

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

II trimestre de 2018





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre de 2018

Banco de la República

Julio de 2018

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

## **Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales**

Pamela Cardozo  
Subgerente

## **Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados**

Juan Sebastián Rojas  
Director

## **Sección Desarrollo de Mercados**

José Vicente Romero  
Jefe

Laura Viviana León  
Diego Alejandro Martínez  
Julián Camilo Mateus  
Andrés Mauricio Mendoza  
María Fernanda Reyes  
Tatiana Venegas  
Daniel Ricardo Vergara

## **Estudiantes en práctica profesional**

Efraín Araxue Ramírez  
Laura Alejandra Romero

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Entorno Internacional . . . . .	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local . . . . .	6
2.3	Mercado cambiario . . . . .	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local . . . . .	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	7
2.6	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno Internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>18</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>21</b>
5.1	Mercado Cambiario Global . . . . .	21
5.2	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	24
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>26</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	26
6.2	Mercado Monetario Colombiano . . . . .	27
6.3	Mercado de Deuda Pública . . . . .	28
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	28
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	32
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	35
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	36
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>37</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>39</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	40
8.2	Europa . . . . .	40
8.3	Asia . . . . .	41
8.4	Latinoamérica y Colombia . . . . .	41

## Índice de Gráficos

1	Desempleo en principales economías desarrolladas . . . . .	8
2	Nóminas no agrícolas y Solicitudes Iniciales de Desempleo en EE.UU. . . . .	8
3	Confianza de los consumidores en EE.UU, Reino Unido y la zona euro . . . . .	9
4	PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas . . . . .	9
5	Crecimiento en principales economías desarrolladas . . . . .	9
6	Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas . . . . .	10
7	Crecimiento en economías emergentes . . . . .	10
8	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes . . . . .	11
9	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes . . . . .	11
10	Cambio en la curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas . . . . .	12
11	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	15
12	Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido . . . . .	17
13	Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU. . . . .	17
14	Índices de Confianza . . . . .	18
15	Incertidumbre en Política Económica para Colombia . . . . .	19
16	Expectativas de Crecimiento para 2018 (EOF) . . . . .	19
17	Expectativas de Inflación (EOF) . . . . .	19
18	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	20
19	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .	20
20	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	20
21	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	21
22	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .	21
23	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	22
24	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	22
25	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	24
26	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	24
27	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	24
28	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	25
29	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	25
30	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	27
31	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	27
32	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	28
33	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	28
34	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2018 . . . . .	28
35	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	29
36	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	31
37	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	33
38	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	33
39	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	33
40	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	34
41	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .	34
42	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . . .	34

43	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	35
44	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	35
45	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	35
46	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	35
47	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	36
48	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	36
49	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	36
50	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	37
51	Globales USD vs TES locales . . . . .	37
52	TES Globales vs TES locales . . . . .	37
53	Monto Total Colocado . . . . .	38
54	Monto Colocado por Sector . . . . .	38
55	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	39
56	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	39
57	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	39
58	Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial . . . . .	40
59	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	41
60	COLCAP y Volumen Transado Diario . . . . .	42
61	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	42
62	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB* . . . . .	43
63	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . .	43

## Índice de Tablas

1	Crecimiento 4T17 y Expectativas para 2018 . . . . .	11
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	14
3	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	18
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	22
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	23
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones . . . . .	23
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	23
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a junio de 2018 para Latam .	26
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017 . . . . .	27
10	Emisiones Deuda Privada 1T18 . . . . .	38

## 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.

En línea con lo anterior, este reporte busca proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte señala 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.

Durante el 2T18, el comportamiento de los mercados financieros internacionales estuvo influenciado por proyecciones de una política monetaria más contractiva en EE.UU, incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria en la Eurozona, Reino Unido y Japón, tensiones comerciales e incertidumbre política. Así, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y a las monedas de países emergentes, el mercado de deuda pública de EE.UU. se desvalorizó mientras que sus mercados accionarios mostraron ganancias moderadas. En la región se presentó un comportamiento heterogéneo en sus mercados, influenciado por eventos idiosincráticos, incertidumbre política y la dinámica en el precio de algunos *commodities*. En Colombia, se observaron valorizaciones en los mercados de renta variable (ante el comportamiento favorable del petróleo) mientras que en el mercado de renta fija local se presentaron desvalorizaciones.

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 el entorno económico 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 el de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios a nivel regional y local.

## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Entorno Internacional

El 2T18 estuvo caracterizado por un entorno macroeconómico más favorable para Estados Unidos que para el resto de economías desarrolladas. En este contexto, los mercados financieros respondieron principalmente a las noticias sobre las proyecciones de una política monetaria más contractiva en Estados Unidos pero más expansiva en el Reino Unido, la Eurozona y Japón, la imposición de barreras al comercio por parte del Gobierno Trump y las retaliaciones por parte de sus socios comerciales, algunos eventos generadores de incertidumbre política y el incremento en los precios de los *commodities* energéticos.

### 2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 2T18 se presentó un panorama parcialmente positivo en los indicadores de riesgo a nivel local ante los incrementos en los indicadores de confianza de consumidores, comerciantes e industriales, el incremento en los niveles previstos por el mercado frente al crecimiento del producto en 2018, aumentos en las expectativas de inflación para 2018 y 2019, y comportamientos mixtos de los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES.

### 2.3 Mercado cambiario

Durante el 2T18 el dólar revirtió la tendencia observada durante el 1T18 y se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y frente a las monedas de países emergentes. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por las tensiones comerciales entre EE.UU. y China y el aumento de las expectativas sobre una política monetaria más contractiva por parte de la Fed. El comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado por el menor apetito de activos riesgosos por parte de inversionistas extranjeros y la incertidumbre política que se presentó en la mayoría de los países de la región.

### 2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

Durante el 2T18, la mayoría de las economías de la región, con excepción de Colombia y México, mantuvieron estables sus tasas de interés de referencia dando una pausa a los ciclos bajistas que se observaron hasta el primer trimestre. En Colombia, las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) presentaron reducciones en línea con la tasa repo. Durante el trimestre no se observaron desviaciones significativas entre la tasa de política y el IBR overnight y la TIB. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de días del trimestre, aunque en menor magnitud que lo observado en el trimestre anterior.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 2T18 la deuda pública en moneda local presentó desvalorizaciones relacionadas con los movimientos de la curva en los EE.UU. y por diversos eventos locales. Los bonos del tesoro de los EE.UU. presentaron desvalorizaciones explicadas por el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales, el fortalecimiento de las proyecciones de una política monetaria menos expansiva por parte de la Fed y señales de una política fiscal expansiva en los próximos años. Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región se observaron desvalorizaciones generalizadas explicadas por factores idiosincráticos, y en particular por escenarios de incertidumbre política.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 1T18 con las del cierre del 2T18, se observan variaciones en promedio de 9 p.b. en el tramo corto, de 24 p.b. en el tramo medio y de 20 p.b. en el tramo largo. Las desvalorizaciones de la curva estuvieron relacionadas con expectativas sobre la financiación del ciclo de recortes de la tasa de política por parte del BR, con un mayor ritmo esperado de incrementos en el rango de las tasas de los fondos federales en los EE.UU, entre otros factores. En cuanto a los TES denominados en UVR se observaron variaciones en promedio de 55 p.b, 21 p.b. y -9 p.b. en los tramos corto, medio y largo.

## 2.6 Mercado accionario

Los mercados accionarios tuvieron comportamientos mixtos durante el trimestre. En Estados Unidos y Europa se presentaron ligeras valorizaciones impulsados por buenos resultados corporativos mientras que los mercados emergentes se desvalorizaron en medio de crecientes tensiones comerciales, incertidumbre política y eventos idiosincráticos.

### 3 Entorno Internacional

En el 2T18, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: i) la divergencia de las expectativas de crecimiento e inflación entre EE.UU. y la Eurozona, Reino Unido y Japón; ii) las proyecciones sobre una política monetaria más contractiva en EE.UU. e incertidumbre frente a la normalización monetaria en el resto de economías desarrolladas; iii) las políticas proteccionistas del Gobierno de Trump; iv) eventos generadores de incertidumbre política en Europa y América Latina; y v) el buen nivel de los precios de los *commodities* energéticos.

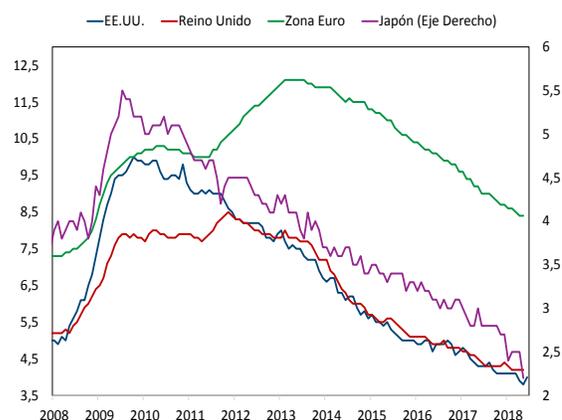
#### Contexto Macroeconómico

Durante el 2T18, en economías desarrolladas resultó relevante el comportamiento favorable de los mercados laborales, la estabilidad de la confianza de los consumidores en niveles elevados, y los indicios de desaceleración económica en la Eurozona, Reino y Japón que contrastaron con las buenas expectativas de desempeño económico en EE.UU.

Frente al mercado laboral: i) el promedio de la tasa de desempleo disminuyó en EE.UU, la Eurozona y Japón, y se mantuvo estable en el Reino Unido (*Gráfico 1*); ii) los niveles de contratación del mercado estadounidense fueron favorables mientras que las solicitudes por seguros de desempleo continuaron con una tendencia decreciente hasta finales de mayo (*Gráfico 2*); y iii) los salarios presentaron en EE.UU. y Japón un crecimiento acorde con los altos niveles de contratación y las bajas tasas de desempleo.

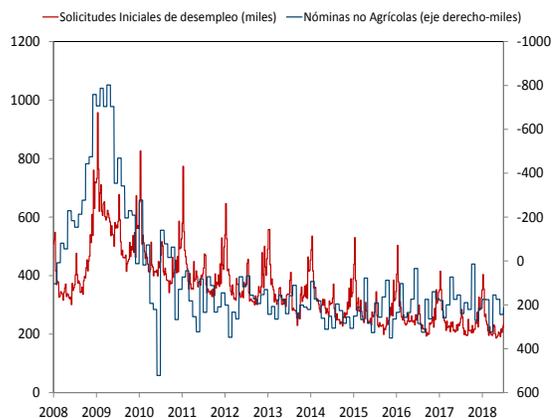
En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado: i) en promedio, la confianza de los consumidores en EE.UU, el Reino Unido y la Eurozona se mantuvo estable frente a lo observado en el 1T18 (*Gráfico 3*); y ii) el PMI manufacturero de EE.UU. aumentó mientras que en el Reino Unido, la Eurozona y Japón cayó. Estos datos de PMI evidencian una desaceleración económica en la Eurozona, Reino Unido

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2: Nóminas no agrícolas y Solicitudes Iniciales de Desempleo en EE.UU.

