoamérica redujeron sus tasas de política durante el año ante la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su potencial efecto negativo sobre el crecimiento de la economía mundial.

Los Bancos Centrales de los países desarrollados mantuvieron sus tasas de política en mínimos históricos. Por un lado la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia y anunció una tercera ronda del programa de alivio cuantitativo (QE3). De otra parte, el Banco Central Europeo (BCE) disminuyó en 25 p.b. su tasa de interés, y los Bancos Centrales de Inglaterra y Japón anunciaron el incremento en el valor de sus programas de compra de activos.

De otra parte, en el cuarto trimestre de 2012, la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia. Además, decidió continuar con la compra de títulos hipotecarios y anunció la compra de títulos del Tesoro de largo plazo. El Banco Central Europeo (BCE) y los Bancos Centrales de Inglaterra y Japón mantuvieron sus tasas de interés inalteradas. Por su parte, el Banco Central de Japón aumentó su programa de compra de activos y anunció un programa con el que proveerá créditos de largo plazo a las instituciones financieras.

En Latinoamérica, los bancos centrales de México, Perú y Chile mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria durante el último trimestre de 2012, de tal manera que en los casos de México y Perú, las tasas no presentaron variaciones durante todo el año, y en el caso de Chile la tasa fue recortada 25 p.b., decisión anunciada en enero. Por su parte, los bancos centrales de Colombia y Brasil durante el 4T12 anunciaron recortes de 50 p.b. y 25 p.b., dejando las tasas en 4,25% y 7,25%, respectivamente. Con estos recortes, en todo el año las tasas de Colombia y Brasil presentaron disminuciones de 50 p.b. y 375 p.b.. En el caso de Brasil, la tasa de referencia cerró el año en su nivel mínimo histórico.

2.3 Mercado de deuda pública interna y externa

En el año 2012, los bonos de todos los países de la región se valorizaron, con excepción de los de Chile. Durante el 4T12 los bonos de Colombia, Perú y Brasil se valorizaron, al igual que los bonos del tramo corto de México. Por el contrario, los bonos de Chile y los de los tramos medio y largo de México, se desvalorizaron. En el caso de Colombia, las valorizaciones del 4T12 de los TES denominados en pesos estuvieron relacionadas con la continuidad del ciclo expansionista por parte del BR; la disminución que presentaron las expectativas de inflación ante la publicación del dato de inflación de noviembre, que resultó inferior al esperado por el mercado; la reducción de los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana; y las expectativas de mayor inversión extranjera generadas

por el proyecto de reforma tributaria presentado ante el Congreso. Cabe mencionar que en octubre y noviembre la mayoría de agentes esperaba que la tasa permaneciera inalterada hasta la reunión de diciembre, en la que, según los pronósticos, sería recortada a 4,50%. Después del recorte del mes de noviembre, sorpresivo para la mayoría de participantes del mercado, se consideraba que ya no habría más modificaciones a la tasa en lo que restaba del año. Estas expectativas cambiaron después de la publicación del PIB del 3T12, que resultó inferior al esperado. Después de conocer este dato, un día antes de la reunión de la JDBR en el mes de diciembre¹, los agentes anticiparon que la tasa sería recortada 25 p.b., como efectivamente sucedió.

Por su parte, los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron varias tendencias durante el cuarto trimestre del año. Aunque las variaciones de las tasas no son significativas, al comparar los datos de finales de diciembre con respecto a los datos del mes de septiembre, se encuentra que los bonos de corto plazo se valorizaron, y los de plazos medianos y largos se desvalorizaron. De esta manera, en el año 2012 los bonos de EE.UU. presentaron valorizaciones en los tramos mediano y largo, y se mantuvieron relativamente estables en el tramo corto.

Durante el trimestre, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región no mostraron cambios significativos, mientras que los bonos en dólares de Colombia mostraron leves valorizaciones. En el año, todos los bonos de la región se valorizaron, posiblemente asociado a las amplias condiciones de liquidez que predominaron en el mercado monetario. Asimismo, el 2012 estuvo caracterizado por reducciones en las primas de riesgo de los países emergentes y de la región.

2.4 Mercado accionario

Durante el 2012 los índices tanto de países desarrollados como emergentes registraron valorizaciones. En los países desarrollados dichas valorizaciones se presentaron durante el segundo semestre del año debido principalmente a los acuerdos alcanzados respecto al plan de rescate de los países de la Eurozona y a las medidas de estímulo monetario que realizaron los bancos centrales de estos países. La valorizaciones en los países emergentes se registraron principalmente durante el tercer trimestre del año luego de algunos retrocesos durante el segundo trimestre.

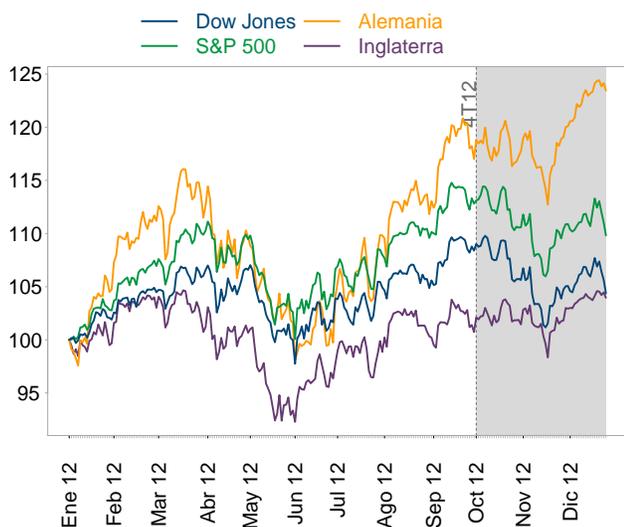
Durante el cuarto trimestre de 2012 se presentó una valorización de los índices accionarios tanto de países desarrollados como de países emergentes, con excepción de EE.UU. y Perú. Este comportamiento estuvo asociado a la reducción en la percepción de riesgo en Europa y medidas de estímulo monetario por parte de algunos países desarrollados. En EE.UU., la desvalorización se presentó en medio de la incertidumbre respecto a las elecciones presidenciales, el huracán Sandy y las negociaciones entre el Gobierno y el Congreso para evitar el “abismo fiscal”. En América Latina, también se observaron valorizaciones impulsadas por factores particulares de cada mercado, una caída en los CDS y la amplia liquidez de los mercados.

¹El PIB fue publicado alrededor de las 11:00 a.m. del 20 de diciembre, y la reunión de la JDBR se llevó al cabo el 21 de diciembre.

3 Entorno internacional

En el cuarto trimestre de 2012 los índices accionarios² (Gráfico 1) y la percepción de riesgo a nivel internacional³ presentaron un comportamiento mixto. En el trimestre los mercados financieros estuvieron atentos a las negociaciones entre demócratas y republicanos para evitar el llamado “abismo fiscal”, a la aprobación del supervisor único bancario y el desbloqueo del tramo de ayuda a Grecia por parte de los líderes de la Zona Euro, al plan de recompra de deuda por parte del gobierno griego y a los anuncios de mayores estímulos monetarios por parte de algunos Bancos Centrales (Gráfico 2).

Gráfico 1: Índices accionarios



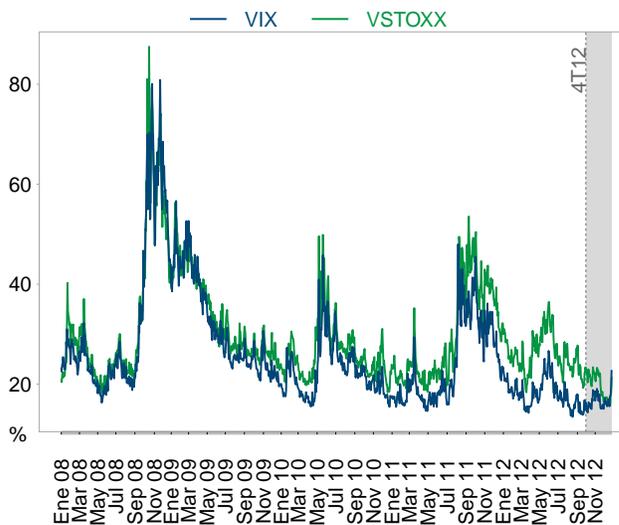
Fuente: Bloomberg. Base 100: 1 de enero 2012

Al inicio del trimestre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) disminuyó sus perspectivas de crecimiento

²Los índices S&P500, Nasdaq y Dow Jones disminuyeron durante el trimestre 2,5%, 1% y 3,1%, respectivamente. El FTSE 100 se valorizó 2,7% y el Eurostoxx aumentó 7,4% impulsado por valorizaciones en las bolsas de Alemania (5,5%) y Francia (8,5%). Por su parte, los índices accionarios de Japón y China aumentaron 17,2% y 8,8%, respectivamente.

³En el periodo analizado el VIX pasó de 15,73% a 18,02% y el VSTOXX pasó de 23,38% a 21,35%.

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



Fuente: Bloomberg.

to mundial⁴ de 3,5% a 3,3% para el año 2012 y de 3,9% a 3,6% para el 2013. El crecimiento de las economías avanzadas lo proyectó en 1,3% para 2012 y en 1,5% para 2013, y para las economías emergentes y en desarrollo lo ubicó en 5,3% para 2012 y en 5,6% para 2013. De igual manera, redujo su estimación de crecimiento de Colombia de 4,7% a 4,3% para 2012. Adicionalmente, el FMI señaló que las proyecciones podrían empeorar si los líderes europeos no logran controlar la crisis en la Zona Euro o si los líderes estadounidenses no toman medidas para balancear el déficit fiscal sin afectar a la economía.

En EE.UU., el trimestre se caracterizó por una fuerte incertidumbre en los mercados financieros ante la falta de un acuerdo entre los líderes de los partidos Demócrata y Republicano para evitar el llamado “abismo fiscal”. Sin embargo, el 1 de Enero de 2013 el Congreso logró alcanzar un acuerdo con el cual se aliviaron parcialmente los temores con respecto a la

⁴En el reporte de Perspectivas Económicas de julio, el FMI pronosticó un crecimiento mundial de 3,5% para 2012 y de 3,9% para 2013; para las economías desarrolladas lo proyectó en 1,4% para 2012 y en 1,9% para 2013; y, para las economías emergentes y en desarrollo lo ubicó en 5,6% para 2012 y en 5,9% para 2013.

activación automática de una serie de recortes de gasto y alzas tributarias que afectarían considerablemente la recuperación de la economía norteamericana. Con el acuerdo aumentan los impuestos de los hogares cuyos ingresos anuales superen los USD450 mil y de individuos con ingresos superiores a los USD400 mil. Además, mantuvo una amplia gama de recortes impositivos y postergó para el mes de marzo el programa de recorte del gasto de defensa y programas sociales por parte del Gobierno.

Adicionalmente, la actividad económica estadounidense continuó expandiéndose a un ritmo moderado durante el trimestre. En el periodo fueron publicados datos positivos de crecimiento económico⁵ y del mercado laboral⁶, que en conjunto estimularon la confianza de los consumidores a lo largo del trimestre⁷.

De otro lado, la Reserva Federal (FED) decidió continuar con la compra de títulos hipotecarios por montos mensuales de USD40 billones, y anunció la compra de títulos del Tesoro de largo plazo por montos mensuales de USD45 billones. Además, señaló que el nivel actual de la tasa de referencia se mantendría sin cambios mientras el desempleo esté por encima de 6,5% y la inflación por debajo de 2,0%, aunque podría tolerarse un nivel de 2,5%.

En la Zona Euro, la atención continuó centrada en el débil crecimiento de la región⁸, en la situación fiscal

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

⁶En el trimestre la tasa de desempleo disminuyó de 7,9% en octubre a 7,8% en diciembre. Además, la creación de empleos no agrícolas en el mes de octubre (171 mil), noviembre (146 mil) y diciembre (155 mil) fueron superiores a los esperados por el mercado.

⁷El índice de confianza del consumidor de la Conference Board pasó de 73,1 puntos, en octubre, a 65,1 en diciembre. Por su parte, el índice de confianza de la Universidad de Michigan pasó de 82,6, en octubre a 72,9 puntos, en diciembre.

⁸En el 3T12 el PIB de la Zona Euro disminuyó 0,1% (esp: -0,2%, ant: 0%). Alemania (esp: 0,1%, ant: 0,3%) y Francia (esp: 0%, ant: 0%) crecieron 0,2%, mientras que España se contrajo 0,3% (esp: 0,3%, ant: 0%). Italia (-0,2%), Chipre (-0,5%) y Portugal (-0,8%) registraron contracciones en sus economías por quinto trimestre consecutivo.

de Grecia, en el acuerdo sobre el Mecanismo Único de Supervisión y en los recortes en las calificaciones de deuda soberana de algunos países⁹. En este contexto la Comisión Europea (CE) y el Banco Central Europeo (BCE) redujeron sus proyecciones de crecimiento de la región para 2012 a -0,4% y a un rango entre -0,6% y -0,4%, y para el 2013 a 0,1% y un rango entre -0,9% y 0,3%.

Los Ministros de Finanzas de la Zona Euro aprobaron el desembolso del siguiente tramo de ayuda a Grecia por EUR49,1 billones, de los cuales EUR34,4 billones fueron desembolsados el 19 de diciembre, y el monto restante se desembolsará en tres subtramos en el 1T13. Adicionalmente, anunciaron algunas medidas para apoyar la sostenibilidad de la deuda de ese país que consisten principalmente en ampliar los plazos de los pagos de los préstamos, disminuir su costo y flexibilizar los objetivos fiscales¹⁰. Con el fin de cumplir con las medidas propuestas, el gobierno de Grecia anunció un programa de recompra voluntaria de bonos con vencimientos entre febrero de 2023 y febrero de 2042, en el cual los inversionistas ofrecieron un total de EUR31,9 billones, a un precio promedio de 33,8% del valor principal de los títulos¹¹.

⁹Moody's redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de Francia de Aaa a Aa1. Standard & Poor's redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de España de BBB+ a BBB- y de Chipre de BB a B, y revisó su perspectiva de estable a negativa sobre la calificación de deuda de Reino Unido. Fitch redujo la calificación de deuda soberana de largo plazo de Chipre de BB+ a BB-.

¹⁰Entre las medidas se encuentran: (i) considerar la posibilidad de que Grecia lleve a cabo una operación de recompra de deuda en posesión del sector privado, (ii) reducir en 100 p.b. las tasas de los préstamos bilaterales concedidos bajo el primer programa de ayuda financiera, (iii) reducir en 10 p.b. las comisiones que Grecia paga al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), (iv) ampliar en 15 años los vencimientos de los préstamos bilaterales y de los del FEEF, (v) aplazar los pagos de intereses al FEEF en 10 años, y (vi) los Estados miembros transmitirán a Grecia los beneficios procedentes de los bonos griegos en posesión de los bancos centrales de la Zona Euro. Finalmente, se flexibilizó el objetivo de deuda de Grecia de 120% a 124% del PIB para el 2020.

¹¹El Gobierno griego estableció una banda de precios mínimos y máximos admitidos en la subasta. Además, determinó el monto y el precio final de compra para cada serie de títulos elegibles, y la cantidad definitiva de deuda emitida por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera que sería el medio de pago del programa

Finalmente, los líderes del bloque acordaron que el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) estaría integrado por el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales de supervisión. Con este acuerdo, el BCE sería el encargado de ejercer la supervisión directa sobre los bancos de la Zona Euro a partir del 1 de marzo del 2014.

De otro lado, la economía japonesa continuó mostrando débiles señales de recuperación económica tras la contracción de 0,9% que presentó el PIB del 3T12 con respecto al trimestre anterior (esp: -0,8%). Frente a este panorama el Gobierno de Japón anunció un nuevo plan de estímulo fiscal por JPY422,6 billones que se destinará a inversiones en distintos sectores del país¹² con el fin de prevenir una posible recesión en la economía. Adicionalmente, el Banco Central de este país anunció un programa con el que proveerá créditos de largo plazo a las instituciones financieras que los soliciten, con el fin de incrementar la demanda de créditos por parte de las firmas y de los consumidores.

En cuanto a las economías emergentes, los indicadores recientes confirman un mayor dinamismo en su actividad económica. En China, los datos de producción industrial¹³ y ventas al por menor¹⁴ fueron superiores a las esperadas por el mercado. Además, el PMI manufacturero¹⁵ elaborado por el HSBC repuntó durante el trimestre reflejando en diciembre la mayor expansión del sector manufacturero en catorce meses. No obstante, se conoció que en 3T12 el PIB de China aumentó 7,4% frente al mismo periodo del año anterior (esp: 7,4%, ant: 7,6%), registrando su menor ritmo de crecimiento desde el primer trimestre de 2009.

de recompra.

¹²Reconstrucción por desastres naturales, obras públicas, investigación y desarrollo, reforestación, agricultura, industria pesquera, salud y medio ambiente.

¹³La producción industrial presentó crecimientos de 9,2% (esp: 9%) en septiembre, 9,6% (esp: 9,4%) en octubre y 10,1% (esp: 9,8%) en noviembre.