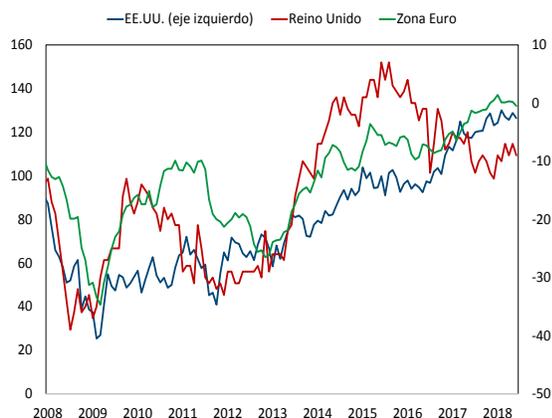


Fuente: Bloomberg.

y Japón que contrastan con las buenas expectativas de crecimiento del producto en EE.UU. (*Gráfico 4*).

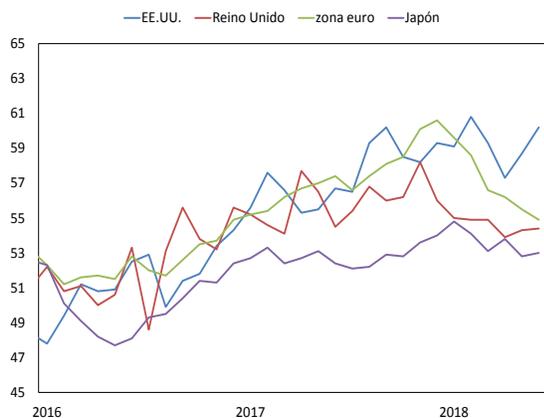
De esta forma, los datos publicados para el 1T18

Gráfico 3: Confianza de los consumidores en EE.UU, Reino Unido y la zona euro



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas

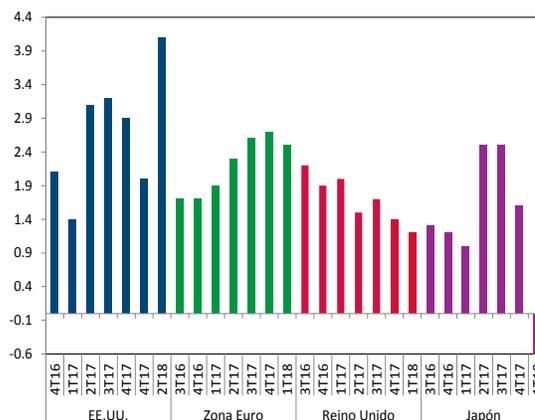


Fuente: Bloomberg.

muestran que el crecimiento del producto en economías desarrolladas presentó un incremento frente a los niveles observados en el 1T17 en EE.UU. y la Eurozona, mientras que en el Reino Unido y Japón se

redujo (Gráfico 5). La debilidad en el crecimiento del Reino Unido se debió al fuerte invierno y a la mayor incertidumbre frente a las negociaciones del *Brexit* con la Unión Europea y su impacto sobre los niveles de consumo e inversión privada. En cuanto a Japón, la sorpresiva contracción económica para el 1T18 se debió a un invierno más fuerte de lo esperado que llevó a una caída de la inversión privada. En general, entre el 1T17 y el 1T18, la economía estadounidense ha presentado un mayor crecimiento frente a la economía europea, japonesa y británica. De esta manera, las proyecciones de crecimiento del producto para 2018 y 2019 han aumentado en EE.UU. mientras que en la Eurozona, el Reino Unido y Japón han disminuido.

Gráfico 5: Crecimiento en principales economías desarrolladas

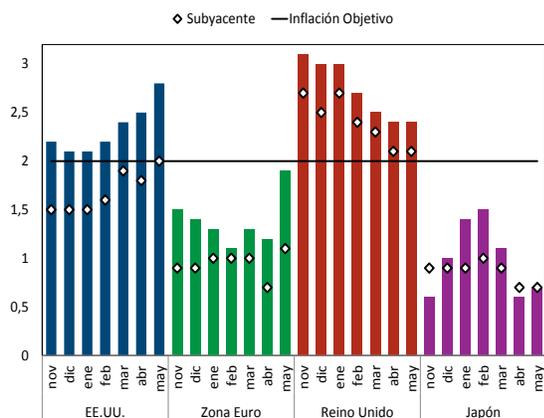


Fuente: Bloomberg.

En línea con la divergencia de expectativas de crecimiento económico en las economías desarrolladas, durante el 2T18 la inflación presentó una tendencia positiva en EE.UU, moderada en la Eurozona y negativa en el Reino Unido y Japón (Gráfico 6). Mientras que en EE.UU. la inflación medida por el IPC y por el PCE núcleo (la medición favorita de la Fed) presentó un comportamiento al alza y se ubicó por encima del objetivo de 2%, la inflación en la Eurozona y Japón continuó en niveles bajos, y en el Reino Unido presentó una tendencia decreciente. La reducción de

la inflación en el Reino Unido y Japón se presentó pese al buen comportamiento del mercado laboral que se esperaba generara presiones al alza sobre el nivel de precios en la economía.

Gráfico 6: Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas

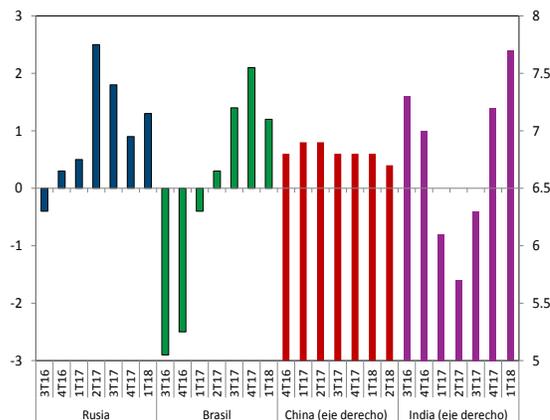


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías emergentes, China e India continuaron presentando un fortalecimiento en su crecimiento económico que superó las expectativas del mercado, y en el caso de India permitió que mantuviera su posición frente a China como la economía con mayor crecimiento en su producto a nivel global (Gráfico 7). Pese al buen comportamiento del crecimiento de estas economías, las tensiones comerciales y la volatilidad del precio de los *commodities* generaron incertidumbre frente a la sostenibilidad de los buenos datos de desempeño económico. En Latinoamérica, las economías de la región presentaron unas menores expectativas en el crecimiento del producto dada la incertidumbre política en varios países, las mayores expectativas de contracción monetaria en EE.UU. y en consecuencia unos menores flujos de inversión netos.

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 2T18, a diferencia de lo observado

Gráfico 7: Crecimiento en economías emergentes

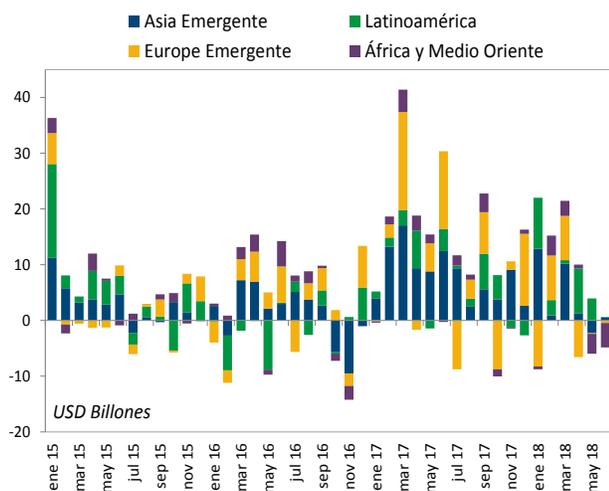


Fuente: Bloomberg.

en el 1T18, se presentaron salidas de flujos de capital en economías emergentes. En el trimestre se presentaron salidas netas de capital de portafolio desde países emergentes por USD8,75 miles de millones (en el 1T18 se reportaron entradas por USD59,5 miles de millones), de las cuales USD2,81 miles de millones fueron desde mercados de renta fija y USD5,94 miles de millones desde el mercado de renta variable (Gráficos 8 y 9). Los flujos de capitales salientes se presentaron principalmente en los mercados de deuda de Europa emergente y África (USD7,14 miles de millones y USD7,25 miles de millones respectivamente) y en el mercado accionario asiático (USD7,35 miles de millones).

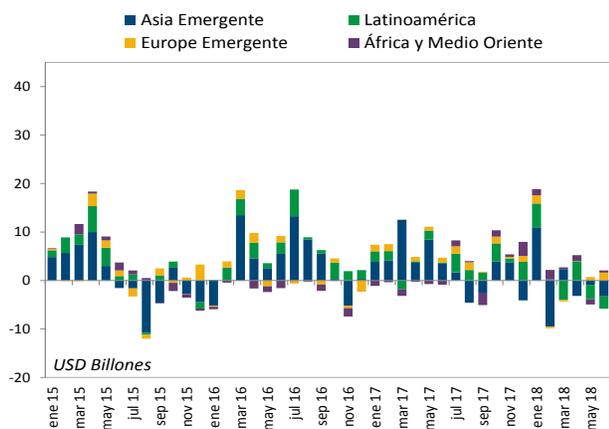
En el caso de Latinoamérica, tanto la variación en el crecimiento respecto al trimestre anterior, como la diferencia entre el dato observado de crecimiento y el dato esperado por los analistas fueron mixtas. En particular, el dato observado del 1T18 fue inferior frente al esperado para Brasil, fue superior para Colombia y Chile, e igual para Perú y México. Entre marzo y junio de 2018, la expectativa de crecimiento para el año en curso aumentó para Chile y México, cayó para Brasil y Perú y se mantuvo estable para Colombia (Cuadro

Gráfico 8: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes



Fuente: Institute of International Finance. Cifras en miles de millones de dólares.

Gráfico 9: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes



Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

1).

Por su parte, los indicadores de riesgo en los países de la región medidos a través de los CDS, presentaron incrementos generalizados, destacándose el com-

portamiento presentado en el CDS de Brasil. Lo anterior estuvo explicado por el incremento del riesgo de una posible guerra comercial, así como incertidumbre política y económica local en cada uno de los países.

Cuadro 1: Crecimiento 4T17 y Expectativas para 2018

País	Esp. 1T18	Obs. 1T18	Esp. 2018 (Mar. 18)	Esp. 2018 (Jun. 18)
COL	2,70 %	2,80 %	2,50 %	2,50 %
BRA	1,25 %	1,20 %	2,70 %	1,80 %
CHL	4,00 %	4,18 %	3,00 %	3,50 %
MEX	1,30 %	1,30 %	2,20 %	2,30 %
PER	3,20 %	3,20 %	3,70 %	3,60 %

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg

A diferencia de la mayoría de países emergentes, en el periodo se presentaron entradas de capital a América Latina (salidas netas del mercado accionario por USD1,53 miles de millones y entradas netas al mercado de renta fija por USD12,1 miles de millones).