¹⁴Las ventas al por menor presentaron crecimientos de 14,2% (esp: 13,2%) en septiembre, 14,5% (esp: 14,4%) en octubre y 14,9% (esp: 14,6%) en noviembre.

¹⁵El PMI manufacturero pasó de 49,5 puntos en octubre a 51,5 puntos en diciembre.

En las economías latinoamericanas los datos de crecimiento mostraron resultados mixtos. En el 3T12, el PIB de Brasil (0,9% anual), Colombia (2,1%) y México (3,3% anual) presentaron un crecimiento inferior al esperado por el mercado¹⁶, mientras que en Perú (6,5% anual) el dato estuvo en línea con las expectativas del mercado. Por su parte, en Chile, el PIB se expandió 5,7% anual, superando las expectativas del mercado (5,4% anual), y se destaca el aumento que realizó la agencia Standard and Poor's sobre la calificación de deuda soberana de este país, ante la creciente fortaleza de su economía.

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

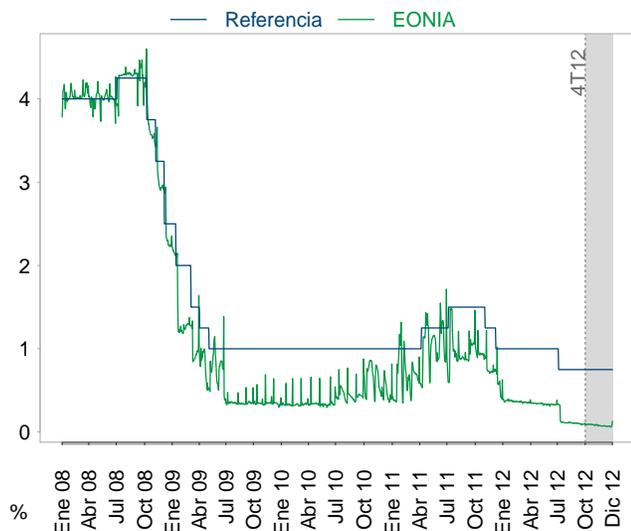


Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (entre 0% y 0,25% - Gráfico 3), el Banco Central Europeo (0,75% - Gráfico 4) y los Bancos Centrales de Inglaterra (0,5% - Gráfico 5) y Japón (entre 0% y 0,1% - Gráfico 6) mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en mínimos históricos. Además, el Banco Central de Japón aumentó el monto del programa de compra de activos en JPY21 trillones a JPY101 trillones.

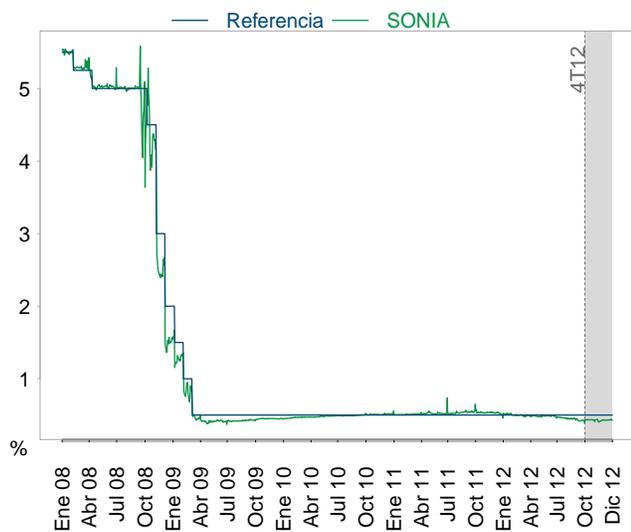
¹⁶El mercado esperaba un crecimiento del PIB del 3T12 de 1,9% para Brasil, de 3,9% para Colombia y de 3,6% para México.

Gráfico 4: Tasa interbancaria y de referencia Zona Euro



Fuente: Bloomberg.

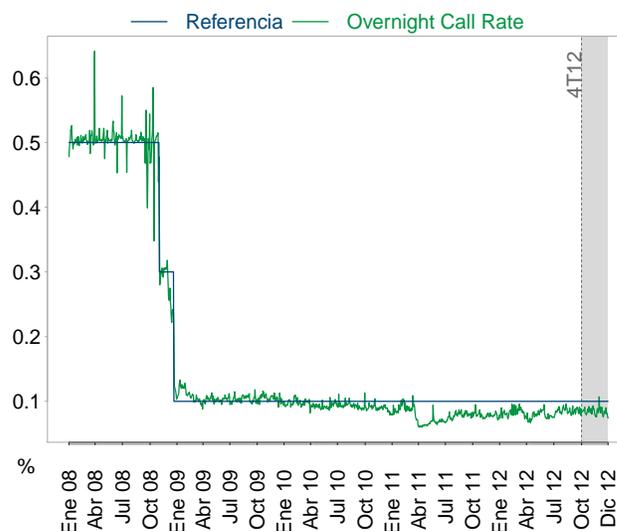
Gráfico 5: Tasa interbancaria y de referencia Inglaterra



Fuente: Bloomberg.

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

Gráfico 6: Tasa interbancaria y de referencia Japón



Fuente: Bloomberg.

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

	Ene 2012	Dic 2012	Δ 4T12 (p.b)	Δ 2012 (p.b)
Hungría	7.00 %	5.75 %	-75	-125
Australia	4.25 %	3.00 %	-50	-125
Colombia	4.75 %	4.25 %	-50	-50
Polonia	4.50 %	4.25 %	-50	-25
Brasil	11.00 %	7.25 %	-25	-375
Turquía	5.75 %	5.50 %	-25	-25
Suecia	1.75 %	1.00 %	-25	-75
Corea del S.	3.25 %	2.75 %	-25	-50
Tailandia	3.25 %	2.75 %	-25	-50
Filipinas	4.50 %	3.50 %	-25	-100
Rep. Checa	0.75 %	0.05 %	-20	-70

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

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 4T12, la percepción de riesgo a nivel local disminuyó respecto al trimestre anterior. Esta disminución se presentó debido a la mejora en la mayoría de los índices de confianza de los agentes de la economía con excepción del índice de confianza de los industriales. Adicionalmente, este comportamiento estuvo acompañado de la caída, para la mayoría de los pla-

zos, en los márgenes entre tasas activas y TES debido principalmente a la caída presentada en la mayoría de las tasas activas y en línea con las reducciones en la tasa de política monetaria en el trimestre anterior y en los meses de noviembre y diciembre. Cabe destacar que durante el trimestre el DANE publicó el dato de crecimiento de la economía para el 3T12 (2,1%) que se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado (3,9%) y que la Superintendencia Financiera de Colombia ordenó la liquidación de la comisionista de bolsa Interbolsa. Respecto al comportamiento promedio del año, los indicadores de consumidores y analistas financieros presentaron una mejora mientras que los indicadores de industriales y comerciantes presentaron un retroceso.

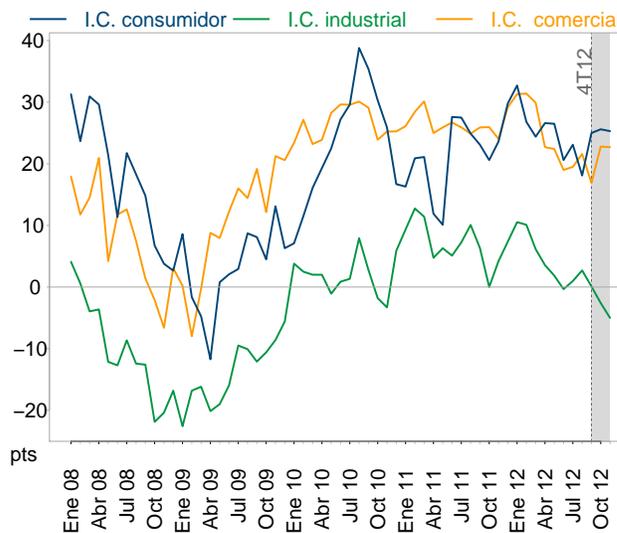
En el *Gráfico 7*, se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que publica Fedesarrollo¹⁷. Se puede observar que los indicadores de consumidores y comerciantes mejoraron respecto al trimestre anterior y cambiaron la tendencia observada desde principios del año. Por su parte el indicador de confianza de los industriales continuó cayendo durante el trimestre y se ubicó en niveles negativos.

En primer lugar, el índice de confianza industrial (5,10 pps) del mes de noviembre disminuyó respecto a septiembre mientras que para el mismo periodo el índice de confianza comercial aumentó (5,8 pps). Adicionalmente, los dos indicadores se ubican por debajo de su media de los últimos 5 años y respecto al 4T11 registraron un deterioro.

El comportamiento del índice de confianza de los industriales estuvo en línea con la publicación de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta de la ANDI que revela un menor ritmo crecimiento de la industria res-

¹⁷Los 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.

pecto al ritmo observado en 2011¹⁸ y los datos de producción industrial y ventas al por menor publicados por el DANE, en donde se observó un deterioro en el crecimiento de la producción industrial¹⁹. Durante octubre el movimiento del índice se explica principalmente por el deterioro de dos de sus componentes: i) nivel de existencias y ii) expectativas de producción para los siguientes tres meses. En noviembre, dos de sus componentes presentaron mejoras (volumen de pedidos y nivel de existencias) aunque estas fueron contrarrestadas por el fuerte deterioro de las expectativas de producción para los siguientes tres meses.

Por su parte, la dinámica del índice de confianza de los comerciantes se explica debido a que para los datos publicados en los meses de octubre y noviembre, al menos dos de sus componentes presentaron una mejora: i) situación actual del negocio, ii) nivel de existen-

¹⁸El crecimiento observado de la producción y ventas totales entre enero y octubre de 2012 respecto al mismo periodo de 2011 fue de 0,9% y 2,9%.

¹⁹Al mes de septiembre, la producción industrial presentó una disminución de 1,3% (esp: 0,6%, ant: -1,9%). Por su parte en octubre, la producción industrial presentó un aumento de 1,2% (esp: 0,0%, ant: -1,5%).

cias y iii) expectativas de la situación para el próximo semestre.

Cabe destacar que dependiendo el trimestre, la Encuesta de Opinión Empresarial (Industriales y Comerciantes) presenta otra serie de preguntas respecto a aspectos como la capacidad instalada, las condiciones de inversión y el empleo, las exportaciones y la construcción. Durante el mes de noviembre, la encuesta preguntó a los exportadores acerca de la rentabilidad de sus exportaciones durante el trimestre. Como resultado se obtuvo que dichos agentes desmejoraron su percepción sobre la rentabilidad respecto al mismo mes del año anterior. Adicionalmente, la encuesta presentó como resultado durante el 3T12 que el factor que más afectó la actividad exportadora fue el transporte interno del país superando a la tasa de cambio.

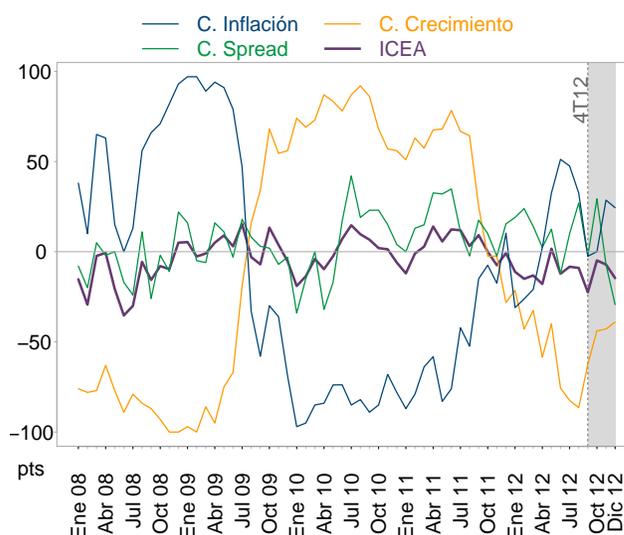
En segundo lugar, el índice de confianza de los consumidores del mes de noviembre aumentó 0,3 pps respecto al mes de septiembre de 2012 y respecto al promedio del 4T11 (3 pps). El comportamiento del índice se vio influenciado principalmente por el incremento registrado en el mes de octubre en el componente de condiciones actuales (+5,2 pps) que compensó la caída en el componente de las expectativas (-2,5 pps) y al incremento en el mes de noviembre de las expectativas (+2,9 pps) que ayudó a contrarrestar la caída en el componente de condiciones actuales (-4,9 pps). Cabe destacar, que el índice actualmente se ubica por encima de su promedio de los últimos 5 años.

En tercer lugar, se analizó el índice de confianza de la economía ICEA que publica Fedesarrollo. El índice reflejó un deterioro importante de las expectativas del spread de deuda soberana que fue compensado por el repunte en el comportamiento de las expectativas de crecimiento (menos administradores presentaron expectativas de un menor crecimiento dentro de 6 meses) y la mejora en las expectativas inflación. El comportamiento en las expectativas de inflación fue influenciado, posiblemente, por la publicación de los datos de inflación de los meses de octubre (0,16 %, esp: 0,16 %) y noviembre (-0,14 %, esp: 0,15 %). En el agregado²⁰,

²⁰El ICEA se calcula como un promedio de los siguientes com-

el ICEA de diciembre aumentó 7,8 pps respecto a septiembre y el promedio del trimestre aumentó 4,4 pps respecto al tercer trimestre del año (Gráfico 8). Cabe resaltar que el promedio del 4T12 se ubicó 6,1 pps por debajo del promedio de 3T11 y que actualmente el índice se encuentra 10,47 pps por debajo de su promedio de los últimos cinco años.

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



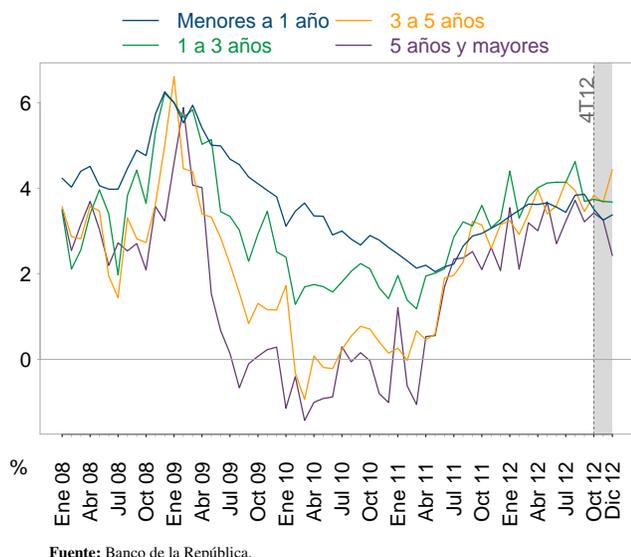
Fuente: Fedesarrollo.

Por otro lado, los márgenes entre las tasas de cartera preferencial y tasas de los TES registraron una disminución para la mayoría de los plazos con excepción del plazo entre 3 y 5 años en donde se observó un incremento en la tasa de cartera preferencial. El promedio del spread entre cartera preferencial y las tasas de los TES del 4T12 respecto al promedio de 3T12 presentó las siguientes variaciones para los diferentes plazos: menos de un año: -48 p.b., entre 1 y 3 años: -1 p.b., entre 3 y 5 años: +97 p.b. y a más de 5 años: -78 p.b. (Gráfico 9). Este comportamiento puede estar asociado a la mayor reducción en las tasas de interés preferenciales que no fue compensada por las valoraciones:

ponentes: i) expectativas de crecimiento económico, ii) expectativas de inflación y iii) expectativas de spread de deuda soberana, que a su vez se miden como la diferencia entre los agentes que esperan que cada componente aumente menos los que esperan que disminuya.

zaciones de los TES, ésto en línea con el ciclo de reducciones en la tasa de referencia y su transmisión a dichas tasas.

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



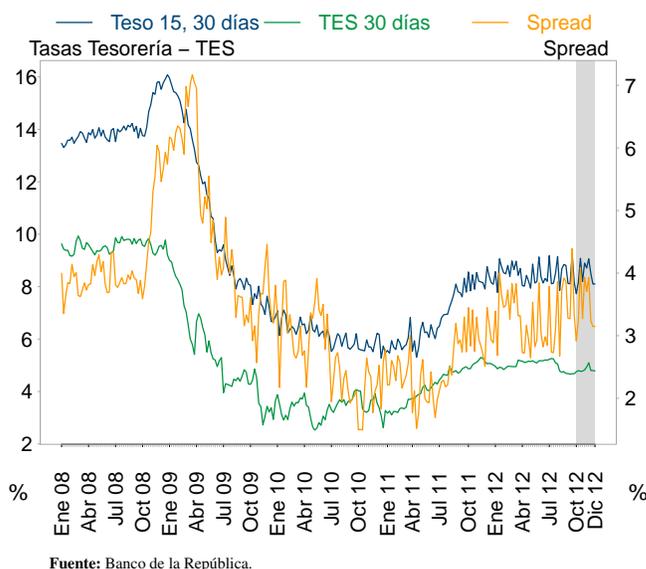
Finalmente, el spread entre las tasas de tesorería y los TES a 30 días se mantuvo estable con algunas fluctuaciones (Gráfico 10), lo que implica estabilidad en la percepción de riesgo respecto a los créditos de tesorería durante el trimestre.

5 Mercado Cambiario

En el 4T12 las monedas presentaron un comportamiento mixto frente al dólar estadounidense. En promedio, el dólar se fortaleció frente a sus principales cruces y a las monedas latinoamericanas (Cuadro 2), lo que se refleja en el aumento de los índices USTW y LACI de 0.8% y 1.1%, respectivamente. Sin embargo, el dólar se debilitó frente a las monedas asiáticas, lo cual se vio reflejado en una disminución de 0.7% en el índice ADXY (Gráfico 11).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación

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



frente al dólar estadounidense fueron el yen japonés, el peso argentino, la corona islandesa y la rupia india, con variaciones de 10.3%, 4.6%, 3.7% y 3.6%, respectivamente. De otra parte, las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar fueron el shekel israelí, el won coreano y el zloty polaco con variaciones de -4.8%, -3.7% y -3.6%, respectivamente, seguidas por el franco suizo (-2.8%), la corona checa (-2.8%), el euro (-2.7%) y el rublo ruso (-2.7%) (Cuadro 2).

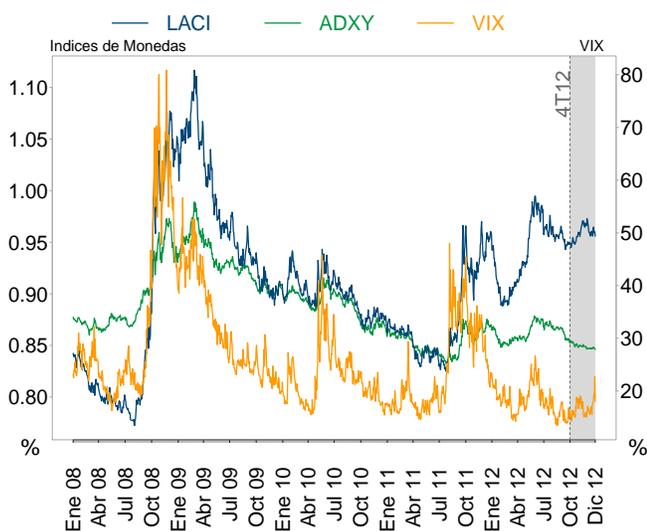
Cuadro 2: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	4T12	2012	País	4T12	2012
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	-2.7%	-1.9%	Korea del Sur	-3.7%	-7.1%
Gran Bretaña	0.1%	-3.8%	India	3.6%	3.2%
Australia	0.1%	-1.6%	Hong Kong	-0.04%	-0.2%
Nueva Zelanda	1.3%	-5.2%	China	-0.8%	-1.0%
Canadá	1.3%	-2.4%	Malasia	0.1%	-3.4%
Dinamarca	-2.6%	-1.6%	Tailandia	-0.7%	-3.0%
Suiza	-2.8%	-2.6%	Indonesia	0.9%	6.7%
Japón	10.3%	11.8%	índice ADXY	-0.7%	-2.5%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-1.8%	-9.0%	Islandia	3.7%	5.0%
Brasil	1.0%	9.7%	Rusia	-2.7%	-5.6%
México	1.3%	-6.5%	Polonia	-3.6%	-10.5%
Argentina	4.6%	14.3%	Rep. Checa	-2.8%	-3.7%
Perú	-1.8%	-5.4%	Israel	-4.8%	-2.1%
Chile	1.0%	-7.7%	Sur África	2.0%	4.8%
índice LACI	1.1%	0.3%	USTW	0.8%	1.5%

Fuente: Bloomberg.

En el trimestre analizado, el comportamiento del índice LACI estuvo influenciado por la percepción de riesgo a nivel internacional (Gráfico 11) y por la reducción de los precios de los productos básicos (en el Cuadro 3 se presentan los productos cuyos precios presentaron las mayores disminuciones).

Gráfico 11: VIX vs. Índices de Monedas



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

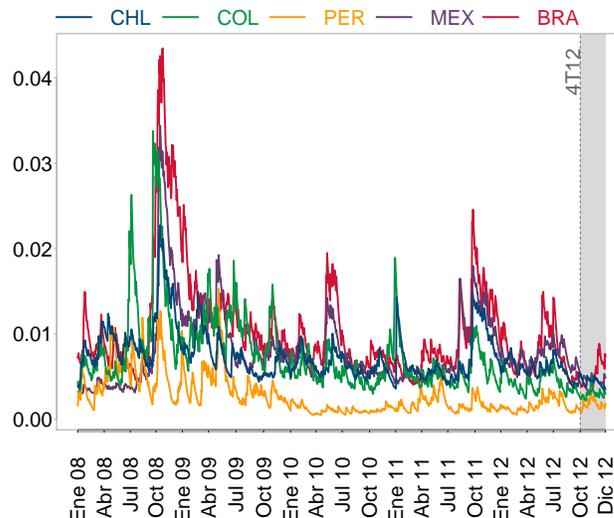
	28 Sep 2012	28 Dic 2012	Variación
Aceite de palma	935.0	755.0	-19.3 %
Café Arabigo	191.5	164.0	-14.4 %
Plata	34.5	30.0	-13.1 %
Trigo	9	8	-12.7 %
Soya	16	14	-10.6 %
Cacao	2571	2298	-10.6 %
Café	114.7	103.7	-9.6 %
Niquel	18520.0	17100.0	-7.7 %
Oro	1772	1656	-6.6 %
Maíz	7	7	-5.6 %
Cobre	8268	7870	-4.8 %
CRB INDEX	284.19	309.3	8.8 %

Fuente: Bloomberg.

Respecto a la volatilidad de las monedas de la región, en el trimestre analizado se observó que el real brasileño fue la moneda más volátil en el trimestre, presentando la mayor volatilidad condicional el 44% de los

días, seguida por el peso mexicano (34% de los días)²¹ (Gráfico 12).

Gráfico 12: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

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

5.1 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el cuarto trimestre de 2012 el tipo de cambio pasó de \$1.800,63 a \$1.768,02 por dólar²², lo cual representa una revaluación de 1,8%²³. En la región también se revaluó el sol peruano (1,8%), mientras que se

²¹ Medida a través de modelos GARCH(1,1).

²² Cifras de tasa de cambio correspondientes al promedio reportado por el sistema SET FX.

²³ Devaluación en octubre de 1,7%, revaluación en noviembre de 1,0% y revaluación en diciembre de 2,5%.

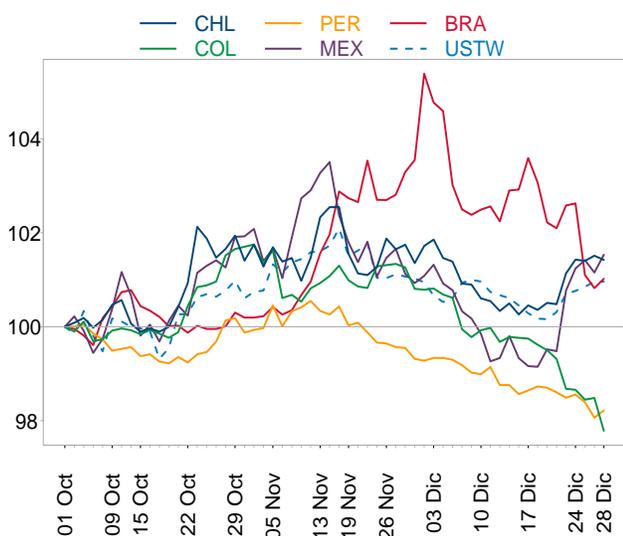
Cuadro 4: Intervención Cambiaria (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil*	México**
2010	3059	8967	0	41952	4466
2011	3719	3737	12000	58305	4614
1T12	780	5561	0	14625	0
2T12	1180	1843	0	-8882	-365
3T12	1420	3343	0	5701	-281
Oct-12	579	1,380	0	3,062	0
Nov-12	450	370	0	-1,620	0
Dic-12	435	1,000	0	-9,395	0
4T12	1,464	2,750	0	-7,954	0
2012	4,844	13,497	0	3,491	-646
RI sep. 30	35,835	58,161	40,107	378,726	161,882

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en US\$ millones. * Incluye operaciones a término en su fecha de vencimiento. La intervención a través de operaciones a término se ha realizado desde el 31 de enero de 2011, aunque en 4T12 no se realizaron. Incluye intervención a través de SWAPS y subastas de venta de dólares con pacto de recompra. ** Incluye el ejercicio de las opciones de venta de dólares al Banco de México. No incluye las compras del BCM a PEMEX por US\$16.933 millones en el año 2012

devaluaron el peso mexicano (1.3%), el real (1.0%) y el peso chileno (1.0%) (Cuadro 5 y Gráfico 13).

Gráfico 13: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 1 de octubre 2012

En el periodo analizado, el comportamiento del peso estuvo influenciado por la percepción de riesgo local,

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

País	4T 2012			2012		
	ΔT.C.	ΔCDS	ΔEMBI	ΔT.C.	ΔCDS	ΔEMBI
MÉX	1 %	-3 %	-11 %	-7 %	-36 %	-33 %
CHL	1 %	-13 %	-18 %	-8 %	-45 %	-32 %
BRA	1 %	-2 %	-10 %	10 %	-32 %	-29 %
COL	-2 %	-7 %	-9 %	-9 %	-38 %	-36 %
PER	-2 %	-8 %	-5 %	-5 %	-43 %	-40 %

Fuente: Fuente: Set FX y Bloomberg.

la cual se redujo²⁴ ((Gráfico 14)) . En las últimas dos semanas de 2012 el comportamiento del peso estuvo asociado a factores locales como: (i) expectativas de mayores flujos de capitales extranjeros ante la aprobación por parte del Congreso de una retención en la fuente a la inversión extranjera inferior a la esperada, y (ii) expectativas de reducciones en la tasa de referencia por parte del BR, ante la publicación del dato de crecimiento del 3T2012 de 2,1%, dato inferior al esperado por el mercado.

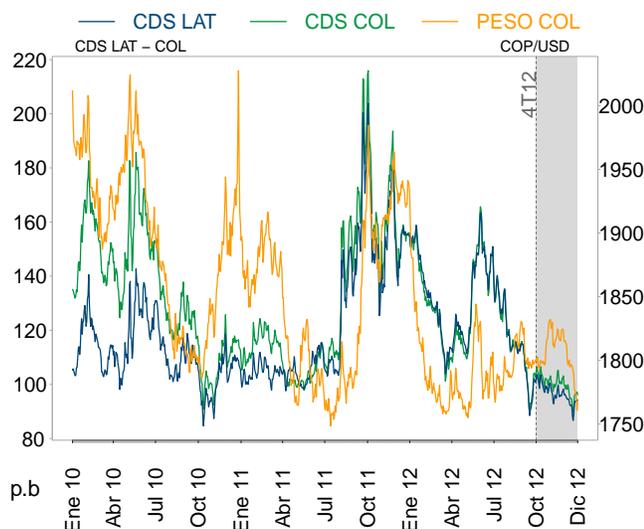
En Colombia se publicaron resultados mixtos en el trimestre. La depreciación de octubre pudo estar influenciada por la publicación de datos negativos de inflación, comercio exterior, producción industrial y ventas al por menor²⁵, y por expectativas de devaluación por la emisión de acciones de Cemex Latam²⁶ en Colombia. De otra parte, la publicación de datos positivos en noviembre y diciembre pudieron contribuir a explicar el fortalecimiento del peso frente al dólar. Específicamente, en noviembre los datos de inflación, ventas al por menor, empleo y comercio exterior fueron posi-

²⁴Los CDS a 5 años de Colombia se redujeron 6,6% en línea con los de otros países de la región que se redujeron: Chile 13%, Perú 8.4%, México 2.8% y Brasil 2.3%.

²⁵La inflación a septiembre fue de 0,29%, frente a un esperado de 0,16%; en agosto la balanza comercial registró un déficit de USD305.4 m (esp: -USD300 m); la producción industrial de agosto disminuyó 1,9% respecto al mismo periodo de 2011 (esp: 2.5%); y las ventas al por menor de agosto aumentaron 1.2% respecto al mismo periodo de 2011 (esp: 6.5%).

²⁶Las expectativas de devaluación se generan teniendo en cuenta que el emisor externo debe girar al exterior todos los recursos de la colocación.

Gráfico 14: CDS Prom Latam*, CDS Col y Tasa de Cambio Col



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM.*Corresponde al promedio simple de los CDS de Chile, Perú, México y Brasil.

tivos²⁷; mientras que en diciembre se publicaron datos positivos de inflación, empleo y producción industrial²⁸.

Respecto a la balanza cambiaria²⁹, las cifras muestran que en el cuarto trimestre de 2012 se presentaron ingresos netos de divisas por la cuenta de capital por US\$3.266 millones y egresos netos de divisas por la cuenta corriente por US\$1627 millones. En el trimestre se presentaron egresos netos de capital privado por US\$251, inferiores en US\$162 millones a los egresos observados en el mismo periodo del año anterior, y

²⁷La inflación a octubre fue de 0.16%, en línea con lo esperado por el mercado; el aumento de las ventas al por menor de septiembre fue de 2.3% (esp: 1.9%); la tasa de desempleo nacional a octubre fue de 8.9% (oct/11: 9%); y la balanza comercial presentó un superávit de USD440 millones frente a un déficit esperado de USD150 millones.

²⁸La inflación a noviembre fue de -0.14% (esp: 0.15%); la tasa de desempleo nacional a noviembre fue 9,2%; y producción industrial de octubre aumentó 1.2%, mientras el mercado esperaba que se mantuviera estable.

²⁹La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_s_externo.htm.

la principal fuente de divisas, al igual que en trimestres anteriores, fue la inversión directa neta en Colombia³⁰, que presentó reintegros por US\$3.805 millones (en el mismo periodo del año anterior ascendieron a US\$3.916 millones).

De otra parte, en el cuarto trimestre de 2012 la inversión de portafolio neta³¹ presentó reintegros por US\$1.122 millones y el préstamo neto de capital privado por US\$738 millones, frente a reintegros por US\$1.617 millones y US\$732 millones, respectivamente, observados en el mismo periodo del año anterior. Por otra parte, el rubro de operaciones especiales del sector privado³² registró en el trimestre salidas por US\$5.916 millones.

Por otro lado, en el trimestre analizado la Posición Propia de Contado (PPC)³³ de los intermediarios del mercado cambiario (IMC) disminuyó en USD1339 millones y se ubicó al cierre del mismo en USD1386 millones (Gráfico 15). El promedio diario de la PPC fue de USD2290 millones, superior al observado en el primer y segundo trimestre de 2012 (USD932 millones y USD2124 millones) y en 2011 (US\$740 millones), pero inferior al promedio observado en el tercer trimestre de 2012 (USD2460 millones).

En cuanto a los futuros de TRM³⁴, durante el cuarto trimestre de 2012 se negociaron un total de 37.976 contratos, volumen menor al negociado durante el

³⁰Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa colombiana en el exterior

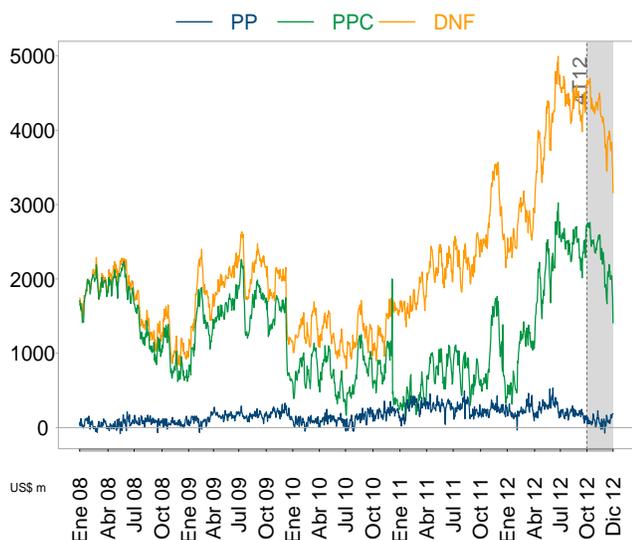
³¹Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior

³²Este rubro registra los movimientos de divisas hacia o desde las de cuentas de compensación, la compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado cambiario local y los movimientos de divisas por operaciones de derivados. En 2012 los recursos girados a las cuentas de compensación se utilizaron principalmente para operaciones de comercio exterior.

³³La Posición Propia de Contado se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en m/e: (i) las inversiones en m/e de carácter permanente; (ii) el endeudamiento que financia algunas de las inversiones permanentes; (iii) las posiciones en operaciones de derivados; (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos; y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en m/l.

³⁴Cada contrato tiene un valor nominal de US\$50.000.