### Política monetaria

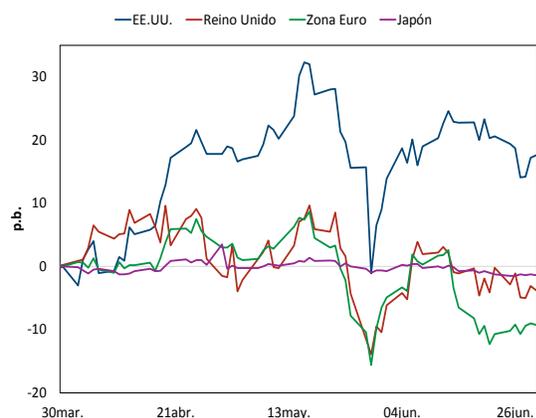
En política monetaria, durante el trimestre se fortalecieron las expectativas de una política más contractiva en EE.UU. mientras que en el resto de economías desarrolladas se debilitaron las perspectivas sobre una política menos expansiva en el mediano y largo plazo.

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, la Reserva Federal de EE.UU. incrementó el rango de su tasa de política monetaria en 25 p.b. durante su reunión de junio hasta ubicar el rango de la tasa de fondos federales entre 1,75 % y 2,0%. Por su parte, el Banco Central Europeo anunció su intención de recortar en septiembre su programa de compra de activos a la mitad siempre y cuando la economía mostrara señales claras de recuperación económica, y al mismo tiempo expresó que no elevaría la tasa de referencia antes del otoño de 2019.

Frente a las proyecciones de política monetaria en economías desarrolladas, las expectativas de los agentes frente al mediano y largo plazo muestran que se anticipa una mayor contracción monetaria en EE.UU. En contraste, en la Eurozona, el Reino Unido y Japón se

observa una mayor incertidumbre frente al fin del programa de compra de activos y el comienzo de la normalización monetaria (Gráfico 10).

Gráfico 10: Cambio en la curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En el caso de EE.UU., el fortalecimiento de las expectativas sobre una política monetaria más contractiva estuvo motivado principalmente por tres razones. En primer lugar, las mayores proyecciones de la tasa de fondos federales para 2018 y 2019 estimadas por el *FOMC*<sup>1</sup> y el mercado<sup>2</sup> se debieron al fortalecimiento de los salarios, la baja tasa de desempleo y unas mayores proyecciones de crecimiento económico e inflación<sup>3</sup>. En segundo lugar, algunos comentarios del presidente de la Fed sobre la percepción de una mejora

<sup>1</sup>Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed.

<sup>2</sup>Para 2018, la probabilidad asignada por el mercado de que la tasa de fondos federales presente por lo menos tres incrementos durante el año, ascendió entre el 29 de marzo y el 29 de junio desde 75,9% a 89,9%. Entre las mismas fechas, la probabilidad de que se lleven por lo menos cuatro incrementos en el 2018 ascendió desde 32,1% a 45,7%. Por su parte, entre marzo y junio, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la tasa de fondos federales para el 2018 y el 2019 subió 25 p.b. desde 2,1% a 2,4%, y desde 2,9% a 3,1%, respectivamente.

<sup>3</sup>Entre marzo y junio, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente al crecimiento del producto pasó de 2,7% a 2,8% para 2018, y se mantuvo constante en 2,4% para 2019. En

en el crecimiento económico estadounidense han dado señales sobre una política más contractiva en EE.UU.<sup>4</sup>. Por último, algunos agentes han mencionado que las proyecciones del *FOMC*<sup>5</sup> son coherentes en el corto plazo, pero en el largo plazo pueden estar sobreestimando la tasa de desempleo y subestimando la tasa de inflación, por lo que es posible que la tasa de fondos federales aumente más rápido de lo previsto una vez se concreten unas mejores cifras de inflación y desempleo que las proyectadas actualmente.

Frente al Banco Central Europeo (*BCE*), las expectativas que surgieron durante el 1T18 sobre la terminación del programa de compra de activos en septiembre de este año se desvanecieron totalmente durante el 2T18. Dada la publicación de cifras macroeconómicas débiles durante el trimestre que redujeron las proyecciones del crecimiento económico<sup>6</sup> y evidenciaron una convergencia más lenta de la inflación a la meta, así como la incertidumbre política que afectó a varios países de la Eurozona, el *BCE* decidió durante su reunión de junio: i) mantener inalteradas sus tasas de interés en 0%, 0,25% y -0,4%, y postergar la fecha estimada de un posible primer incremento de tasas hasta septiembre de 2019; y ii) recortar en septiembre de este año el monto mensual del programa de compra de activos a la mitad y por un plazo de tres meses, siempre y cuando las condiciones económicas mejoren, es decir, el monto mensual del programa de expansión cuantitativa pasaría de €30.000 millones a €15.000 millones. Estas declaraciones resultaron ser más *dovish* de lo esperado por el mercado ya que al comienzo del trimestre se

entre las mismas fechas, la mediana de las proyecciones de inflación PCE pasó de 1,9% a 2,1% para 2018, y de 2% a 2,1% para 2019.

<sup>4</sup>Al cierre de la reunión de política monetaria de junio, el presidente de la Fed Jerome Powell afirmó que “dado que el nivel de desempleo es bajo y se espera que disminuya aún más, la inflación se acerca a nuestro objetivo y los riesgos están equilibrados, la probabilidad de incrementos graduales continuos en la tasa de fondos federales es alta”.

<sup>5</sup>Actualmente la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la tasa de desempleo se ubica en 3,6% para 2018, 3,5% para 2019 y 2020, y 4,5% en el largo plazo. En cuanto a la inflación PCE, la mediana de las proyecciones se ubica en 2,1% para 2018, 2019 y 2020, y 2% en el largo plazo.

<sup>6</sup>La proyección del *BCE* frente al crecimiento del producto para el 2018 pasó a 2,1% en junio desde el 2,4% estimado en marzo.

esperaba una terminación del programa de compra de activos en septiembre de este año y un primer incremento de tasas en junio del 2019.

De manera análoga a lo ocurrido en la Eurozona con el *BCE*, en el Reino Unido se debilitaron las expectativas sobre una aceleración en el ritmo de incrementos de la tasa de política monetaria por parte del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (*BoE*). La incertidumbre política entorno al *Brexit*, la debilidad en el comportamiento de los precios y las menores proyecciones de crecimiento económico<sup>7</sup> debido al fuerte invierno impidieron que el *BoE* aumentara su tasa de referencia en mayo tal como lo esperaba el mercado unas semanas antes, y han reducido la probabilidad de un aumento de tasas en la reunión de agosto. Durante la reunión de junio, el *BoE* decidió: i) mantener inalterada su tasa de política monetaria en 0,5% y su programa de compra de activos por £435.000 millones en bonos gubernamentales y £10.000 millones en bonos corporativos; y ii) mantener el programa actual de compra de activos hasta cuando la tasa de referencia alcance 1,5%, en vez del 2% que estimaba previamente. Sin embargo, pese a que la decisión de mantener la tasa inalterada estuvo en línea con las expectativas de los analistas, el hecho de que el economista jefe, Andrew Haldane, hubiera ido en contra de la mayoría del Comité al votar a favor de un incremento de 25 p.b. aumentó la probabilidad de una subida de la tasa de política monetaria durante la reunión de agosto.

Por último, durante el trimestre el Banco de Japón (*BoJ*) continuó con una política *reflacionaria*<sup>8</sup> al dejar inalterada su tasa de política monetaria en -0,10%, mantener el rendimiento objetivo de los bonos soberanos a 10 años alrededor de 0%, y conservar la compra de activos de renta fija en ¥80 billones al año y de

<sup>7</sup>Entre febrero y mayo, la mediana de las proyecciones del *BoE* frente al crecimiento del producto pasó de 1,8% a 1,4% para 2018, y de 1,8% a 1,7% para 2019 y 2020.

<sup>8</sup>Una política *reflacionaria* es una política monetaria o fiscal diseñada con el fin de expandir el producto y reducir los efectos de la deflación. Entre las principales medidas *reflacionarias* se encuentra la reducción de impuestos, el aumento de la oferta monetaria y la reducción de las tasas de interés.

participaciones en ETF's de renta variable en ¥6 billones al año. Lo anterior se dio en medio de: i) un dato de crecimiento económico negativo durante el 1T18 y unos datos de inflación que reflejaron una mayor debilidad del nivel de precios respecto al trimestre anterior; ii) el abandono por parte del *BoJ* de su intención de alcanzar el objetivo de inflación de 2% durante el 2019; y iii) la intención de la mayoría de los miembros de la junta de política monetaria de mantener el estímulo monetario durante el mediano y largo plazo<sup>9</sup>. Varios analistas consideran que ante una mayor debilidad del nivel de precios y unas mayores expectativas de normalización monetaria en las demás economías desarrolladas, es posible que el *BoJ* opte en últimas por reducir el nivel de inflación objetivo en el mediano plazo.

Mientras que en la mayoría de economías desarrolladas se han moderado las expectativas de normalización de política monetaria, las tasas en la mayoría de economías emergentes se mantuvieron estables o aumentaron (*Cuadro 2*).

### *Políticas proteccionistas en EE.UU.*

Durante el 2T18 se materializaron los temores de una guerra comercial ante la insistencia del Gobierno del presidente Trump de ejecutar una serie de medidas proteccionistas que van en contravía del libre comercio internacional por el que ha abogado históricamente el Gobierno de Estados Unidos. Algunas de estas medidas fueron: i) la decisión de dejar de eximir a México, Canadá y la Unión Europea, de los aranceles de 25% a las importaciones de acero y 10% a las importaciones de aluminio provenientes de estos países a partir del 1 de junio; ii) la poca disposición del Gobierno Trump a la hora de renegociar los términos del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TL-CAN) con México y Canadá; y iii) la imposición de una tarifa arancelaria inicial de 25% a las importacio-

<sup>9</sup>Durante la reunión de junio, la junta de política monetaria del *BoJ* mantuvo su política monetaria inalterada en una relación 8 – 1 y redujo sus expectativas inflacionarias reconociendo su rezago frente a EE.UU. y la Eurozona a la hora de levantar el estímulo económico vigente desde la crisis financiera del 2008.