Gráfico 15: Posición propia de contado, Posición propia y Derechos Netos a Futuro

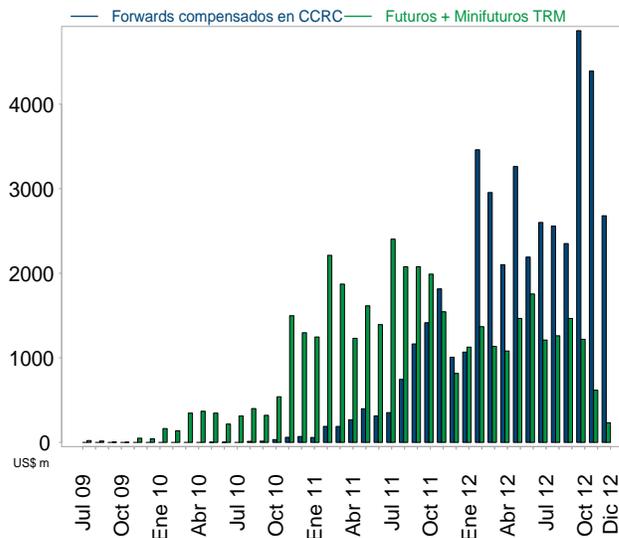


Fuente: Banco de la República.

3T12 (80.180 contratos), por un monto total de US\$1.898 millones. Al 28 de diciembre de 2012 la posición abierta ascendía a 1.050 contratos, la mayoría de ellos con vencimiento en marzo de 2013. Respecto a los mini futuros de TRM³⁵, se negociaron un total de 33.964 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (48.873 contratos) por un total de US\$169,9 millones (Gráfico 16). La posición abierta de mini futuros al 28 de septiembre ascendía a 587 contratos.

Vale la pena resaltar que los forwards de tasa de cambio compensados en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) se mantuvieron relativamente estables frente al trimestre anterior y pasaron de US\$7.509 millones en el 3T12 a US\$11.939 millones en el 4T12 (Gráfico 16).

Gráfico 16: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Mercado Monetario y tasas de interés en Latinoamérica y Colombia

Durante el cuarto trimestre de 2012, los bancos centrales de Perú, Chile y México mantuvieron inalteradas sus tasas de política monetaria³⁶, mientras que el de Brasil la disminuyó, dando continuidad al ciclo expansionista que había comenzado desde agosto de 2011³⁷. Por su parte, el BR anunció recortes de su tasa de referencia que sumaron 50 p.b. durante el cuarto trimestre, dando continuidad al ciclo de recorte de tasas que había iniciado el 27 de julio de 2012.

Las autoridades monetarias que mantuvieron sus ta-

³⁶México no ha modificado su tasa de referencia desde mediados de 2009.

³⁷Entre agosto de 2011 y enero de 2012 Brasil redujo su tasa de referencia de 12,50% a 11,0%, y en el 2012 la recortó hasta 7,25%.

³⁵Cada contrato tiene un valor nominal de US\$5.000.

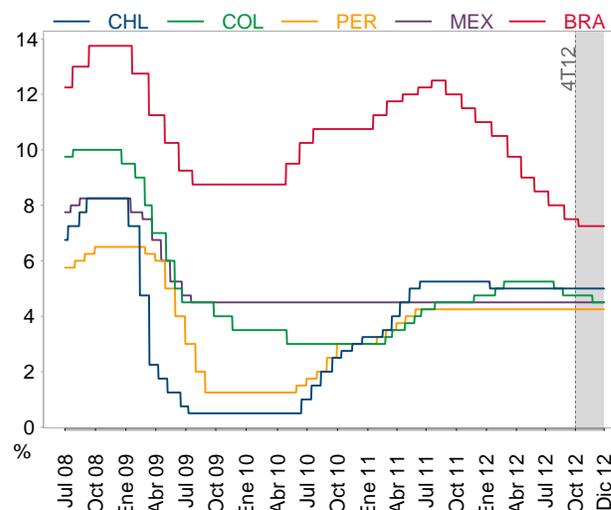
sas inalteradas mencionaron en los comunicados que acompañaron sus decisiones, la adversidad del entorno externo, la desaceleración de la actividad económica de países emergentes ante la menor demanda por parte de economías avanzadas, las perspectivas de menor crecimiento en economías desarrolladas y emergentes, la incertidumbre en torno a los mercados financieros internacionales, y el riesgo de un ajuste fiscal abrupto en EE.UU.. En cuanto a la inflación en estos países, en algunos comunicados se señaló que ésta había alcanzado sus niveles más altos del año en el 3T12 como consecuencia de choques transitorios de oferta, pero había presentado un cambio de tendencia, así que se anticipaba que se redujera en el último trimestre del año. En los casos de México y Perú, los bancos centrales resaltaron la disminución de la inflación y su convergencia hacia los rangos establecidos como metas.

Por su parte, el banco central de Brasil anunció un recorte de 25 p.b. en la reunión de octubre y mantuvo la tasa inalterada en noviembre, en línea con lo esperado por los analistas³⁸, dejando la tasa de política monetaria en el nivel más bajo de su historia (7,25%). Es importante destacar que en octubre modificó sus proyecciones de crecimiento económico y de inflación para el año 2012, con respecto a los pronósticos que había anunciado en el mes de junio. El pronóstico de crecimiento disminuyó de 2,5% a 1,6% y el de inflación aumentó de 4,7% a 5,2%³⁹.

En cuanto al BR, éste mantuvo inalterada la tasa de referencia en el mes de octubre, pero la redujo en las reuniones de noviembre y diciembre, en 25 p.b. en cada una, hasta dejarla en 4,25%. En el comunicado de diciembre, el BR mencionó, entre otros, el crecimiento del 3T12 de 2,1% que resultó inferior al esperado por el equipo técnico del Banco (entre 3,3% y 4,8%), la desaceleración de la demanda interna⁴⁰, la desacele-

ración mundial y su efecto sobre el comercio exterior colombiano, y la incertidumbre a nivel internacional. Adicionalmente, el BR señaló que de acuerdo con los últimos datos conocidos en ese momento, en el año 2012 el crecimiento podría ser inferior a 4,0%, pero informó que se esperaba que en el año 2013 el crecimiento de la economía mundial y de la colombiana fuera superior al observado en 2012 (Gráfico 17 y Cuadro 6).

Gráfico 17: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

País	Variación 4T12*	Variación 2012*	T.R Dic-12
Colombia	-50	-50	4.25 %
Chile	0	-25	5.00 %
Perú	0	0	4.25 %
Brasil	-25	-375	7.25 %
México	0	0	4.50 %

Fuente: Bloomberg. * Puntos básicos.

Con respecto a la inflación, durante el 4T12 ésta disminuyó en Chile, México, Perú y Colombia, de tal manera que en estos países los datos anuales de diciembre fueron inferiores a los registrados en septiembre y en diciembre de 2011. En México y Perú, cuyos da-

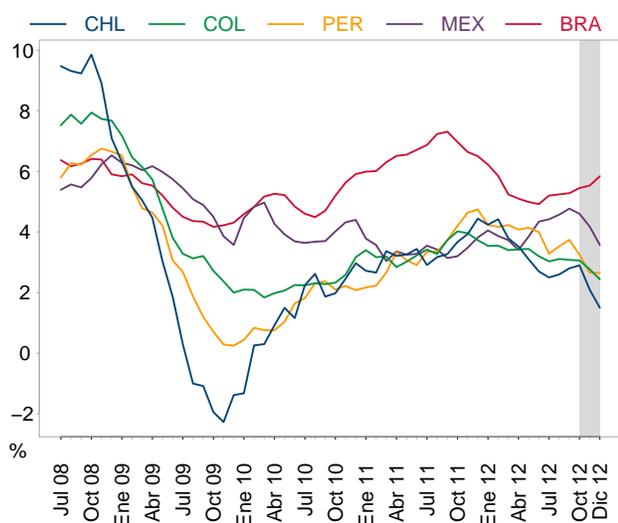
³⁸En diciembre el banco central de Brasil no realizó ninguna reunión.

³⁹Estimaciones incluidas en el reporte de inflación. Según el Banco Central, el deterioro en los pronósticos se dio en un contexto internacional adverso, con expectativas de bajo crecimiento por tiempo prolongado en la economía mundial.

⁴⁰El BR señaló en el comunicado de diciembre, una “fuerte e inesperada contracción de la inversión, en especial la de obras

tos de inflación se habían ubicado por encima de los límites superiores de los rangos meta en lo corrido del año, los datos de diciembre se ubicaron 43 p.b. y 35 p.b. por debajo de estos límites (4% y 3%), respectivamente. En Brasil, contrario a lo ocurrido en los otros países, la inflación aumentó durante el 4T12. Sin embargo, cerró el año en un nivel inferior al observado a finales de 2011 (Gráfico 18 y Cuadro 7).

Gráfico 18: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 7: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2012

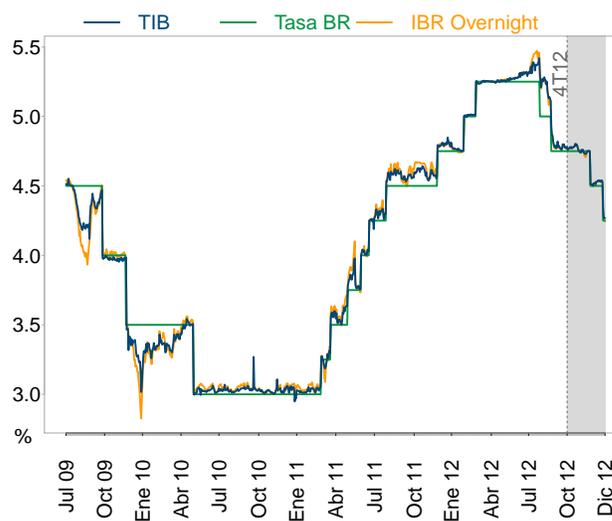
País	Anual Dic 11	Anual Dic 12	Rango meta 12
Colombia	3,73 %	2,44 %	2,0 % - 4,0 %
Brasil	6,50 %	5,84 %	2,5 % - 6,5 %
Chile	4,40 %	1,50 %	2,0 % - 4,0 %
México	3,82 %	3,57 %	2,0 % - 4,0 %
Perú	4,74 %	2,65 %	1,0 % - 3,0 %

Fuente: Bloomberg.

A diferencia de lo ocurrido a mediados del año (finales de julio, principios de agosto) cuando llegaron a ubicarse más de 25 p.b. por encima de la tasa de referencia, durante este trimestre la tasa del mercado interbancario (TIB) y el Indicador Bancario de Referencia (IBR) oscilaron en niveles similares al de la tasa de política monetaria, de tal manera que no la superaron en más de 9 p.b. durante el cuarto trimestre de 2012

(Gráfico 19). Por su parte, la tasa de las operaciones simultáneas, que a finales de julio (27 de julio) había alcanzado un nivel máximo de 6,70%, 145 p.b. por encima de la tasa de política, en el 4T12 presentó una desviación máxima de 24 p.b. por encima de la tasa de referencia. Sin embargo, llegó a ubicarse hasta 47 p.b. por debajo a principios de noviembre ante condiciones de alta liquidez, relacionadas en parte con la disminución de los saldos de la DGCPN. En este contexto, el BR dejó de realizar las subastas de repos a 7 días el 23 de noviembre⁴¹.

Gráfico 19: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

En cuanto al IBR, el 28 de diciembre los indicadores a un (1) mes y tres (3) meses se ubicaron, en términos efectivos anuales, en 4,24% y 4,22%, 1 p.b y 3 p.b. por debajo de la tasa de referencia (4,25%)⁴².

Aunque no tuvo efecto sobre las tasas del mercado monetario, es importante mencionar que en noviembre se presentó un evento inusual que se explica a continuación. El 2 de noviembre, la Superintendencia

⁴¹Estas subastas se habían realizado desde agosto ante condiciones de baja liquidez en el sistema financiero.

⁴²El 28 de septiembre el IBR a 1 mes era 4,61 % E.A. y el IBR a 3 meses era 4,57 % E.A., de tal manera que sus diferencias con la tasa de referencia (4,75 %) eran de -14 p.b. y -18 p.b., respectivamente.

Financiera (SFC) ordenó la toma de posesión de Interbolsa, una de las entidades más grandes del sector de Comisionistas de Bolsa, ante el incumplimiento en el pago de un crédito intradía por \$20 mm, y posteriormente (el 7 de noviembre) informó que la entidad sería liquidada. Este mismo día, con el propósito de evitar los posibles efectos de contagio hacia otras sociedades comisionistas de bolsa, el BR implementó, como medida preventiva, un mecanismo de expansión a través de repos a 14 días garantizados con títulos de deuda privada para las sociedades comisionistas que estaban habilitadas como Agentes Colocadores de OMAS (ACO). De esta manera, desde el 7 de noviembre de 2012, diariamente el BR hace una subasta de repos con deuda privada entre 8:00 a.m. y 8:15 a.m. (en la que únicamente pueden participar comisionistas de bolsa)⁴³, y la subasta tradicional de repos con TES y otros títulos de deuda pública entre 1:00 p.m. y 1:15 p.m. Como ya se mencionó, desde el 23 de noviembre no se realiza la subasta de repos a 7 días. Es importante señalar que, a diferencia de los otros trimestres, en éste la tasa de corte de la subasta de expansión a un día del BR no estuvo por encima de la tasa de referencia en ninguna ocasión. Por su parte, las tasas de corte de la subasta de repos con deuda privada y la de repos a 7 días superaron la tasa de referencia en una ocasión cada una, pese a que los montos demandados habían sido inferiores a los cupos⁴⁴.

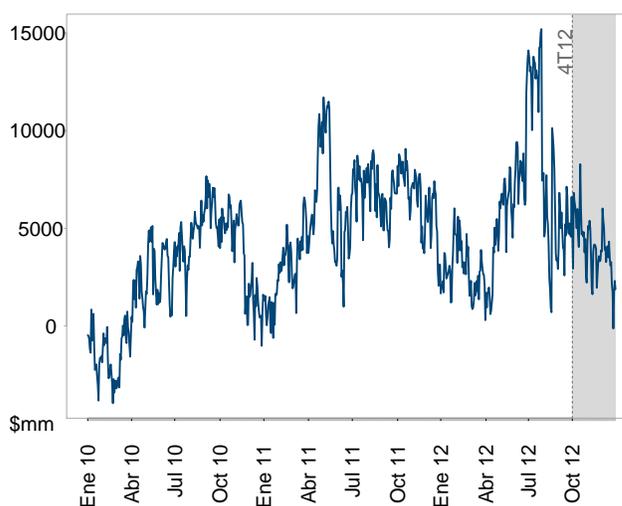
Durante el trimestre, los saldos de expansión del BR disminuyeron, y los saldos de depósito de contracción permanecieron relativamente estables, de tal manera que los saldos netos de expansión presentaron reducciones y la posición acreedora del BR frente al sistema financiero disminuyó, terminando el año 2012 en cerca de \$1.882 mm, nivel inferior al registrado a finales de septiembre de 2012 (\$6.608 mm), y al observado

⁴³Los cupos han oscilado entre \$265 mm y \$300 mm, y los montos demandados han oscilado entre \$265 millones y \$12 mm. En 2012 mediante este mecanismo se realizaron repos por \$42,3 mm.

⁴⁴El día 8 de noviembre la tasa de corte de la subasta de repos con deuda privada fue 5,0%. El monto demandado fue \$4 mm (el cupo era \$300 mm). Por su parte, el día 21 de noviembre la tasa de corte de la subasta de repos a 7 días fue 5,0%. El monto demandado fue \$8 mm mientras el cupo se ubicaba en \$2.027 mm.

a finales de 2011 cuando se había ubicado en \$3.138 mm (Gráfico 20).

Gráfico 20: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Por su parte, la DGCPTN disminuyó significativamente su saldo en el BR⁴⁵. Después de presentar en septiembre un promedio diario de aproximadamente \$20.786 mm, el saldo de la DGCPTN registró en diciembre un promedio diario de cerca de \$11.887 mm. El saldo se redujo debido a que, como es típico durante el último trimestre de todos los años, disminuyeron los ingresos⁴⁶ y se produjo un incremento en los gastos, ocasionado principalmente por inversiones y gastos de funcionamiento de fin de año⁴⁷ (Gráfico 21).

Como había sucedido en el trimestre anterior, en el 4T12 las tasas del mercado monetario disminuyeron, reflejando los recortes de la tasa de referencia por parte del BR. El promedio de la tasa activa⁴⁸ disminuyó 58

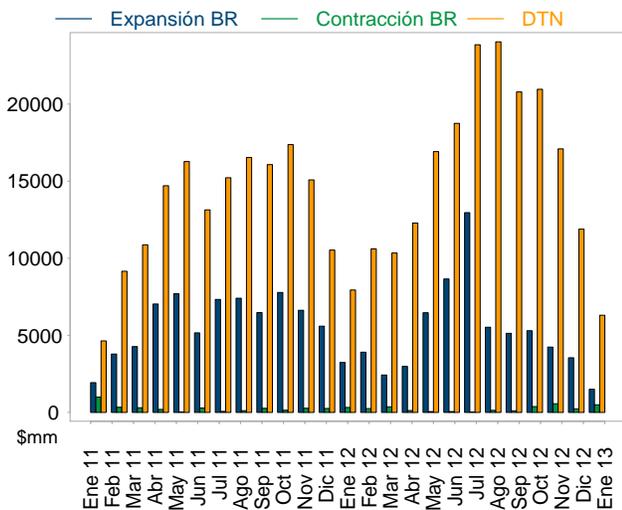
⁴⁵El saldo de la DGCPTN en el BR pasó de \$22.160 mm el 28 de septiembre a \$6.322 mm el 28 de diciembre de 2012.

⁴⁶Impuestos y colocaciones de bonos de deuda pública.

⁴⁷Nóminas, primas, mesadas pensionales, etc.

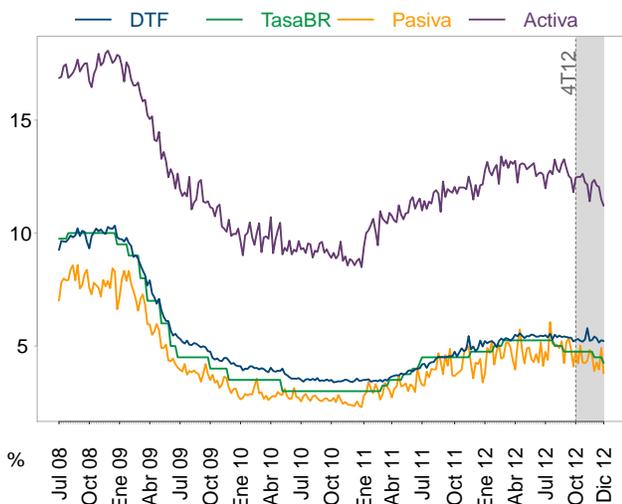
⁴⁸Se entiende tasa activa como el promedio ponderado por monto de las tasas de crédito de consumo, preferencial, ordinario y tesorería. Debido a la alta rotación del crédito de tesorería, su ponderación se estableció como la quinta parte de su desembolso semanal.

Gráfico 21: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2009 - 2012



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 22: Tasas de Interés Activa y Pasiva

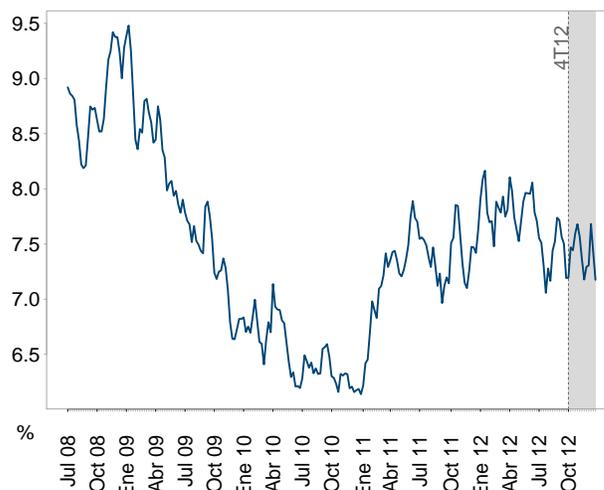


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos Banco de la República.

p.b., y el promedio de la tasa de interés pasiva del sistema financiero cayó 48 p.b. (Gráfico 22). De esta forma, en el período analizado el promedio del margen de intermediación presentó una disminución al pasar de 7,44 % a 7,38 %⁴⁹ (Gráfico 23).

⁴⁹Los datos con los que se calcularon estos promedios tienen

Gráfico 23: Margen de Intermediación (Promedio móvil de orden 4)



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

Con respecto al crédito, la cartera continuó presentando tendencia de crecimiento, aunque a un ritmo similar al del trimestre anterior en el caso de algunos tipos de cartera, y levemente más moderado en el caso de otros. Con datos disponibles a diciembre de 2012, los montos promedio de las carteras de consumo, microcrédito y comercial aumentaron 20 % (ant:21 %), 17 % (ant:19 %) y 12 % (ant:12 %), respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria registró una tasa de crecimiento de 15 % (ant:16 %)⁵⁰(Gráfico 24). Según la encuesta trimestral de la situación del crédito en Colombia que realiza el Departamento de Estabilidad Financiera del BR (DEFI)⁵¹, en el cuarto trimestre los intermediarios financieros percibieron un aumento de la demanda de crédito, en contraste con los anteriores trimestres del año, cuando se percibió desacele-

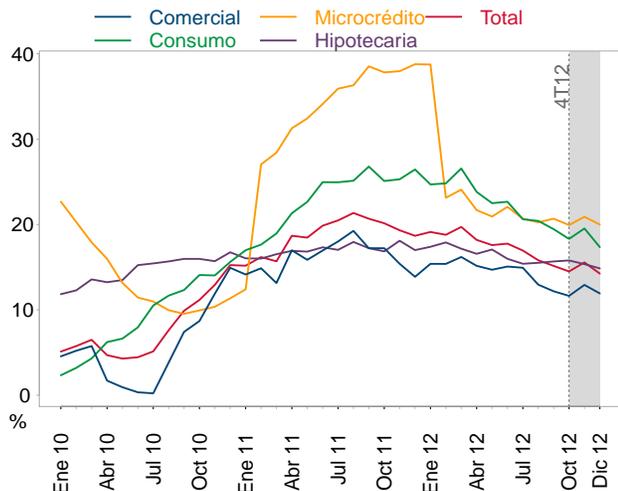
frecuencia semanal. Los promedios del 3T12 se calcularon con datos semanales entre el 6 de julio y el 28 de septiembre de 2012, y los promedios del 4T12 se calcularon con datos semanales entre el 5 de octubre y el 28 de diciembre de 2012.

⁵⁰Estas variaciones se calcularon comparando el último dato del trimestre analizado respecto al último dato del mismo trimestre del año anterior.

⁵¹Realizada durante las dos primeras semanas de diciembre.

ración. Según los encuestados, la carteras comercial y de consumo presentaron el mayor dinamismo, y en particular la de consumo, que había registrado tasas de crecimiento negativas durante los tres primeros trimestres del año, en el último se recuperó. De acuerdo con esta encuesta, en un escenario de exceso de recursos, los intermediarios seguirían teniendo preferencia por la opción de otorgar créditos de consumo, lo que es explicado por un menor riesgo y la búsqueda de mayores rentabilidades.

Gráfico 24: Crecimiento Anual de Cartera



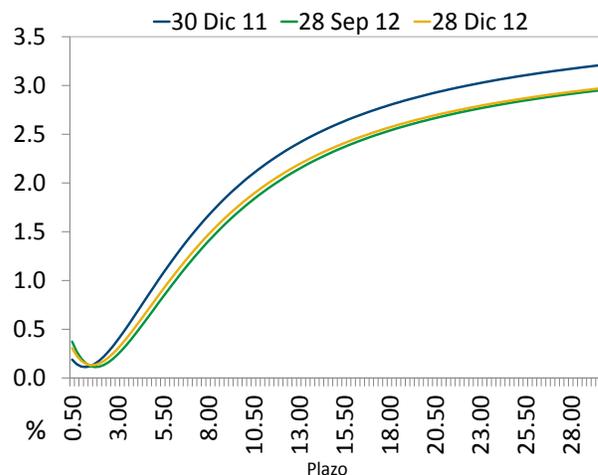
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Cálculos: Banco de la República. *El comportamiento de la cartera de microcrédito está asociado al ingreso de nuevas instituciones de microcrédito.

6.2 Mercado de Deuda Pública

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

En el cuarto trimestre de 2012, las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. presentaron varias tendencias. En octubre, en promedio los bonos de todos los tramos presentaron desvalorizaciones, y en noviembre registraron valorizaciones, pero en el caso de los tramos corto y medio, no alcanzaron a compen-

Gráfico 25: Curva Cero Cupón EE.UU.



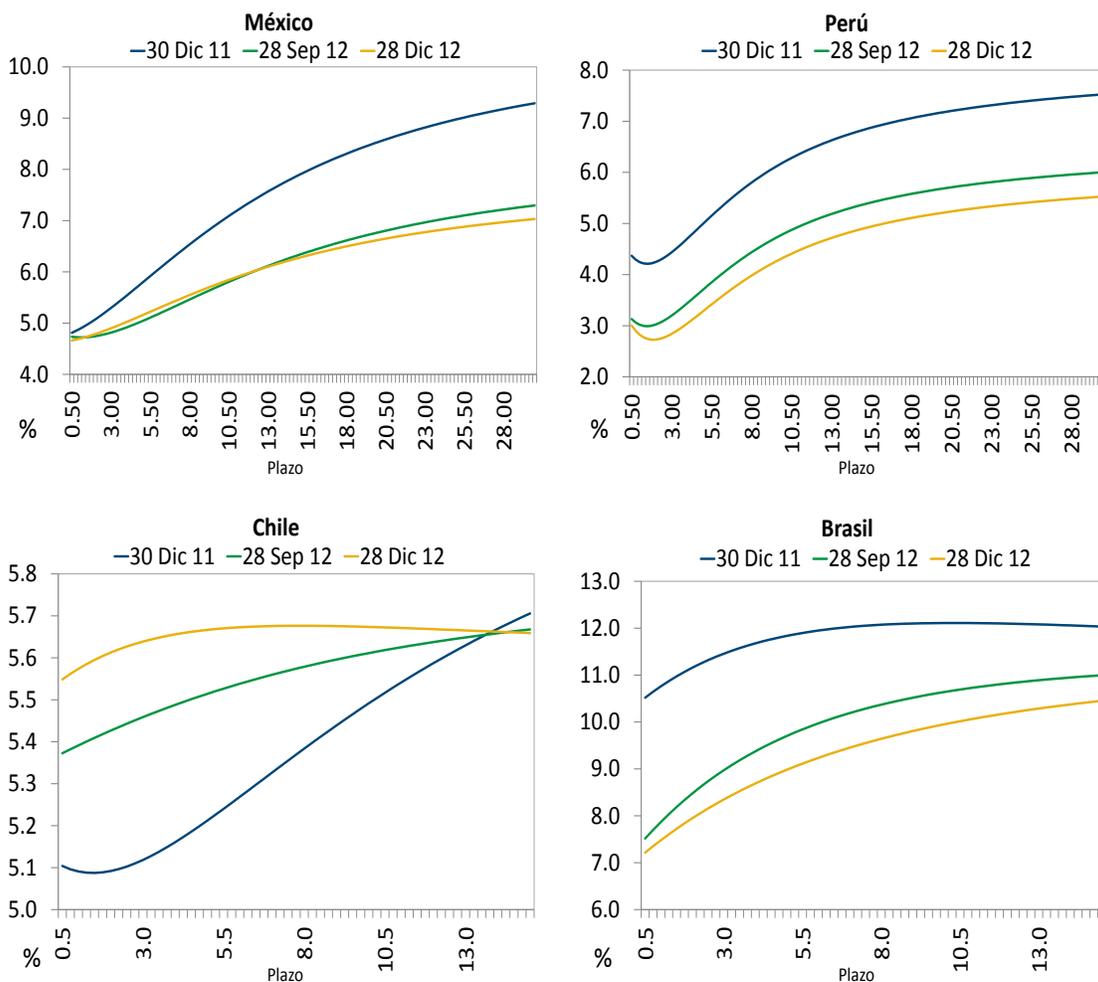
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

sar las desvalorizaciones de octubre. En diciembre, los bonos presentaron comportamientos diferentes. Mientras que los bonos de corto plazo se valorizaron, los de mediano y largo plazo se desvalorizaron. De esta manera, al comparar los datos de finales de diciembre con respecto a los datos del mes de septiembre, en promedio, las tasas de los bonos de corto plazo disminuyeron, y las de los bonos de plazos medianos y largos aumentaron (Gráfico 25). Los episodios de valoración de estos bonos estuvieron relacionados con la mayor demanda de activos refugio ante preocupaciones en torno a la situación fiscal de Europa y EE.UU.. En el caso de este último, había incertidumbre con respecto a los resultados de las negociaciones entre el Gobierno y el Congreso para evitar el “abismo fiscal” que afectaría la recuperación de la economía norteamericana. Es importante mencionar que la valorización de los bonos de corto plazo en diciembre, estuvo asociada al apetito por inversiones seguras debido a que a finales de 2012 se modificaban las condiciones del seguro de depósitos proporcionado por el

Gobierno⁵².

Por su parte, durante el 4T12 los bonos de deuda pública interna de los países de la región presentaron comportamiento mixto. Los bonos de Perú y Brasil se valorizaron, al igual que los bonos del tramo corto de México. Por el contrario, los bonos de Chile y los de los tramos medio y largo de México, se desvalorizaron (*Gráfico 26*). De esta manera, en el año 2012 los bonos de todos los países de la región se valorizaron, con excepción de los de Chile.

Gráfico 26: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

⁵²Hasta el 31 de diciembre de 2012 el monto asegurado era ilimitado, y a partir del primero de enero de 2013 es limitado a US\$250 mil por cuenta de depósito.

6.2.2. Deuda Pública Interna de Colombia

A. Mercado Primario Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 28 de septiembre y el 31 de diciembre de 2012, el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$149.213 mm a \$150.193 mm. El cupo autorizado para la emisión de TES de largo plazo de 2012 era de \$27.500 mm, de los cuales se colocaron bonos por un valor nominal cercano a \$23.433 mm⁵³. En cuanto a los TES de corto plazo, el saldo autorizado durante 2012 era de \$7.500 mm, y el saldo vigente a finales del 4T12 era aproximadamente \$213 mm, igual al del trimestre anterior debido a que no hubo nuevas emisiones.

Es importante mencionar que el 14 de noviembre el Gobierno anunció que, por solicitud del BR, realizaría emisiones de TES B para regular la liquidez hasta por \$4 billones. Lo anterior, teniendo en cuenta los cálculos del BR de la demanda monetaria para fin de año, la intervención en el mercado cambiario, y la expansión que se realizaría por la disminución de depósitos del Tesoro Nacional. El cupo autorizado de estos TES era de \$5.000 mm, y se colocaron bonos por \$2.025 mm con un plazo máximo de 3 años con vencimientos en enero y noviembre de 2014, y en noviembre de 2015⁵⁴, y cupones de 4,75 %, 5,0 % y 5,25 %, respectivamente. Las subastas se llevaron a cabo los días jueves a partir del 15 de noviembre. En las primeras dos subastas los cupos fueron superiores a \$200 mm, pero a partir del 29 de noviembre, fueron reducidos

⁵³A diciembre 28 se habían colocado cerca de \$15.216 mm en subastas, cerca de \$1.792 mm en convenidas y \$6.475 mm en operaciones forzosas. Los TES denominados en UVR se convirtieron a pesos con el valor de la UVR del día 28 de diciembre. Este valor no tiene en cuenta los TES para regular la liquidez.

⁵⁴De acuerdo a lo establecido en el artículo 268 de la Ley 1450 de 2011, los recursos provenientes de colocar TES para regular la liquidez de la economía, no podrán utilizarse para financiar apropiaciones del Presupuesto General de la Nación y serán administrados mediante depósito remunerado en el BR. Además, el artículo 9 de la Ley 1485 de 2011 establece que los rendimientos de estos TES no se atenderán con cargo al Presupuesto General de la Nación.

a montos entre \$60 mm y \$70 mm. En las primeras subastas, las tasas de colocación de los TES con vencimientos en enero de 2014, noviembre de 2014 y noviembre de 2015 superaron las tasas de apertura de los TES de similar vencimiento en el mercado secundario en 40 p.b., 40 p.b. y 27 p.b. respectivamente, pero posteriormente estas diferencias disminuyeron y en el mes se ubicaron en promedio en 13 p.b., 27 p.b. y 19 p.b., respectivamente⁵⁵. Hasta el 28 de diciembre, los nuevos TES registraron negociaciones por un monto total de \$748 mm con tasas promedio cercanas a las de las subastas.

También es importante mencionar que el 28 de diciembre el Gobierno anunció el cumplimiento de las metas fiscales de 2012⁵⁶ y la realización de una operación de redención anticipada de títulos con vencimiento en abril y noviembre del año 2013 por un monto nominal de \$2.300 mm⁵⁷.

En el *Gráfico 27* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B. Con corte al 28 de diciembre, se observa que en el año 2013 los vencimientos representan un 12,2 % del saldo en circulación, de los cuales cerca del 5,1 % (\$7.730 mm) ocurren en el primer trimestre del año⁵⁸.