Cuadro 2: Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo

	Mar 2018	Jun 2018	Δ 2T18 (P.b)
Egipto	17.75 %	16.75 %	-100
Bielorrusia	10.50 %	10.00 %	-50
Serbia	3.25 %	3.00 %	-25
Colombia	4.50 %	4.25 %	-25
Perú	2.75 %	2.75 %	0
Brasil	6.50 %	6.50 %	0
Japón	-0.10 %	-0.10 %	0
Zona Euro	0.00 %	0.00 %	0
China	4.35 %	4.35 %	0
Chile	2.50 %	2.50 %	0
Estados Unidos	1.50-1.75 %	1.75-2.00 %	25
Indonesia	4.25 %	4.75 %	50
India	6.00 %	6.25 %	25
México	7.50 %	7.75 %	25
Filipinas	3.00 %	3.50 %	50
Vietnam	6.25 %	9.00 %	275
Turquía	8.00 %	17.75 %	975
Argentina	27.25 %	40.00 %	1275

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

nes provenientes de China por valor de USD 50.000 millones.

Ante estas medidas proteccionistas por parte del Gobierno Trump, varios países han tomado medidas retaliativas como respuesta a la actitud beligerante del Gobierno de EE.UU. China ha sido el principal destinatario de las imposiciones arancelarias por parte de EE.UU, y por ende el país asiático ha sido el primero en responder con medidas similares a las impuestas por su socio americano<sup>10</sup>. La Unión Europea también ha respondido con imposición de aranceles y una queja formal ante la Organización Mundial del Comercio (OMC)<sup>11</sup>. Otros países también han respondido a las políticas proteccionistas de EE.UU, como es el caso

<sup>10</sup>Tras la imposición por parte de EE.UU. de una tarifa de 25 % a USD 50.000 millones en importaciones chinas, China respondió de igual manera anunciando una tarifa adicional de 25 % en algunas importaciones estadounidenses evaluadas en USD 50.000 millones, después de que los diálogos entre ambas naciones fracasaran.

<sup>11</sup>En junio la Comisión Europea anunció que impondría aranceles a productos importados de EE.UU. por un valor de USD 2.800 millones. Ante esta retaliación, el Gobierno Trump respondió con una tarifa arancelaria de 20 % sobre todas las importaciones de automóviles europeos.

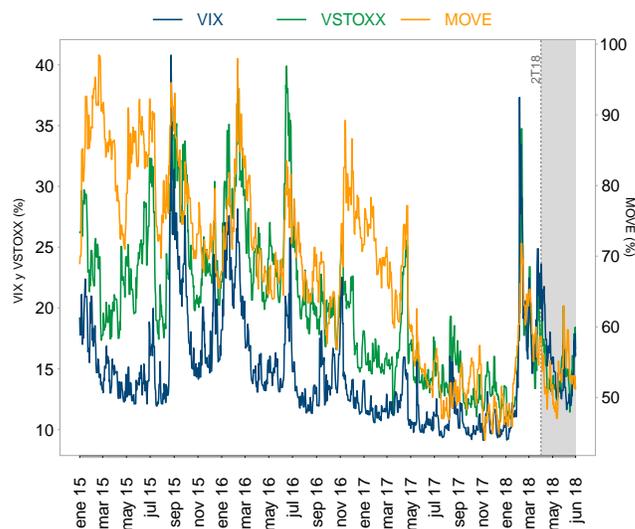
de India que anunció a la OMC su decisión de imponer aranceles sobre más de 24 clases de productos importados de EE.UU por un valor de USD 241 millones.

Pese a que durante el 2T18 se empezaron a materializar las amenazas que hicieron parte del panorama durante el 1T18, aún es incierto hasta qué punto llegarán los aranceles impuestos por EE.UU. y sus aliados comerciales, así como los productos que serán gravados en el futuro y la magnitud del impacto económico de estas medidas sobre el crecimiento mundial.

### Incertidumbre en mercados financieros

Durante el trimestre, la percepción de riesgo en los mercados accionarios de EE.UU. y Europa, y en el mercado de renta fija estadounidense, disminuyeron, aunque presentaron un comportamiento volátil (Gráfico 11).

Gráfico 11: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

Aunque la percepción de riesgo en los mercados accionarios estadounidense y europeo, medida a través de los indicadores Vix y Vstox, tocaron mínimos del trimestre durante las primeras semanas de junio, des-

de entonces han vuelto a subir ante eventos generadores de incertidumbre en los mercados financieros de EE.UU. y Europa. Entre estos eventos se cuentan la inestabilidad política en Europa tras el ingreso al Gobierno italiano de la coalición entre los partidos euroescépticos Liga Norte y el Movimiento 5 Estrellas, las fracturas dentro de la coalición de gobierno alemana, los pocos avances en las negociaciones del Brexit y la destitución del presidente español. También fueron eventos generadores de incertidumbre las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, las decisiones proteccionistas del Gobierno Trump en materia comercial y las respuestas retaliativas de China y países históricamente aliados comerciales de EE.UU. como México y la Unión Europea.

En cuanto al indicador *Move* que mide la volatilidad en el mercado de renta fija estadounidense, éste presentó una leve disminución durante el trimestre pese a que durante las últimas semanas de mayo alcanzó un máximo trimestral como consecuencia de la mayor demanda de *Treasuries*. No obstante, la disminución en la volatilidad se pudo deber a la mayor certeza que tiene el mercado frente a la normalización monetaria en EE.UU y el buen ritmo de inflación.

### ***Incertidumbre en política y en política económica***

Durante el trimestre se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política económica con posibles resonancias económicas que se reflejaron en mercados financieros.

El continente europeo concentró la mayor parte de los eventos de incertidumbre en política económica. Durante el trimestre, Alemania, el Reino Unido, Italia y España presentaron eventos de esta naturaleza. En primer lugar, en Alemania, al interior de la coalición de gobierno que preside Angela Merkel se presentaron discrepancias frente a temas migratorios que pusieron en riesgo su futuro como gobernante de la mayor economía de Europa. Por ende, la canciller alemana se vio obligada a encontrar una solución de mano dura al tema migratorio con los demás miembros de la Unión Europea con el fin de conservar su coalición de go-

bierno. En segundo lugar, los avances frente a las negociaciones del *Brexit* fueron mínimos y evidenciaron una mayor probabilidad de que el Reino Unido tenga que salir de la Unión Europea en marzo del 2019 sin ningún acuerdo alcanzado con los demás miembros de la Unión. Incluso si se llegara a un acuerdo, no es claro si la primera ministra Theresa May cuenta con el capital político necesario para lograr que el Parlamento apruebe dicho acuerdo. En tercer lugar, luego de las elecciones parlamentarias en Italia que dieron como ganadores a los partidos euroescépticos Liga Norte y el Movimiento 5 Estrellas, hubo turbulencia durante varias semanas dada una serie de intentos infructuosos para establecer quienes serían el primer ministro y su gabinete. Por último, en España fue destituido el presidente Mariano Rajoy ante acusaciones de corrupción al interior de su partido por lo que fue sucedido en el poder por el líder del partido de oposición *PSOE*, Pedro Sánchez.

De otro lado en Latinoamérica, se mantuvo la alta incertidumbre política observada en los últimos dos trimestres anteriores en la mayoría de los países. En México, al inicio del trimestre se aliviaron un poco las tensiones comerciales con EE.UU. observadas en el trimestre anterior ante la inclusión de México en la lista de países exceptuados en las tarifas frente a las importaciones de aluminio y hierro, no obstante, esta excepción de aranceles fue temporal y a finales del trimestre la incertidumbre comercial se intensificó, por las posibles medidas retaliativas de México. Adicionalmente en el trimestre, las demoras y ausencia de resultados materiales en las renegociaciones del TLCAN afectaron la incertidumbre económica del país. Finalmente, la incertidumbre sobre el futuro de la economía mexicana dadas las propuestas de campaña del candidato favorito a ganar las elecciones mexicanas, Andrés Manuel Lopez Obrador, como el retiro de México del TLCAN, la renegociación de contratos energéticos con el sector privado y la cancelación de la reforma educativa, aumentaron la incertidumbre del país.

En Perú la incertidumbre política giró en torno a la capacidad del recién posesionado presidente Martin Viz-

carra de consolidar una coalición con el fin de estabilizar el gasto y reducir el déficit fiscal. También fue relevante la renuncia del ministro de Economía tras intentar aumentar el Impuesto Selectivo al Consumo que gravaba las bebidas azucaradas y alcohólicas, los cigarrillos, la venta de automóviles y el combustible, y que fue resistida por un sector importante de la población. Finalmente, también fue fuente de incertidumbre la apertura de una investigación por parte de la Fiscalía del Perú por el caso Odebrecht.

En Brasil la incertidumbre giró en torno a las elecciones presidenciales de octubre de este año después de que el expresidente Lula da Silva fuera condenado por corrupción, así como a las preocupaciones de los analistas sobre el destino de las reformas de austeridad que ha impulsado el actual gobierno del presidente Michel Temer. Adicionalmente, la incertidumbre política y económica también estuvo asociada con la huelga de camioneros ante el incremento en el precio de los combustibles y que terminó con la renuncia del presidente de Petrobras.

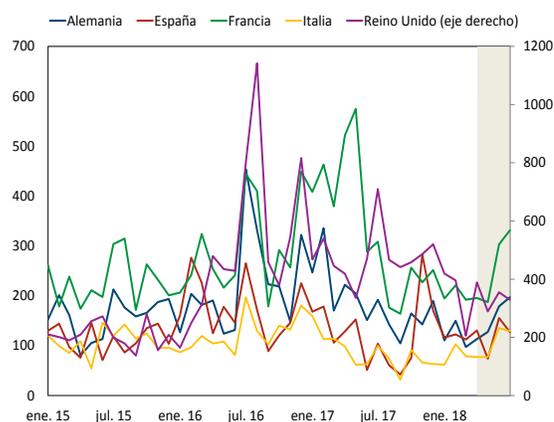
Por otro lado, se destaca que *Moody's* mejoró la perspectiva crediticia de Brasil de negativa a estable manteniendo su calificación en Ba2 por las expectativas de que el gobierno elegido este año continúe con las reformas fiscales impulsadas por Temer. Así mismo la calificadora mejoró la perspectiva de México de negativa a estable en la calificación A3, dada la baja probabilidad de que la próxima administración debilita las tendencias económicas y fiscales. Por su parte, *Fitch Ratings* confirmó la calificación de Colombia en BBB con perspectiva estable como reflejo de su larga trayectoria de políticas macroeconómicas prudentes y consistentes, así como un historial de estabilidad macroeconómica y financiera.

En línea con estos eventos, y frente a lo observado en el 1T18, la incertidumbre sobre la política económica aumentó en promedio en Alemania, Francia e Italia, y se redujo levemente en el Reino Unido y España<sup>12</sup>

<sup>12</sup>El indicador de incertidumbre política económica de *Baker, Bloom y Davis* (2016) ascendió en promedio entre el 1T18 y el 2T18 en Alemania desde 120 a 168, en Francia desde 203 a 274

(*Gráfico 12*). En EE.UU, el indicador agregado y los indicadores específicos<sup>13</sup> de política monetaria y fiscal presentaron una leve disminución en promedio, mientras que el indicador específico de comercio exterior se mantuvo en niveles máximos ante las políticas proteccionistas del Gobierno Trump y las respuestas retaliativas de sus socios comerciales<sup>14</sup> (*Gráfico 13*).