B. Mercado Secundario Deuda Pública Interna de Colombia

Continuando la tendencia de los tres trimestres anteriores, los bonos de Colombia presentaron valoriza-

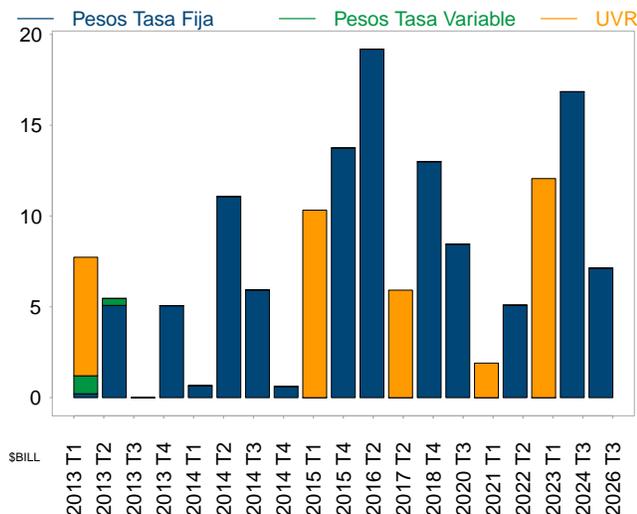
⁵⁵Para los títulos con vencimiento en 2014 se utilizaron como tasas de referencia las de negociaciones en SEN del TES que vencen en mayo de 2014, y para los títulos que vencen en 2015 se tomaron como referencia los TES de octubre de 2015.

⁵⁶El Ministerio de Hacienda señaló en el comunicado que, de acuerdo con el Plan Financiero presentado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, para 2012 se proyectaba que el Gobierno Nacional cumpliría con la meta de déficit contemplada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo al alcanzar 2,4 % del PIB. Este resultado es inferior en 0,4 puntos porcentuales del PIB frente al cierre registrado en 2011.

⁵⁷De acuerdo con el comunicado, esta operación generó un ahorro fiscal cercano a \$164 mm.

⁵⁸La mayoría de estos vencimientos del 1T13 corresponden a TES denominados en UVR (\$6.525 mm).

Gráfico 27: Proyección de Vencimientos TES



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

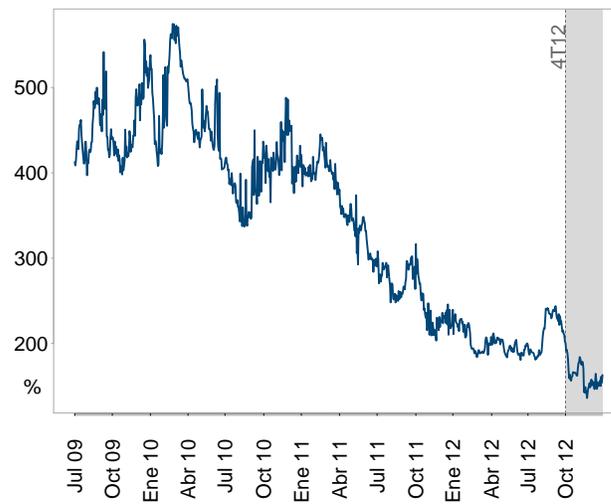
ciones durante el cuarto trimestre de 2012, y algunas referencias alcanzaron niveles mínimos históricos. Las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos disminuyeron en promedio 38 p.b. entre 0 y 2 años, 48 p.b. entre 2 y 5 años y 70 p.b. entre 5 y 15 años⁵⁹ (Gráficos 29 y 30). De esta manera, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó, al pasar de 167 p.b. el 28 de septiembre a 132 p.b. el 28 de diciembre (Gráfico 28).

En el año 2012, las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos disminuyeron en promedio 121 p.b. entre 0 y 2 años, 181 p.b. entre 2 y 5 años y 203 p.b. entre 5 y 15 años. Por su parte, la diferencia entre los rendimientos a 1 y 15 años disminuyó, al pasar de 224 p.b. el 29 de diciembre de 2011 a 138 p.b. el 28 de diciembre de 2012.

Las valorizaciones de los TES de mediano y largo plazo estuvieron asociadas en el mes de octubre, a expectativas de mayor inversión extranjera, generadas por el proyecto de reforma tributaria presentado ante el Con-

⁵⁹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 28: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 15 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

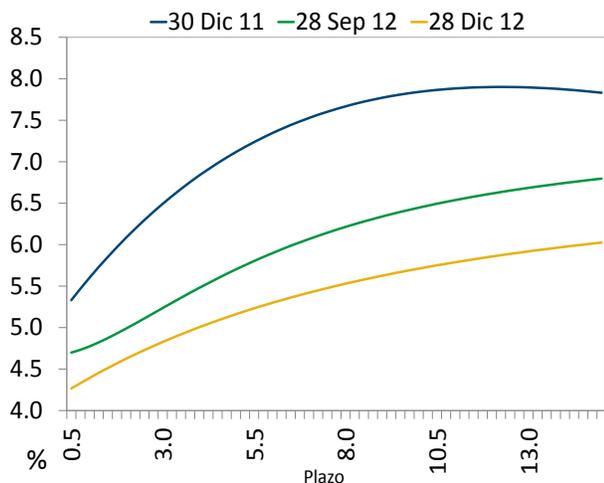
Gráfico 29: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

greso, en el que se proponía que la tarifa de retención en la fuente para las inversiones de capital del exterior de portafolio, fuera modificada de 33% a 14%, y expectativas de menor crecimiento de la economía colombiana después de la publicación de algunos da-

Gráfico 30: Curvas Spot Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM.

tos de producción industrial y ventas al por menor que resultaron inferiores a los esperados. Por su parte, las tasas de los bonos de corto plazo presentaron comportamiento estable, explicado posiblemente porque algunos agentes que habían descartado mayores recortes de la tasa de referencia en lo que restaba de 2012 y habían presionado las tasas de corto plazo al alza, nuevamente descontaron un recorte antes de finalizar el año, luego de la publicación de los débiles datos de producción y ventas minoristas. Es importante mencionar que en octubre las decisiones de los agentes tenían en cuenta que en lo que restaba del año no se realizarían más subastas de TES.

En noviembre, los TES presentaron comportamiento mixto. Hasta el 21 de noviembre, los bonos se desvalorizaron ante los acontecimientos relacionados con Interbolsa y las expectativas de oferta de bonos para regular la liquidez. La última semana del mes, los TES se valorizaron ante el recorte de la tasa de referencia en 25 p.b. que no era esperada por el mercado. A principios del mes hubo nerviosismo entre los agentes del mercado ante los problemas de liquidez que enfrentó la comisionista Interbolsa, seguidos de la toma de posesión y posterior liquidación de esta en-

tidad, y su posible efecto en el sistema financiero⁶⁰. Aunque luego de algunos anuncios por parte de la SFC y el BR que apaciguaron los temores de los agentes del mercado, las tasas presentaron disminuciones⁶¹, a mediados del mes volvieron a aumentar debido a expectativas de mayor oferta de bonos ante el anuncio de las subastas de colocación de TES para regular la liquidez en lo que quedaba del año 2012, que se mencionaron anteriormente. Es importante señalar que los bonos que presentaron mayores desvalorizaciones el 14 de noviembre, día del anuncio, fueron los de corto y mediano plazo dado que las subastas correspondían a bonos de estos tramos. Este día las tasas cero cupón a 1, 5, 10 y 15 años presentaron variaciones de 2 p.b., 8 p.b., 5 p.b. y -5 p.b., respectivamente.

En el mes de diciembre, las valorizaciones fueron impulsadas principalmente por el dato de inflación del mes de noviembre, que generó expectativas de menor inflación y, por ende, de espacio para mayores recortes de la tasa de referencia. Estas expectativas fueron reforzadas, y los bonos continuaron valorizándose, luego de que fuera publicado el dato de crecimiento del 3T12, que sorprendió a la baja⁶². Cabe mencionar que a mediados del mes, los bonos de los plazos mediano y largo registraron desvalorizaciones, probablemente asociadas a que la retención en la fuente para inversión extranjera de portafolio contenida en el proyecto

⁶⁰Entre el 26 de octubre y el 1 de noviembre las tasas cero cupón a 1, 5, 10 y 15 años presentaron variaciones de 1 p.b., 11 p.b., 16 p.b. y 16 p.b., respectivamente. Aunque explícitamente no se comunicó en los informes de los analistas, es probable que este comportamiento haya sido ocasionado por rumores en el mercado sobre las dificultades de liquidez de Interbolsa. El 2 de noviembre, día de la toma de posesión, las tasas cero cupón de 1, 5, 10 y 15 años presentaron incrementos de 4 p.b., 3 p.b., 6 p.b. y 10 p.b., respectivamente. A su vez, el monto negociado de TES denominados en pesos se redujo de \$7,7 billones a \$1,7 billones.

⁶¹El 7 de noviembre la SFC comunicó que Interbolsa se liquidaría y que los TES que poseía así como las operaciones con éstos, serían cedidos a Bancolombia. Por su parte, el BR creó el mecanismo de expansión a través de repos garantizados con títulos de deuda privada (ver sección 6.1)). El 7 de noviembre, las tasas cero cupón a 1, 5, 10 y 15 años presentaron disminuciones de 1 p.b., 3 p.b., 5 p.b. y 7 p.b., respectivamente.

⁶²El PIB del 3T12 sorprendió negativamente al crecer 2,1% frente al mismo trimestre del año anterior, por debajo de lo pronosticado por los analistas (3,9%).

de reforma tributaria había sido incrementada frente a la propuesta inicial. Sin embargo, cuando se conoció el texto definitivo, que aplica tasas de 14% o de 25%, dependiendo de si las inversiones provienen de paraísos fiscales o no, las tasas disminuyeron nuevamente⁶³.

El promedio diario de negociación de TES en el trimestre fue aproximadamente \$4.950 mm⁶⁴, superior al observado en el mismo período del año 2011 (\$3.154 mm aproximadamente) (Gráficos 31, 32). En el Gráfico 32 puede observarse que durante el trimestre el mayor porcentaje de negociaciones correspondía a bonos del tramo medio de la curva (plazos entre 2 y 5 años), seguidos de los del tramo corto (plazos entre 0 y 2 años). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024 cuya participación pasó de 20% a 25% entre el 3T12 y el 4T12, seguidos de los títulos que vencen en mayo de 2014 cuya participación pasó de 22% a 17%. Por su parte, la participación de los bonos que vencen en octubre de 2015 pasó de 17% a 14%.

6.3 Contratos de Futuros de TES

En línea con la tendencia del mercado de contado, los precios de los futuros sobre TES⁶⁵ negociados en la BVC se valorizaron durante el periodo analizado (Gráfico 33).

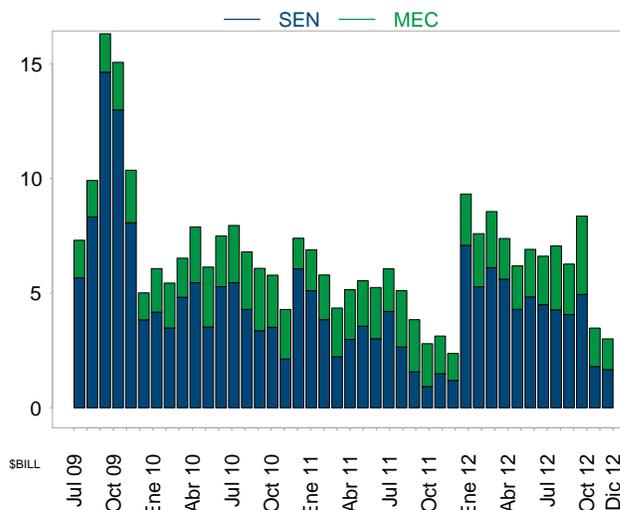
El número de contratos negociados de futuros de

⁶³El 11 de diciembre se llevó a cabo en el Senado de la República el segundo debate de la reforma tributaria, en el cual se llegó a un acuerdo preliminar, de tal manera que la tarifa de retención en la fuente a las inversiones de capital del exterior de portafolio sería modificada, no de 33% a 14% como se había propuesto inicialmente, sino de 33% a 25%. En la tarde del 20 de diciembre, nuevamente se conoció que en el texto de conciliación de la Reforma Tributaria se fijaron dos tasas para las inversiones extranjeras de portafolio, una de 25% si la inversión proviene de un sitio denominado por el Gobierno Nacional como paraíso fiscal, y otra de 14% aplicable a las inversiones extranjeras que lleguen al país de sitios que no son paraísos fiscales.

⁶⁴Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

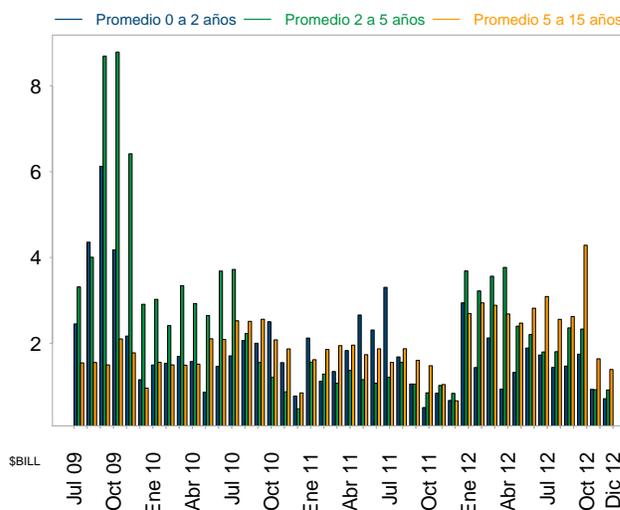
⁶⁵Del contrato con un TES de mediano plazo como subyacente.

Gráfico 31: Monto Promedio Diario Negociado de TES



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

Gráfico 32: Monto Promedio Negociado por plazos de TES

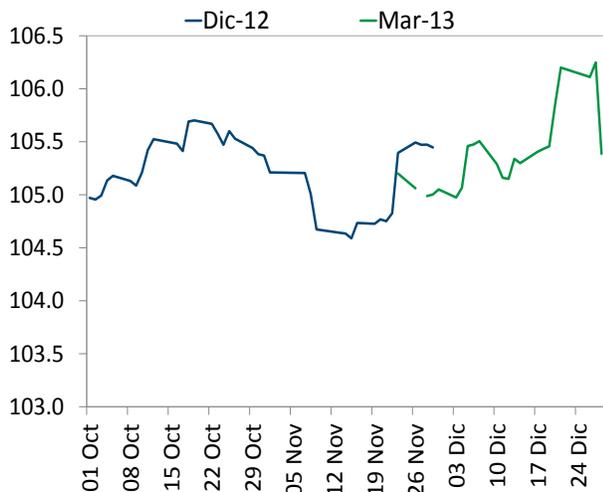


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: DODM. Billones de pesos.

TES⁶⁶ disminuyó al pasar de 30.278 contratos a 29.550 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$7.387,5 mm. Respecto a las posiciones abiertas, durante el trimestre éstas ascendieron hasta 908 y 588

⁶⁶Incluye todas las referencias del futuro: corto, mediano y largo plazo de todos los contratos negociados en el trimestre

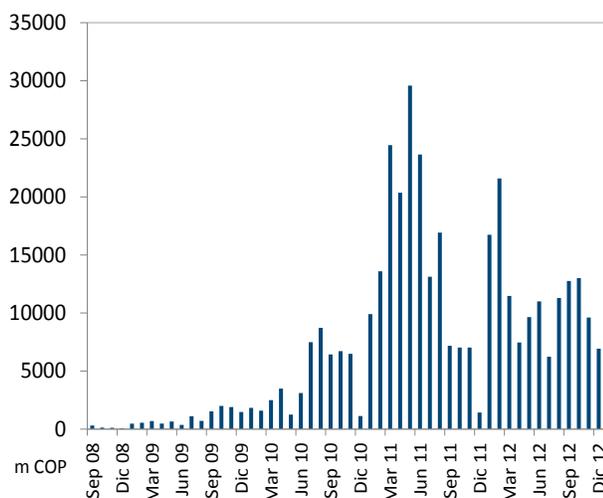
Gráfico 33: Precio de Contratos de TES a Futuro



Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

contratos para los contratos con vencimiento en diciembre de 2012 y marzo de 2013, respectivamente (Gráfico 34).

Gráfico 34: Contratos Pactados de TES a Futuro

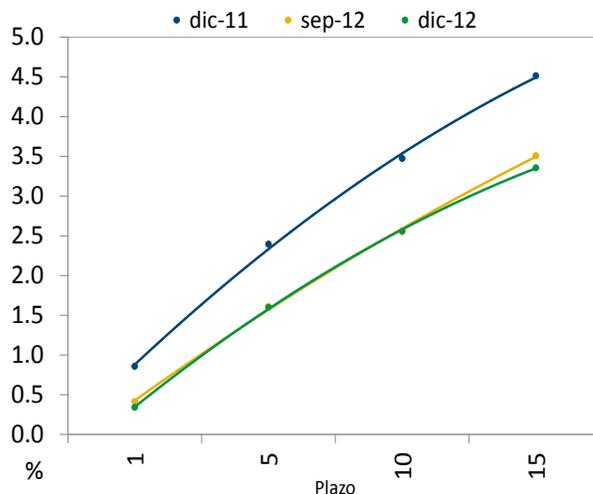


Fuente: Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

6.4 Deuda Pública Externa de los países de la región

Durante el último trimestre del año, los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región no mostraron cambios significativos. Durante el año, la deuda en dólares se valorizó, posiblemente debido a las amplias condiciones de liquidez que predominaron en el mercado monetario durante el año y al apetito por los rendimientos de las economías emergentes. (Gráficos 35, 36 y 37).

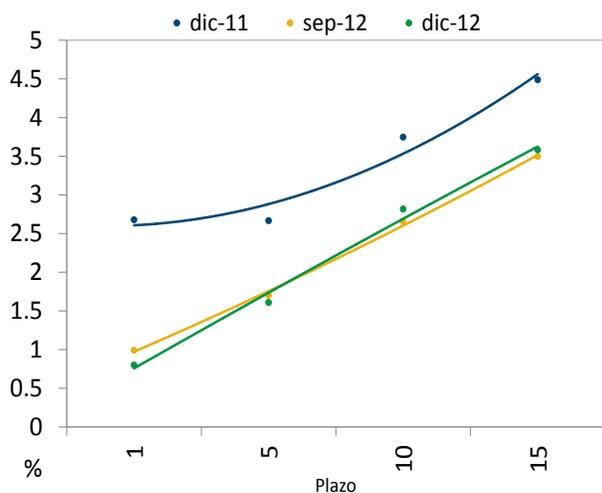
Gráfico 35: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

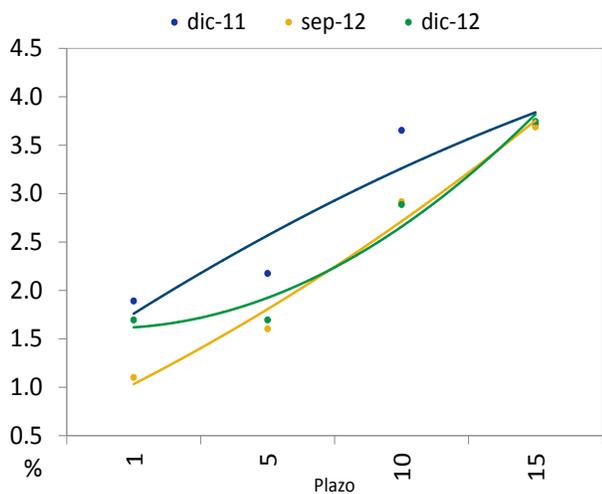
Al igual que lo mostrado en el año, las primas de riesgo hacia la región disminuyeron durante el período analizado. Esta tendencia se vio temporalmente interrumpida en noviembre por la incertidumbre generada a raíz del abismo fiscal en EE.UU. y por la continuación de los temores frente a la situación europea. Posteriormente, las primas de riesgo se redujeron ante los anuncios de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales de países desarrollados. De esta forma, durante el 4T12 el EMBI+ disminuyó 37 p.b. (-13,9%) y los EMBI país se redujeron en promedio

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

19,4 p.b. (14,8%)⁶⁷. En el año las reducciones del

⁶⁷Variaciones EMBI+ países: Colombia: -16 p.b. (-13,4%), Brasil: -22 p.b. (-14,4%), México: -19 p.b. (-14,5%) y Perú -13

EMBI+ ascendieron a 128 p.b. (-41,6%) y los países de la región tuvieron caídas cercanas a los 69 p.b. (-45%)⁶⁸ (Gráfico 39). En cuanto a los Credit Default Swaps (CDS) de bonos a 5 años de los países de la región, durante el trimestre tuvieron leves disminuciones (en promedio -6,5 p.b.)⁶⁹, mientras que en el año han caído cerca de 60 p.b. (-46%)⁷⁰ (Gráfico 38).

Es importante mencionar que el CDS de Colombia termina el año como el menor de la región después del de Chile. Adicionalmente, se destaca que las primas de riesgo de Brasil, pese a que también han mostrado disminuciones, presentan una separación de las de los otros países de la región. Esta tendencia puede ser explicada por noticias desfavorables en materia fiscal en ese país, por el dato de crecimiento anual del PIB en el 3T12 que resultó inferior al esperado (obs: 0,9%, esp: 1,9%, ant: 0,5) y por las recientes medidas en materia tributaria que pudieron haber generado incertidumbre sobre la estabilidad del marco regulatorio a los inversionistas internacionales.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

Durante el último trimestre del año, los bonos de la deuda externa en dólares se valorizaron levemente. Con esas valorizaciones las tasas en dólares culminan el año con reducciones promedio cercanas a los 100 p.b.. Este comportamiento se explica por la solidez que mostró la economía colombiana durante la mayor parte del año, las buenas cifras fiscales, y la confianza de los inversionistas internacionales que se vio reflejada en colocaciones exitosas por USD1.500

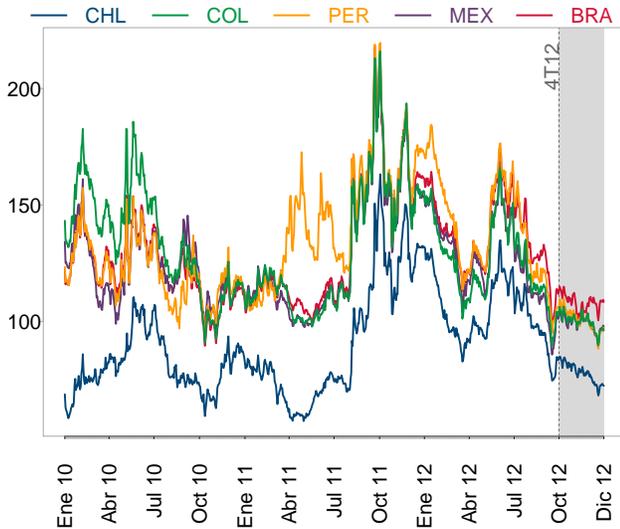
p.b. (-10,9%). EMBI Global Chile: -27 p.b. (-20,9%).

⁶⁸Variaciones EMBI+ países: Colombia: -72 p.b. (-49,6%), Brasil: -66 p.b. (-38%), México: -66 p.b. (-43%) y Perú -86 p.b. (-56,6%). EMBI Global Chile: -56 p.b. (39%).

⁶⁹Variaciones: Colombia: -6,3 p.b. (-6,3%), Brasil: -3,3 p.b.(29%), México: 3,3 p.b. (3,4%), Chile: 10,96 p.b. (-14,1%) y Perú: -9 p.b. (-8,8%)

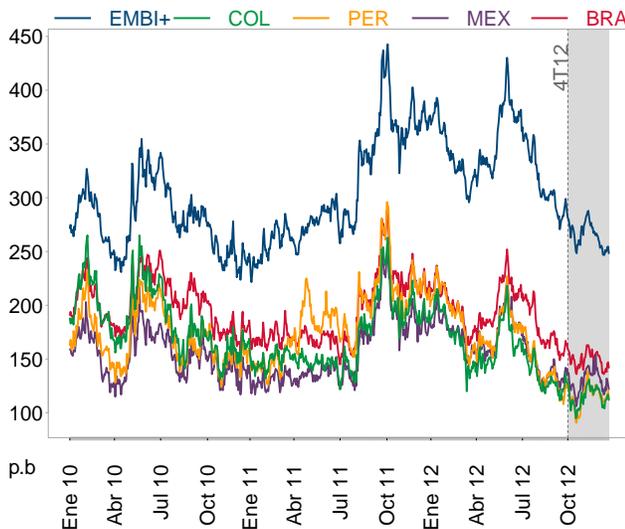
⁷⁰Variaciones: Colombia: -59,8 p.b. (-48%), Brasil: -53 p.b.(-40%), México: -56 p.b. (-41%), Chile:- 59 p.b. (60%) y Perú: -75 p.b. (-57%)

Gráfico 38: Credit Default Swaps 5 años



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39: Spreads Deuda Soberana LATAM



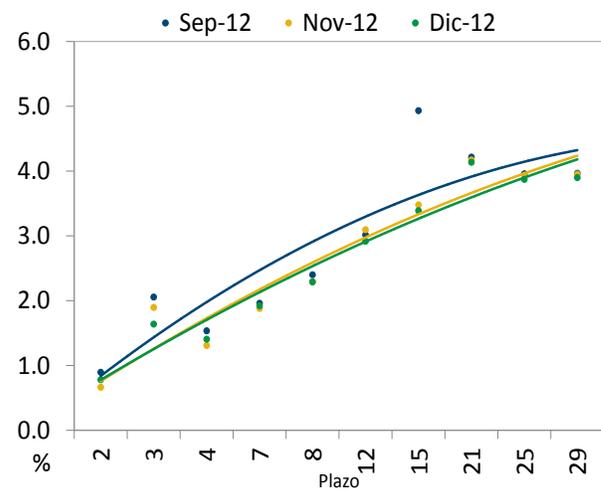
Fuente: Bloomberg.

millones y COP1 billón a tasas históricamente bajas⁷¹. (Gráfico 40)

⁷¹La reapertura del bono Global con vencimiento en 2041 denominado en USD se colocó a una tasa de 4,96% y el TES Global en pesos con vencimiento en 2023 fue emitido a una tasa de 4,5%

En cuanto a la evolución de las medidas de riesgo país durante el trimestre, el EMBI Colombia y el CDS a 5 años disminuyeron 16 p.b. (-13%) y 6 p.b. (-6,3%), en línea con el comportamiento promedio de los países de la región. En el año, el EMBI Colombia y los CDS cayeron 72 (-49,6%) y 60 p.b. (-48%), respectivamente.

Gráfico 40: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia

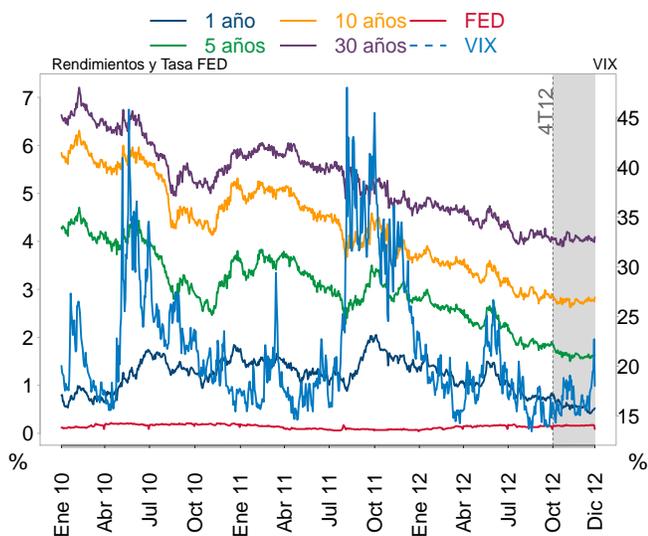


Fuente: Bloomberg.

7 Mercado Primario de Deuda Privada

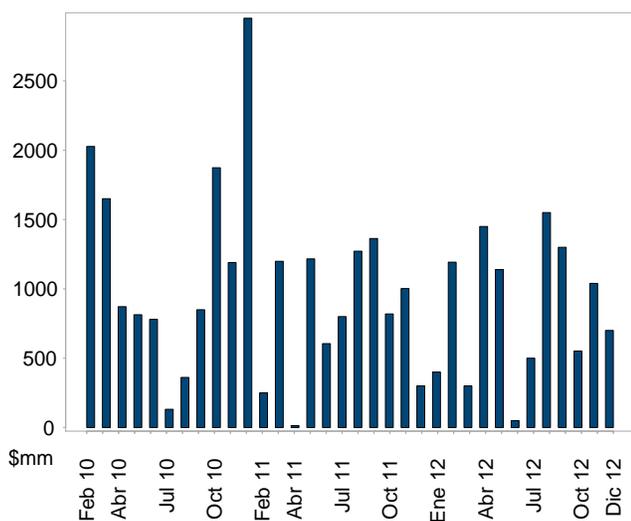
Durante el cuarto trimestre de 2012 la dinámica del mercado primario de deuda privada de acuerdo al monto de colocaciones se debilitó respecto a la observada en el trimestre inmediatamente anterior, con una caída del 31% en el monto de colocaciones y un monto trimestral equivalente a \$2.291 mm (ant: \$3.350 mm) (Gráfico 42). Sin embargo, respecto al mismo trimestre de 2011 el monto aumentó 8%.

Gráfico 41: Rendimientos Deuda Externa de E.E.U.U y Tasa FED



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42: Monto Total Colocado (2010 - 2011)

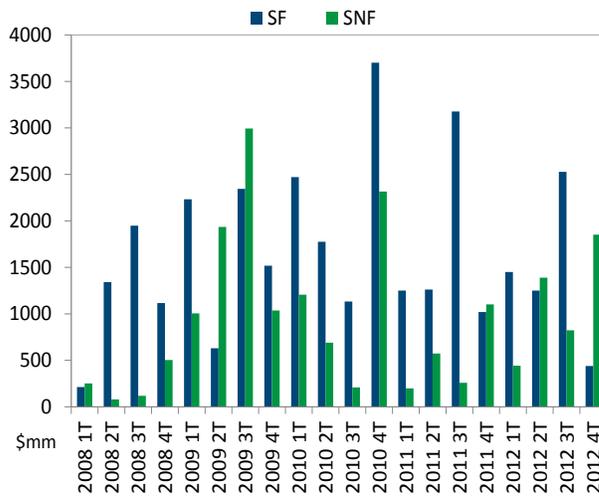


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre el sector no financiero aumentó su participación considerablemente⁷² (+56 pps, 80 % del

⁷²Esta es la mayor participación respecto al total de las colocaciones del sector no financiero.

Gráfico 43: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

total de las colocaciones) registrando un monto de colocaciones que no se observaba desde el 4T10. Por su parte el sector financiero registró un retroceso alcanzando un nivel de colocación mínimo desde el 1T08, lo que llevó a que su participación dentro del total de las colocaciones descendiera a un 20%⁷³ (Gráfico 43).

En línea con lo anterior, las emisiones con mayor monto de colocación durante el trimestre correspondieron a las del sector no financiero y fueron⁷⁴ las de el Grupo Argos (\$750 mm), Emgesa (\$500 mm) y Gas Natural (\$400 mm).

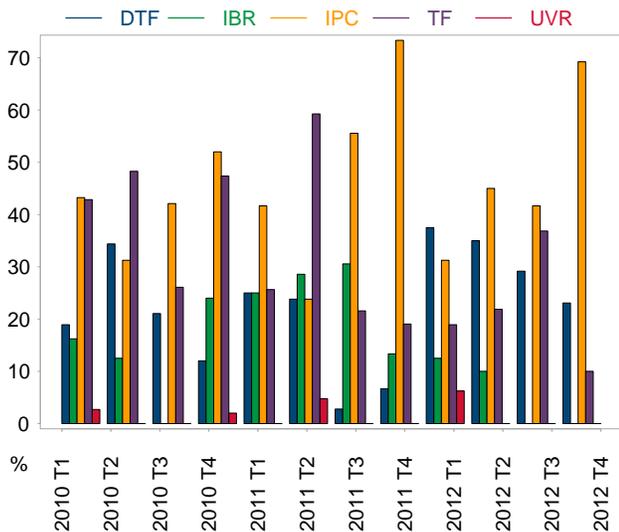
Por otra parte, la proporción del total de colocaciones que fue atada al IPC (69%) se incrementó 27 pps frente al 3T12 mientras la proporción de colocaciones atadas a las demás tasas utilizadas registraron caídas: las colocaciones atadas a la DTF (23%) y a una tasa fija (7%) cayeron 21 y 6 pps respectivamente. Durante el trimestre no se registraron colocaciones atadas al

⁷³Durante el trimestre el único banco que realizó emisiones fue el Banco Colpatria por un monto de \$150 mm.

⁷⁴En el trimestre anterior las mayores emisiones fueron: Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A. (Bancoldex) (\$700 mm), Findeter (\$500 mm) y Banco Davivienda (\$500 mm)

IBR.

Gráfico 44: Colocaciones por Tasa de Interés



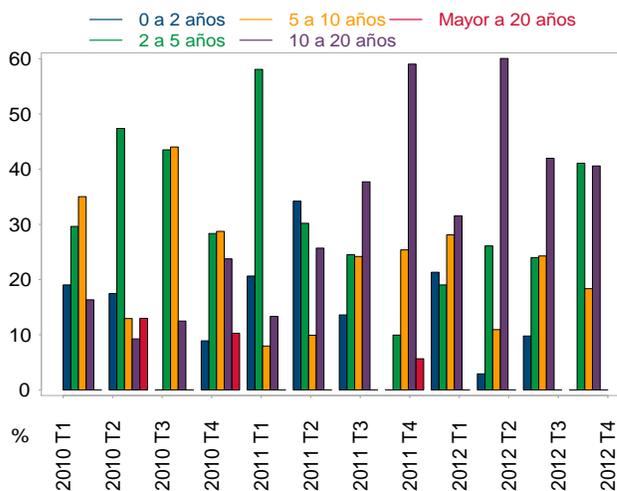
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Respecto a los plazos de colocación, cabe destacar que el plazo que comprende vencimientos entre 2 y 5 años fue el único que registró un incremento durante el trimestre respecto al total del monto colocado (+17 pps). Este comportamiento estuvo acompañado de una reducción en las colocaciones a plazos entre 0 y 2 años (-9,7 pps), entre 5 y 10 (-5,9 pps) y los plazos entre 10 y 20 años (-1,3 pps) (Gráfico 45). Adicionalmente, en línea con las mayores colocaciones del sector no financiero, los plazos entre 2 y 10 años predominaron respecto al total colocado por los agentes durante el trimestre (82%).