*Gráfico 12: Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido*



Fuente: Bloomberg.

### Comportamiento del precio de los Commodities

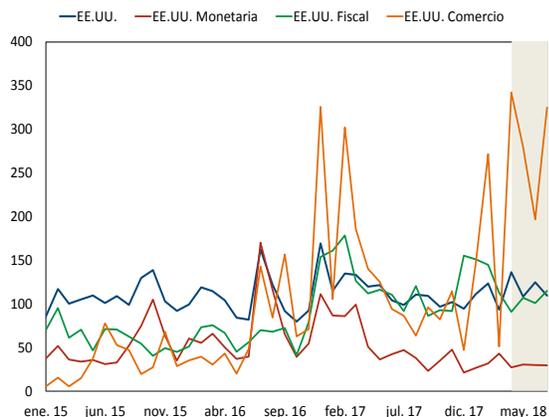
Durante el 2T18, al igual que se había observado durante 2017 y el 1T18, los precios del petróleo continuaron con su tendencia alcista y alcanzaron máximos que no se presentaban desde noviembre de 2014 (en

y en Italia desde 87 hasta 114, mientras que en el Reino Unido y España descendió levemente desde 330 a 325 y desde 122 hasta 119, respectivamente.

<sup>13</sup>Para EE.UU, *Baker, Bloom y Davis* (2016) construyeron un indicador general e índices específicos en materia de política monetaria, fiscal, salud, comercial, entre otras.

<sup>14</sup>En EE.UU. el promedio del indicador agregado de *Baker, Bloom y Davis* (2016) se redujo al pasar de 118 en el 1T17 a 114 en el 2T18, al igual que los indicadores específicos de política monetaria y fiscal que pasaron de 34 a 30 y de 116 a 107, respectivamente. Por su parte, el indicador específico de comercio exterior aumentó en promedio 45 puntos desde 222 a 267.

Gráfico 13: Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

el caso del Brent entre el 29 de marzo y el 29 de junio de 2018 los precios aumentaron en 13,05%<sup>15</sup>). El incremento del precio del crudo en el trimestre estuvo explicado principalmente por: i) la decisión de la OPEP<sup>16</sup> y sus aliados de extender el plazo de recorte de producción hasta finales de 2018, ii) las sanciones interpuestas por EE.UU. a Irán que disminuirían las exportaciones de petróleo del país asiático, iii) tensiones geopolíticas en medio oriente, iv) disminuciones en la producción de crudo de la OPEP a inicios del periodo, principalmente por deterioro en la capacidad de Venezuela, v) posibles sanciones a Venezuela tras las elecciones presidenciales en el país, y v) menor oferta de crudo a nivel global. El incremento en el precio del petróleo fue contenido durante parte del trimestre debido a la disminución en la proyección de la demanda de crudo mundial para 2018, los incrementos graduales en el acuerdo de reducción de producción entre la OPEP y otros países no miembros y las tensiones comerciales entre China y EE.UU. que disminuyen la

<sup>15</sup> El Brent pasó de USD 70,3 por barril a USD 79,4 por barril, y el WTI de USD 64,9 por barril a USD 74,2 por barril (aumento de 14,2%).

<sup>16</sup> Organización de países exportadores de petróleo

atracción por activos riesgosos como el petróleo.

Por otra parte, los precios de los metales industriales finalizaron con la tendencia alcista que se presentaba desde abril de 2017, y aunque presentaron un crecimiento modesto en abril y mayo, cayeron en junio, lo cual borró toda la ganancia observada durante el año. El comportamiento de los metales estuvo influenciado en abril y mayo por datos positivos sobre la industria hipotecaria china, así como del mercado industrial de EE.UU. No obstante, en junio el precio de los metales cayó ante la guerra comercial de EE.UU. y China que gravaría de impuestos a varios metales, así como por el fortalecimiento del dólar.

Por su parte los metales preciosos presentaron desvalorizaciones en el trimestre pese al aumento de la percepción de riesgo por la posible guerra comercial. Lo anterior se explica por el fortalecimiento del dólar, que disminuye el atractivo principalmente en metales preciosos. Finalmente, los productos agrícolas presentaron disminuciones en sus precios durante el trimestre, y revirtieron las ganancias del 1T18, esto se explicó por las tensiones comerciales entre China y EE.UU., en la cual China gravaría de impuestos a gran cantidad de productos agrícolas estadounidenses. (Cuadro 3).

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Mar 2018	30 Jun 2018	Variación
Pétroleo WTI	64.9	74.2	14.2%
Pétroleo BRENT	70.3	79.4	13.0%
Níquel	13245	14910	12.6%
Trigo	4.4	4.9	11.1%
Aluminio	1997	2183	9.3%
Carbón	63.0	66.1	4.9%
Algodón	82.2	85.4	3.9%
Cobre	6685	6646	-0.6%
Plata	16.4	16.1	-1.6%
Cacao	2540.4	2476.8	-2.5%
Azúcar	12.9	12.5	-3.2%
Café Arabigo	145.3	139.0	-4.3%
Oro	1325.5	1252.6	-5.5%
Café	1.18	1	-5.6%
Arroz	12.4	11.6	-6.0%
Hierro	69.7	64.8	-7.0%
Ganado	119.0	107.4	-9.7%
Máiz	3.6	3.2	-10.5%
Aceite de palma	1120.0	930.0	-17.0%
Soya	1044.8	858.5	-17.8%
<b>CRB INDEX</b>	<b>195,4</b>	<b>200,4</b>	<b>2,6%</b>

Fuente: Bloomberg.

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

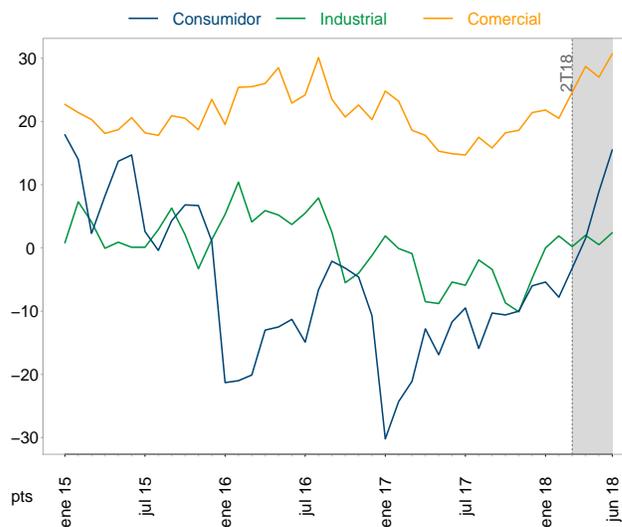
Durante el 2T18, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica parcialmente positiva ante incrementos en la confianza de los consumidores, comercial e industrial, incrementos en las proyecciones de crecimiento para 2018, aumentos en las expectativas de inflación para 2018 y 2019, y comportamientos mixtos de los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES.

En el *Gráfico 14* se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo<sup>17</sup>. Se observa que durante el trimestre los índices de confianza al consumidor, comercial e industrial aumentaron, al pasar entre el 1T18 y el 2T18 desde un promedio de -5,5%, 22,3% y 0,7%

<sup>17</sup>Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

a 8,6%, 27,9% y 1,3%, respectivamente. En el caso de la confianza del consumidor este incremento estuvo explicado principalmente por una mejoría en el índice de expectativas de los consumidores, particularmente frente a las expectativas económicas durante los próximos doce meses. Por su parte, la confianza comercial e industrial aumentó ante unas mayores expectativas de situación económica para el próximo semestre y un volumen superior de pedidos.

Gráfico 14: Índices de Confianza



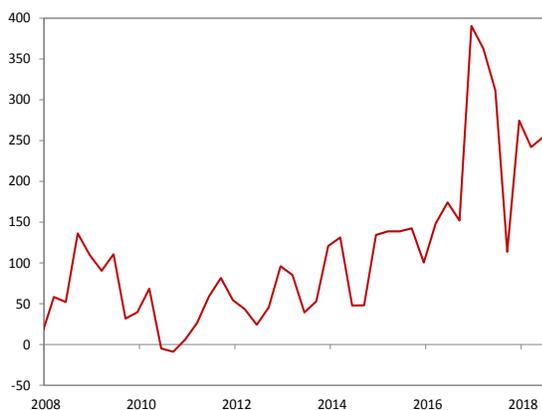
Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial e industrial a mayo.

Durante el trimestre se conoció que el crecimiento en la producción industrial presentó resultados superiores a las expectativas del mercado para los meses de marzo (obs: -1,4%; esp: -2,5%) y abril (obs: 10,5%; esp: 5,6%), mientras que en febrero resultó inferior a estas proyecciones (obs: 1,5%; esp: 1,6%). Por su parte, el crecimiento en las ventas al por menor resultó inferior a las proyecciones en febrero (obs: 5,0%; esp: 5,7%) y abril (obs: 6,3%; esp: 6,7%), y superior a lo previsto por el mercado en marzo (obs: 5,5%; esp: 2,8%). Por último se conoció que el Indicador de Seguimiento de la Economía<sup>18</sup> desestacionalizado presentó incrementos anuales de 2,4% en febrero (esp: 2,0%) y 1,2%

<sup>18</sup>El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

en marzo (esp: 2,4%). Por su parte, el índice de incertidumbre en política económica para Colombia presentó un leve aumento frente a los niveles del 1T18 al pasar de 230 a 235, manteniéndose en niveles altos como consecuencia de la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales, la turbulencia que sufrieron los mercados financieros internacionales, la mayor probabilidad de una guerra comercial a escala mundial y la depreciación generalizada de las monedas emergentes (Gráfico 15)<sup>19</sup>.

Gráfico 15: Incertidumbre en Política Económica para Colombia



Fuente: Revista Semana, Revista Dinero, periódico El Tiempo y periódico El Espectador.

Cálculos: DODM.

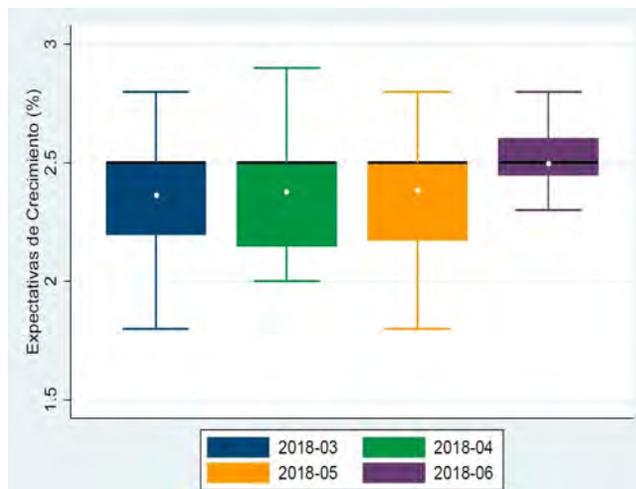
En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>20</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2018 aumentaron desde 2,37% en marzo a 2,5% en junio (Gráfico 16). Respecto a la inflación, las expectativas para 2018 aumentaron al pasar de 3,25% en abril a 3,34% en junio. Por su parte, las expectativas para 2019 aumentaron desde 3,26% en abril a 3,43% en junio (Gráfico 17)

En lo referente al rendimiento esperado en los próxi-

<sup>19</sup>Con base en los textos digitalizados de las revistas Semana y Dinero, y los periódicos El Espectador y El Tiempo, el BR construyó un indicador de incertidumbre en política económica a partir de la metodología propuesta por Baker, Bloom y Davis (2016)

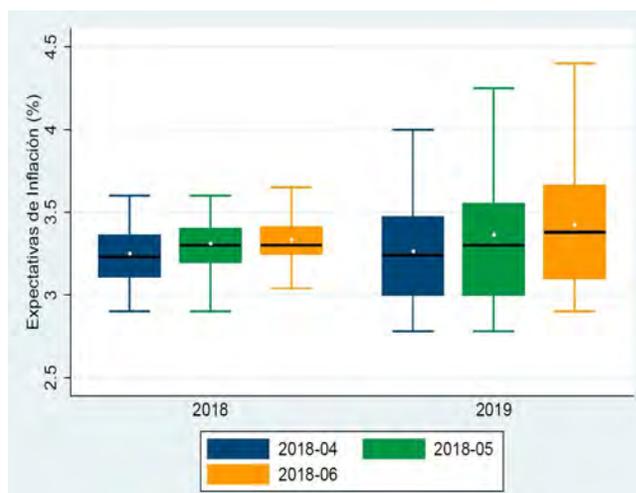
<sup>20</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 16: Expectativas de Crecimiento para 2018 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 17: Expectativas de Inflación (EOF)



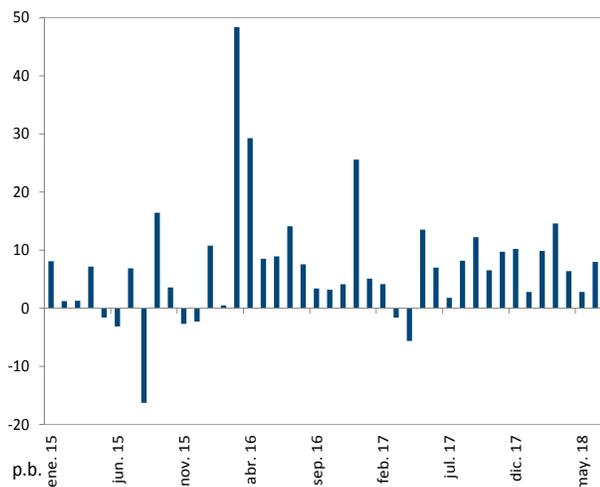
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

mos tres meses del TES que vence en 2024<sup>21</sup> los agen-

<sup>21</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a par-

tes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre (Gráfico 18). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones durante el trimestre<sup>22</sup> (Gráfico 19).

Gráfico 18: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje que esperaba que esta medida permaneciera igual aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que se incrementara o se redujera disminuyó<sup>23</sup> (Gráfico 20).

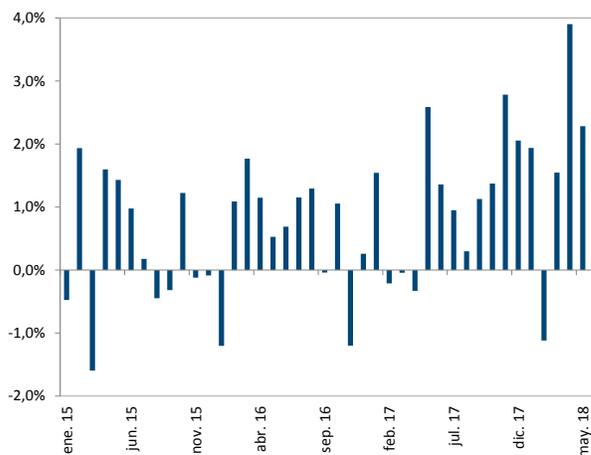
Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para los

tir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

<sup>22</sup>En la encuestas de abril, mayo y junio, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 3,90%, 2,28% y 1,04%, respectivamente.

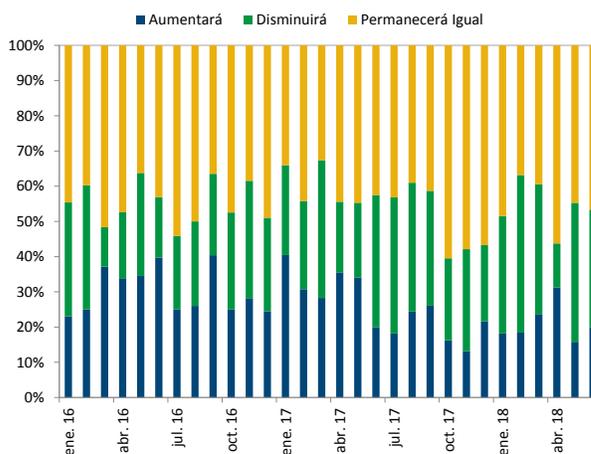
<sup>23</sup>Entre marzo y junio, el porcentaje de agentes que consideró que la duración permanecería igual pasó de 39,5% a 46,7%, mientras que el porcentaje que consideró que esta medida aumentaría o disminuiría pasó de 23,7% a 20,0% y de 36,8% a 33,3%, respectivamente.

Gráfico 19: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 20: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



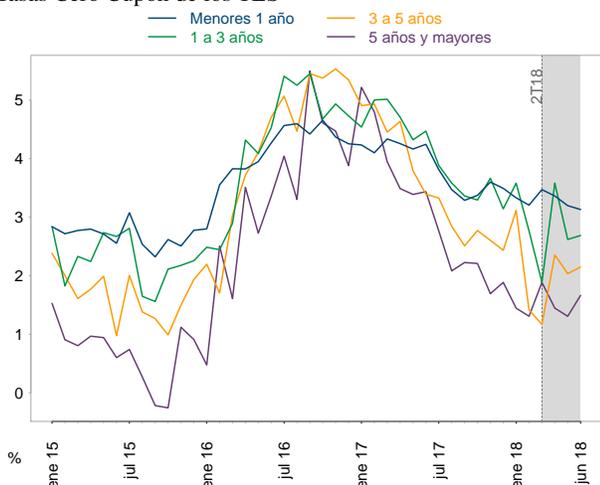
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

plazos menores a un año y mayores a 5 años<sup>24</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las ta-

<sup>24</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -34 p.b, entre 1 y 3 años: 139 p.b, entre 3 y 5 años: 132 p.b. y 5 años o más: -30 p.b.

sas de los TES durante el 2T18, frente al promedio del 1T18, se observó una reducción para los plazos menores a 1 año y mayores a 5 años (Gráfico 21 y Gráfico 22)<sup>25</sup>.

Gráfico 21: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 22: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

<sup>25</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -11 p.b, entre 1 y 3 años: 42 p.b, entre 3 y 5 años: 39 p.b. y 5 años o más: -17 p.b.

## 5 Mercado Cambiario

### 5.1 Mercado Cambiario Global

Durante el 2T18 el dólar revirtió la tendencia observada durante el 1T18 y se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y frente a las monedas de países emergentes. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por: i) tensiones comerciales entre EE.UU. y China, que disminuyeron el apetito de los inversionistas por activos riesgosos ii) mayores brechas de crecimiento en EE.UU. frente a la Zona Euro y Japón; iii) menores proyecciones sobre una política monetaria más expansiva por parte del Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón y iv) aumento de las expectativas sobre una política monetaria más contractiva por parte de la Fed (Cuadro 4 y Gráfico 23).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso argentino (39,5%), el real brasileño (17,2%), la lira turca (16,5%), y el rand sudafricano (15,93%), mientras que la única que presentó una apreciación fue el franco suizo (3,5%).

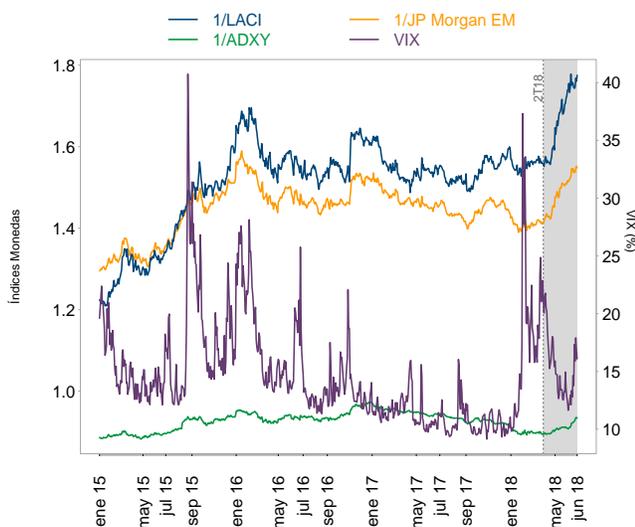
Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2018	2T 2018	País	2018	2T 2018
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	2.7%	5.3%	Korea del Sur	4.98%	4.1%
Gran Bretaña	2.3%	6.1%	India	7.2%	5.1%
Australia	5.5%	3.7%	Hong Kong	0.42%	-0.02%
Nueva Zelanda	4.9%	6.9%	China	1.8%	5.3%
Canadá	4.5%	1.9%	Malasia	-0.2%	4.37%
Dinamarca	2.7%	5.2%	Tailandia	1.7%	6.0%
Suiza	-1.6%	-3.5%	Indonesia	5.6%	4.1%
Japón	-1.7%	4.1%	índice I/ADXY	2.5%	4.4%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	-1.3%	5.4%	Islandia	2.0%	6.70%
Brasil	17.2%	17.2%	Rusia	8.9%	9.6%
México	1.3%	9.5%	Polonia	7.4%	9.4%
Argentina	55.3%	39.5%	Turquía	20.9%	16.5%
Perú	1.2%	1.4%	Israel	5.2%	4.2%
Chile	6.3%	8.2%	Sur África	10.8%	15.93%
índice I/LACI	11.5%	14.5%	USTW	2.86%	4.2%

Fuente: Bloomberg.

Al igual que la mayoría de monedas a nivel global, las monedas de América Latina se debilitaron frente al dólar: el real brasileño (17,2%), el peso mexicano (9,5%), el peso chileno (8,2%), el peso colom-

Gráfico 23: VIX vs. Índices de Monedas



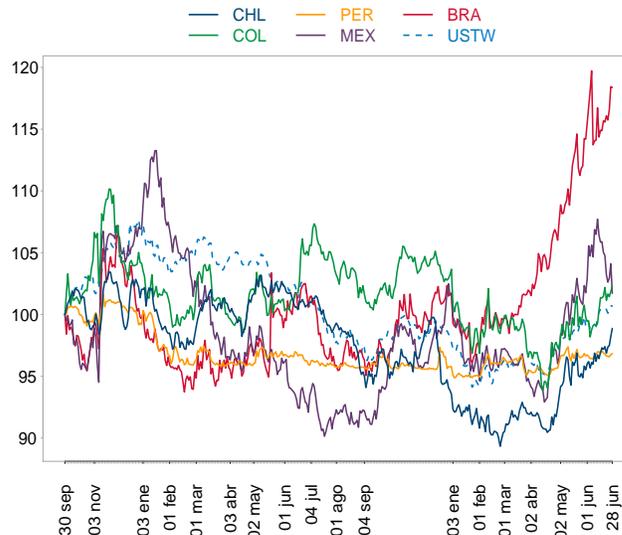
Fuente: Bloomberg.

biano (5,4%), y el sol peruano (1,4%) (Gráfico 24). El comportamiento de las monedas de la región, además de los factores que explicaron el comportamiento del dólar a nivel global, estuvo influenciado por el menor apetito de activos riesgosos por parte de inversionistas extranjeros, la incertidumbre política que se presentó en la mayoría de los países de la región, las expectativas sobre las elecciones presidenciales, factores idiosincráticos internos, y en menor medida por el incremento en el precio del petróleo y la dinámica en los precios de los metales industriales.

Para el caso del peso mexicano las depreciaciones estuvieron explicadas principalmente por la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales de julio, las demoras y ausencia de resultados materiales en las renegociaciones del TLCAN, las repercusiones del fin de exenciones de aranceles para las importaciones de hierro y aluminio por parte de EE. UU. y la respuesta retaliatoria de México ante estas medidas.

De otra parte, la apreciación del real brasileño obedeció a la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales de octubre de este año, la incertidumbre política

Gráfico 24: Tasas de Cambio LATAM



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de septiembre de 2016.

asociada con la huelga de camioneros, y la disminución de las expectativas de crecimiento económico.

Para el caso del sol peruano y el peso chileno parte de las depreciaciones fueron explicadas por la caída del precio del cobre durante la segunda parte del trimestre. Adicionalmente en Perú, la debilidad del sol peruano fue producto de la inestabilidad política del país debido al escándalo de *Odebrecht*.

En materia de intervención cambiaria se destaca que el Banco Central de Brasil (BCB) renovó la totalidad de los *swaps* cambiarios tradicionales<sup>26</sup> con vencimiento entre abril y junio, adicionalmente realizó subastas adicionales de *swaps* cambiarios tradicionales en mayo por USD 6.500 millones y en junio por USD 36.116 millones. De igual forma en junio el BCB anunció que realizará subastas de venta de dólares con compromiso de recompra por USD 3 mil millones. Por su parte, el Banco Central de Perú continuó realizando

<sup>26</sup>Los *swaps* cambiarios tradicionales corresponden a instrumentos en el cual el Banco Central se compromete a pagar la variación de tasa de cambio y recibe a cambio la variación de la tasa de interés interbancaria, lo cual aumenta la posición corta en dólares del Banco.

subastas de CDR (certificado de depósito reajutable) y realizó nuevamente subastas de *swaps* cambiarios de venta durante el mes de mayo. Por otra parte el Banco Central de México renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta NDF con vencimientos entre abril y junio y realizó operaciones tanto de compra como de venta con Pemex y el Gobierno Federal (ventas netas de USD 185 millones con Pemex y compras netas de USD 8 millones con el Gobierno Federal).

En el *Cuadro 5* se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado, y en el *Cuadro 6* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado<sup>27</sup>. Por su parte, en el *Cuadro 7* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

*Cuadro 5:* Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Abr.	0	0	0	0	0
May.	0	0	0	0	0
Jun.	0	0	0	0	0
<b>2T18</b>	0	0	0	0	0

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

Con respecto al promedio registrado en el 1T18, en el 2T18 la volatilidad condicional promedio aumentó para el real brasileño y el peso mexicano, disminuyó para el peso chileno y se mantuvo relativamente estable para el peso colombiano y el sol peruano. El real brasileño presentó, en promedio, la mayor volatilidad seguida por el peso mexicano, el peso colombiano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (*Gráfico 25*).

<sup>27</sup>En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios, en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y Pemex y a renovaciones de contratos de venta *forward*

*Cuadro 6:* Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Abr.	0	759	0	-1	-295
May.	0	-661	0	-6500	372
Jun.	0	0	0	-36.116	-254
<b>2T18</b>	0	98	0	-42.617	-177

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. \*Desde Septiembre de 2015 la información que publica el Banco Central de México es semanal. Cuando el mes termina en lunes o martes los datos de esos días se incluyen en el mes siguiente, mientras que cuando el mes termina en otro día de la semana, todos los datos de esa semana se incluyen en ese mes.

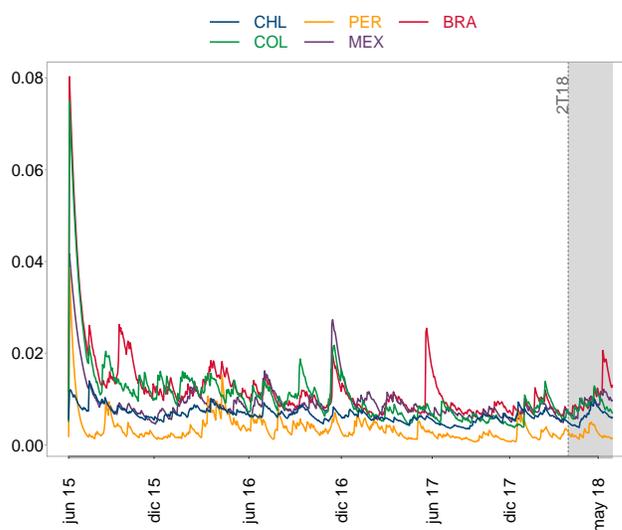
\*\*El valor de los *swaps* cambiarios en Brasil se incluyen en el mes en que comienza la causación de los *swaps* y no en el mes que se realiza la subasta.

*Cuadro 7:* Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2017</b>	0	5692	0	2765	-11.494
<b>1T18</b>	0	-319	0	-3	589
<b>2T18</b>	0	98	0	-42.617	-177

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

*Gráfico 25:* Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM

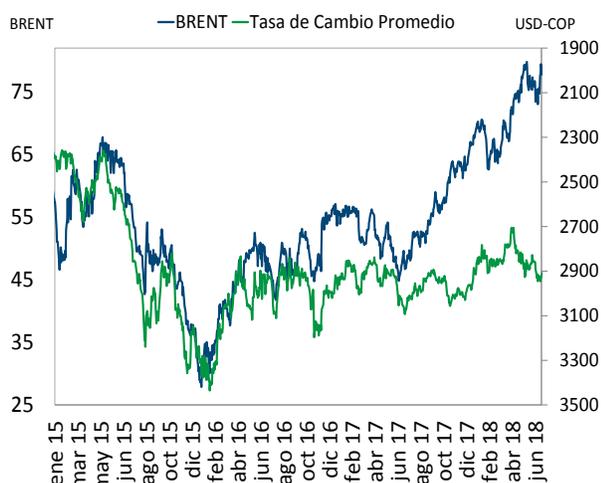


Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

## 5.2 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 28 de marzo y el 29 de junio de 2018 el peso se depreció 6,78<sup>28</sup>. Hasta mediados de abril el peso se apreció, influenciado por el aumento en el precio del petróleo (Gráfico 26). No obstante con la publicación de datos positivos sobre la economía estadounidense y las mayores expectativas de aumentos de la tasa de la Reserva Federal, se generó un fortalecimiento del dólar a nivel mundial y el peso colombiano se depreció (Gráfico 27).

Gráfico 26: Precio del petróleo frente al peso colombiano



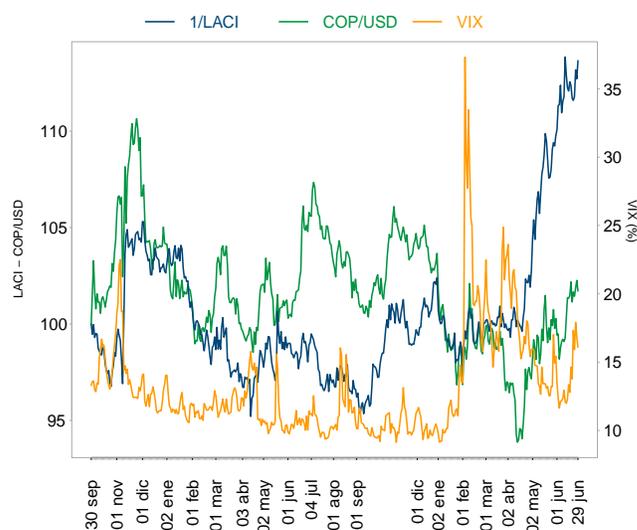
Fuente: Bloomberg y Set-FX.

La Posición Propia de Contado (PPC)<sup>29</sup> de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se incrementó entre el 28 de marzo y el 29 de junio de 2018 en USD 865 millones, lo cual cubrió parcialmente la disminución de USD 1.044,22 millones presentado en los

<sup>28</sup>La variación en abril fue de 1,00%, en mayo de 2,86% y en junio 1,42%. Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

<sup>29</sup>La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (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 moneda legal.

Gráfico 27: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-

COP: 30 de diciembre de 2016

derechos netos a futuro de los IMC. Cabe señalar que los principales demandantes de operaciones forward peso-dólar en el 2T18 fueron los agentes extranjeros (Gráfico 28).

En el mercado *forward* peso-dólar<sup>30</sup>, el monto promedio diario negociado en el segundo trimestre se ubicó en USD 1.888 millones, por encima de los niveles observados en 2017 y en el 1T18, alcanzando el máximo promedio trimestral observado hasta ahora<sup>31</sup>. De forma similar, en el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación<sup>32</sup> en el 2T18 (USD 1.400 millones) fue superior a los observados en el primer trimestre de 2018, y al promedio de 2017 alcanzando el máximo promedio trimestral observado hasta el momento<sup>33</sup>.

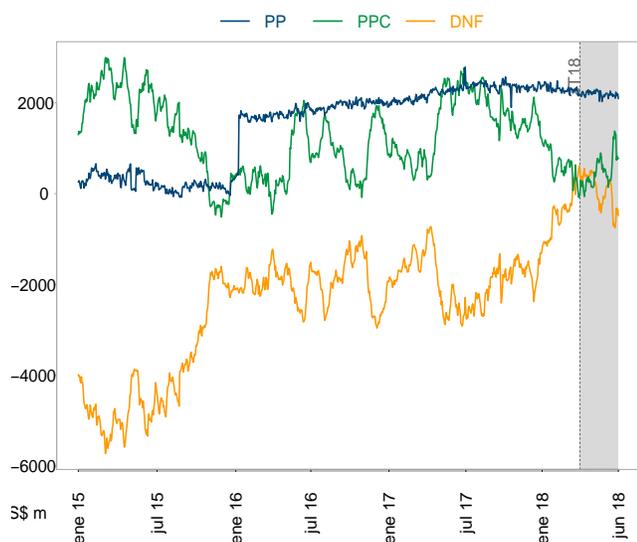
<sup>30</sup>Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar.

<sup>31</sup>Promedios diarios: 1T17: USD 1.375 millones, 2T17: USD 1.463 millones, 3T17: 1716 millones, 4T17: 1726 millones, 1T18:1809 millones. Fuente: Banco de la República.

<sup>32</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

<sup>33</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

Gráfico 28: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

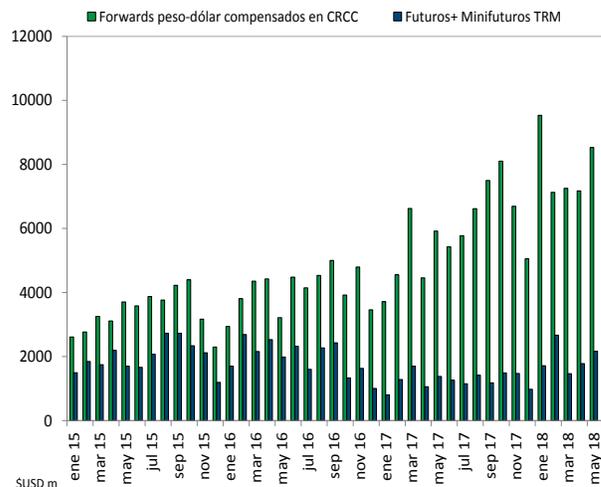
Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) se mantuvieron relativamente estables, y pasaron de USD 23,91 miles de millones en el 1T18 a USD 22,87 miles de millones en el 2T18 (Gráfico 29), por su parte la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de junio se ubicó en USD 6,22 miles de millones.

Durante el 2T18 se negociaron un total de 116.225 futuros de TRM<sup>34</sup>, volumen superior al negociado durante el 1T18 (112.8557 contratos), por un monto total de US D5.811 millones. Al 30 de junio de 2018 la posición abierta era de 11.374 contratos, la mayoría con vencimiento en julio de 2018. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>35</sup>, se negociaron un total de 34.870 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (40.512 contratos) por un total de USD 174 millones (Gráfico 29). La posición abierta de mini futuros al 30 de junio fue de 1632 contratos, la mayoría con vencimiento en julio.

<sup>34</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

<sup>35</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

Gráfico 29: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>36</sup>, en el 2T18 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 376 millones, lo que se explica por salidas netas de USD 42 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD 418 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 493 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 2.216 millones y de reintegros netos de capital oficial por USD 1.576 millones y de otras operaciones especiales por USD 146 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta de USD 2.324 millones<sup>37</sup>, y por préstamo neto de USD 1.638 millones, mientras que se presentaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio

<sup>36</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

<sup>37</sup>De estos flujos, USD 942 millones se presentaron en abril, USD 829 millones en mayo y USD 554 millones en junio.

neta<sup>38</sup> de USD 457 millones, y por el rubro de operaciones especiales del sector privado <sup>39</sup> de USD 5.819 millones. Frente a los flujos presentados en el 1T18, se destaca una disminución en los ingresos por inversión de portafolio neta (USD 2.086 millones a -USD 4.57 millones) y en las salidas de operaciones especiales (USD 7.725 millones a USD 5.819 millones), y un aumento en los flujos por inversión extranjera directa neta (USD 1.863 millones a USD 2.324 millones) y por préstamo neto (USD 683 millones a USD 1.638 millones).

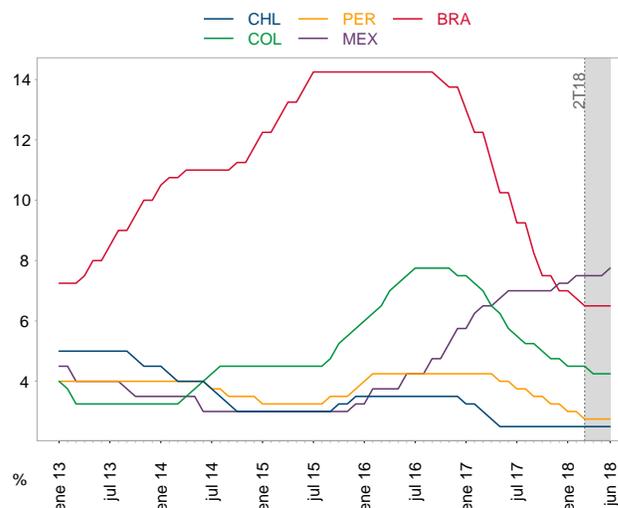
## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2T18, la mayoría de las economías de la región, con excepción de Colombia y México, mantuvieron estables sus tasas de interés de referencia dando una pausa a los ciclos bajistas que se observaron hasta el primer trimestre (*Gráfico 30* y *Cuadro 8*). Sobre el incremento de la tasa de política monetaria en México, los comunicados señalaron que dentro de los principales riesgos al alza se destacaba la tasa de cambio, la cual se ha visto afectada por el entorno de mayores tasas de interés externas, la fortaleza del dólar y la incertidumbre frente a las elecciones. A nivel local, la JDBR redujo su tasa de política monetaria 25 p.b. en la reunión de abril. De esta manera la tasa de referencia se situó al final del segundo trimestre de 2018 en 4,25%. Para la decisión de abril, la JDBR mencionó la debilidad de la actividad económica, la incertidumbre sobre la velocidad de su recuperación y la menor inflación observada frente a su pronóstico como los principales elementos dentro de la decisión de reducir la tasa de interés. Por su parte, en la reunión de

junio decidió mantener la tasa de interés estable ante perspectivas de ampliación de los excesos de capacidad productiva y algunos posibles riesgos al alza en la inflación, particularmente alimentos.

Gráfico 30: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a junio de 2018 para Latam

País	Variación 2T18*	TPM Mar-18**
COL	-25,0	4,25 %
CHL	-	2,50 %
PER	-	2,75 %
BRA	-	6,50 %
MEX	+25,0	7,75 %

Fuente: Bloomberg.

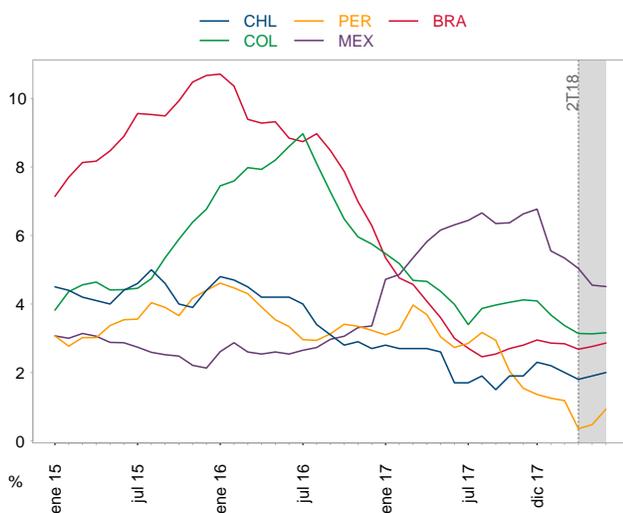
\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 28 de diciembre de 2017 y el del 28 de marzo de 2018.

\*\* Nivel al cierre de marzo de 2018.

<sup>38</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>39</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

Gráfico 31: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

En Colombia la inflación se mantuvo relativamente estable en el trimestre, ubicándose tanto en promedio como a fin del trimestre alrededor de 3,2%. Por su parte, la inflación en Chile aumentó 70 p.b. en el periodo analizado, cerrando el 2T18 en 2,50%. En México, la inflación disminuyó 39 p.b. y cerró el 2T18 en 4,65%. En Perú, la inflación se aceleró durante el trimestre y terminó en 1,43%. Por su parte, el indicador en Brasil se observó una aceleración importante y finalizó en 4,39% (Cuadro 9).

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Mar 2018	Anual Jun 2018	Rango meta 2018*
COL	3,14 %	3,20 %	2,0 % - 4,0 %
BRA	2,68 %	4,39 %	3,0 % - 6,0 %
CHL	1,80 %	2,50 %	2,0 % - 4,0 %
MEX	5,04 %	4,65 %	2,0 % - 4,0 %
PER	0,36 %	1,43 %	1,0 % - 3,0 %

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

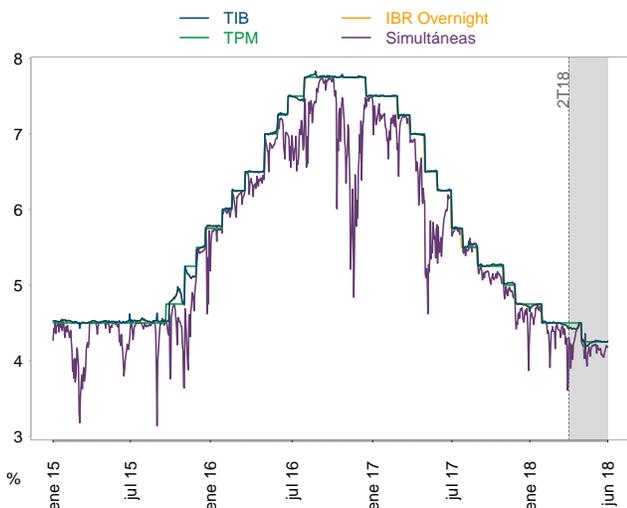
\* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

## 6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 2T18 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) presentaron reducciones en línea con la tasa repo. Durante el trimestre no se observaron desviaciones significativas entre la tasa de política y el IBR overnight y la TIB. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de días del trimestre, aunque en menor magnitud que lo observado en el trimestre anterior (Gráfico 32).

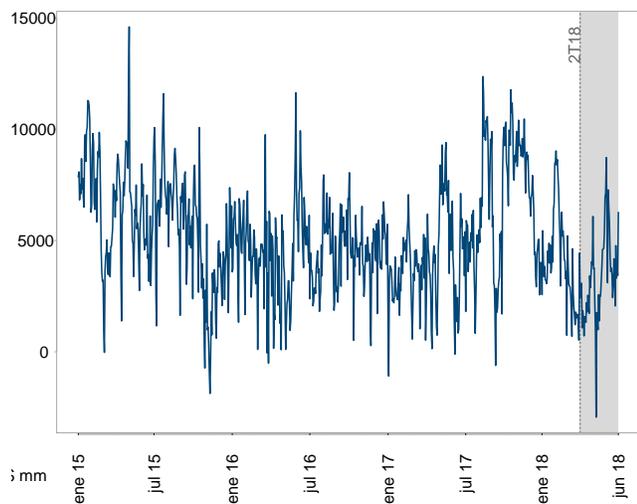
Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre (Gráfico 33).

Gráfico 32: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