De otra parte, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas disminuyó respecto al trimestre anterior (-20 p.b); la demanda por colocaciones (\$4325 mm) fue 1,88 veces el monto colocado (demanda trimestre anterior: \$6000 mm, 2 veces) (Gráfico 46).

Las emisiones con mayor demanda fueron las de bonos subordinados de Colpatria con una demanda de 3,31 veces el monto colocado, seguida de la de bonos ordinarios de Gas Natural con una demanda de 3 veces

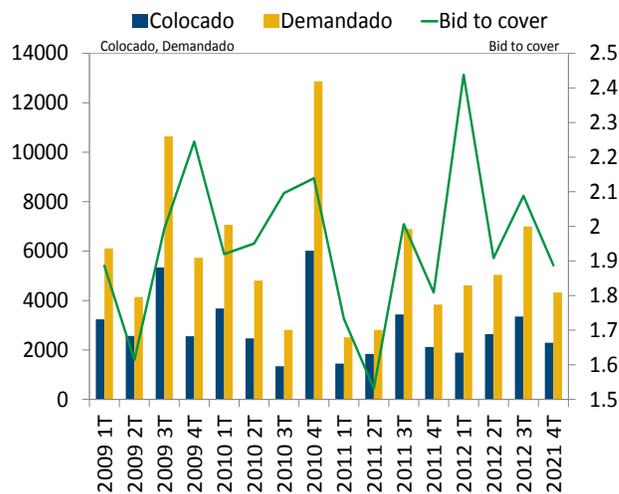
Gráfico 45: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

el monto colocado y la de bonos ordinarios de Emgesa con una demanda 2,63 veces el monto colocado.

Gráfico 46: Monto Colocado VS Monto Demandado

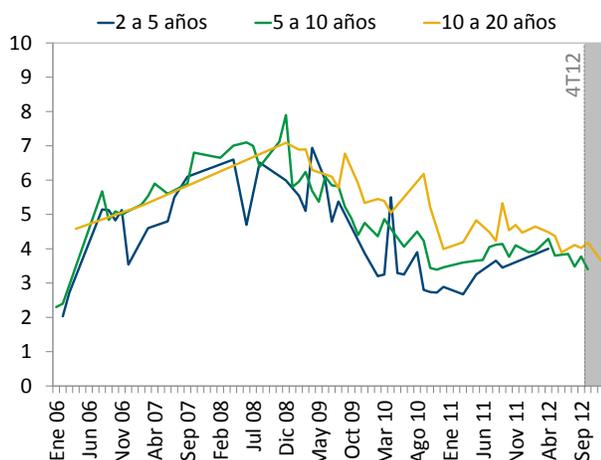


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el cuarto trimestre de 2012, la tasa o margen promedio de las colocaciones de deuda privada atadas al IPC, disminuyó para los plazos entre 5 y 10 años y

10 y 20 años, mientras que durante el trimestre no se presentaron colocaciones atadas al IPC para los demás plazos *Gráfico 47*.

Gráfico 47: Tasa de Colocación - Margen sobre la inflación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

Durante el cuarto trimestre de 2012 en general los índices accionarios de países desarrollados como de emergentes, con excepción de EE.UU. y Perú presentaron valorizaciones. Las valorizaciones se dieron principalmente ante la disminución de la percepción de riesgo en Europa y las medidas de estímulo monetario de algunas economías desarrolladas. El comportamiento en EE.UU. estuvo influenciado por la incertidumbre en torno al “abismo fiscal” (ver sección Entorno Internacional).

En EE.UU. las bolsas se desvalorizaron⁷⁵ ante la incertidumbre de las negociaciones del llamado “abismo fiscal”, las reducciones en los pronósticos de crecimiento por parte del FMI (octubre) y las elecciones presidenciales de este país (noviembre).

⁷⁵El S&P500 se desvalorizó un 1%, el NASDAQ se desvalorizó un 3% y el Dow Jones se desvalorizó un 2,4%.

Por su parte, en Europa el Eurostoxx se valorizó 7,4% durante el trimestre, debido principalmente a las medidas del BCE para impulsar el crecimiento económico, a la entrada del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), y a la aprobación del segundo paquete de rescate de Grecia y a un canje de deuda propuesto por su Gobierno.

Por otra parte, las bolsas de China y Japón presentaron valorizaciones importantes durante el periodo analizado, ante la publicación de datos favorables de actividad económica, particularmente en China, y ante las medidas de estímulo por parte del Gobierno y el Banco Central de Japón. En Japón, el índice Nikkei registró una valorización de 17% impulsada por la ampliación del programa de compra de activos por parte del banco central y en China el Shanghai Composite registró un crecimiento de 7% ante las favorables cifras de producción industrial y comercio minorista.

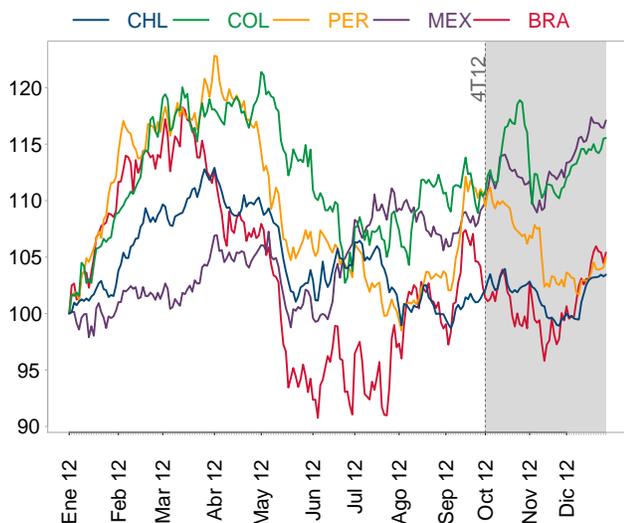
En América Latina, a excepción del IGBVL de Perú, los índices accionarios presentaron valorizaciones (*Gráfico 48*), influenciados por la reducción en la percepción de riesgo en Europa. El índice que presentó la mayor valorización de la región en el periodo analizado fue el MEXBOL de México (6,9%) seguido por el IGBC de Colombia (4,7%), el IBOV de Brasil (3%) y el IPSA de Chile (1,6%).

El IGBVL de Perú presentó una desvalorización durante el trimestre (5,1%), a pesar de la publicación de datos positivos de crecimiento económico en ese país, posiblemente influenciada por la caída que durante el trimestre registraron en general los precios de los commodities, particularmente los productos mineros⁷⁶.

En la *Gráfico 49*, se puede observar que los coeficientes de variación de los índices bursátiles de la región, en general disminuyeron con respecto al trimestre anterior. El IGBC de Colombia fue el que en promedio presentó el mayor coeficiente de variación, seguido del IBOV de Brasil, el IGBVL de Perú, el MEXBOL de México y el IPSA de Chile.

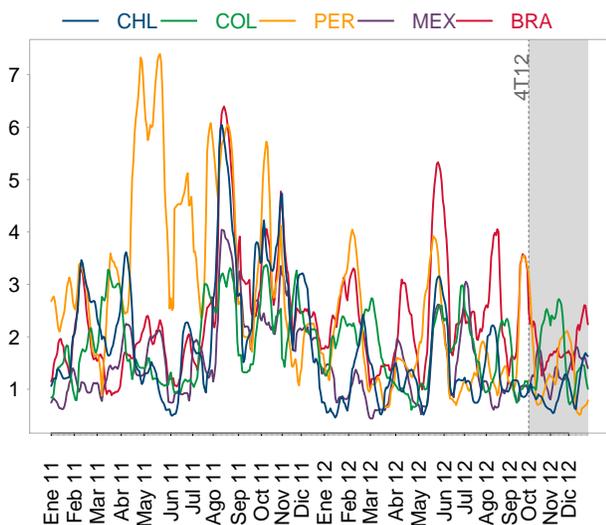
⁷⁶Aproximadamente el 63,19% de IGBVL está concentrado en materiales y minería.

Gráfico 48: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero de 2012

Gráfico 49: Coeficiente de Variación de los Índices Bursátiles de la Región



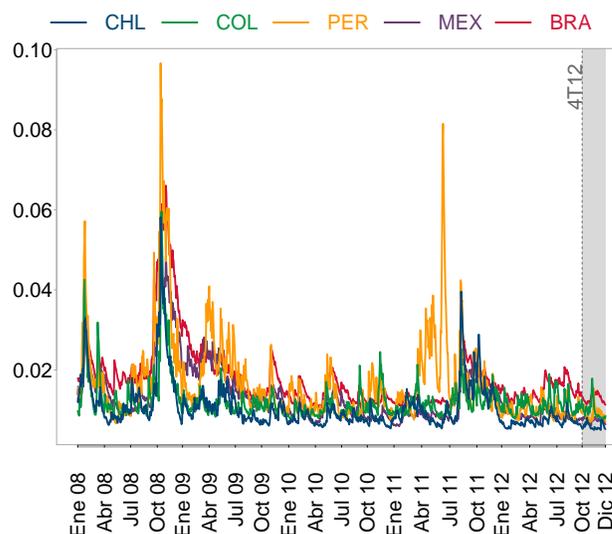
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. Ventana móvil de 20 días.

En cuanto a volatilidad condicional⁷⁷, durante el 4T12, el promedio en la región disminuyó levemente

⁷⁷Medida a través de modelos GARCH(1,1).

con respecto al trimestre anterior. Se debe resaltar que la volatilidad condicional del IGBC presentó un incremento durante el mes de noviembre debido al proceso de intervención de la comisionista de bolsa Interbolsa que lo llevó a ser el segundo índice, detrás del IBOV de Brasil, en presentar una mayor volatilidad condicional durante el trimestre. Por su parte, el IPSA de Chile fue el índice que tuvo la menor volatilidad condicional de la región durante el periodo, seguido por el MEXBOL de México (Gráfico 50).

Gráfico 50: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



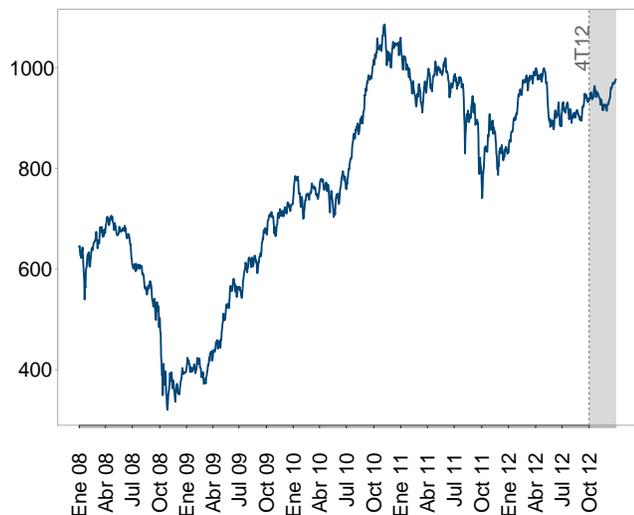
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁷⁸, durante el 4T12 los inversionistas colombianos vendieron acciones de Chile y Perú por \$739 millones netos frente a \$167 millones en el trimestre anterior; mientras que los inversionistas chilenos y peruanos compraron acciones colombianas por un monto neto de \$3009 millones frente a \$12,6 millones del trimestre anterior. El índice S&P Mila 40, el cual está compuesto por las 40 acciones más líquidas negociadas en este mercado (Gráfico 51) presentó un aumento de 4,6% durante el periodo analizado.

En Colombia, el promedio diario negociado en el mer-

⁷⁸Fuente: MILA.

Gráfico 51: S&P MILA 40



Fuente: Bloomberg.

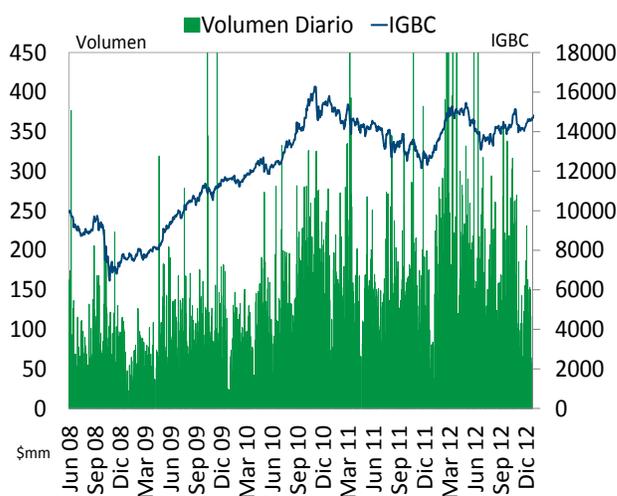
cado accionario continuó disminuyendo con respecto al trimestre anterior, evidenciando un menor apetito por parte de los inversionistas en renta variable. Entre los factores que influyeron este comportamiento se puede destacar la liquidación de Interbolsa y la reducción de los volúmenes de negociación que se presenta generalmente durante el último trimestre del año. Durante el 4T12, se negociaron diariamente en promedio \$148 mm, frente a un promedio diario negociado en el 3T12 de \$158 mm y de \$211 mm durante el primer semestre del 2012. (Gráfico 52).

El IGBC, el Colcap y el Col20, presentaron valorizaciones durante el periodo analizado de 4,6%, 9% y 0,8% respectivamente, ante la reducción de la percepción de riesgo en Europa y la entrada de inversiones en activos de renta variable por parte del Fondo de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET) debido a la expedición del decreto 1861 del 6 de septiembre de 2012⁷⁹.

En cuanto a la negociación de futuros de COLCAP,

⁷⁹Dicho decreto establece que el FONPET podrá invertir hasta el 5% de sus recursos en activos de renta variable. Además, las inversiones dentro locales se deben llevar a cabo en el ETF IColcap.

Gráfico 52: IGBC y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

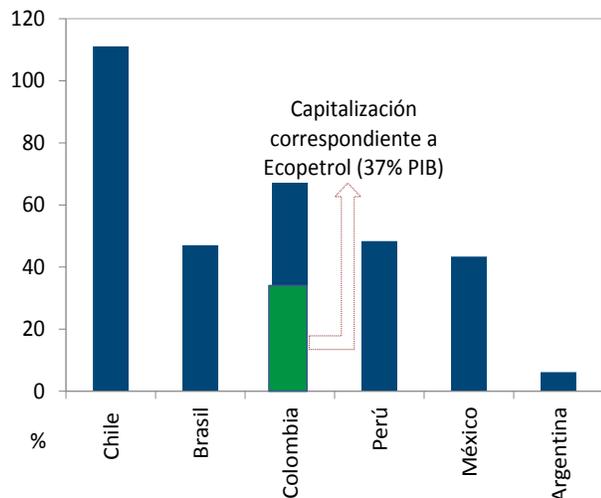
durante el trimestre se negociaron 69 contratos frente a los 89 contratos negociados en el 3T12⁸⁰ y su valor tuvo un comportamiento similar al del índice.

En el mercado secundario de acciones, los principales demandantes netos fueron los agentes extranjeros, los fondos de pensiones y cesantías y los otros fondos, que demandaron en neto \$583 mm, \$547 mm y \$230 mm respectivamente. Por otra parte, los principales oferentes netos fueron las personas naturales, el sector real y las sociedades comisionistas de bolsa, que vendieron en neto \$764 mm, \$275 mm y \$178 mm respectivamente.

En cuanto a emisión de acciones durante el 4T12, Concreto adjudicó \$243 mm tras presentar una demanda de \$367,5 mm. Por otra parte, Cemex Latam Holdings adjudicó \$278,7 mm en el mercado colombiano tras presentar una demanda de \$520,2 mm. Sobre esta última emisión, se debe resaltar que en total Cemex Latam adjudicó alrededor de US\$ 1150 millones, tras una colocación paralela con inversionistas ex-

⁸⁰El valor de cada contrato es igual a 25.000 pesos multiplicados por el valor del COLCAP

Gráfico 53: Capitalización Bursátil/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Federación Mundial de Bolsas.

tranjeros.

Con datos estimados del PIB de 2012⁸¹ y datos de capitalización bursátil a noviembre de 2012, se comparan los tamaños de las bolsas de la región medidos a través de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB. En el Gráfico 53 se puede observar que la bolsa de Chile tiene el 111% de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, siendo el más alto de la región; seguido por el de las bolsas de Colombia (67,1%) y Perú (48,3%). Los indicadores de Brasil, México y Argentina se ubicaron en 47%, 43,3% y 6,1%, respectivamente.

Según el indicador de velocidad de rotación calculado a septiembre de 2012⁸², la bolsa de Brasil alcanza la mayor velocidad de rotación, con un porcentaje de 60,7%; seguida por las bolsas de México (26,7%), Chile (12,5%), Colombia (8,9%) y Perú (5%)

⁸¹Fuente: FMI.

⁸²Este indicador compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios de la región medidos a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil.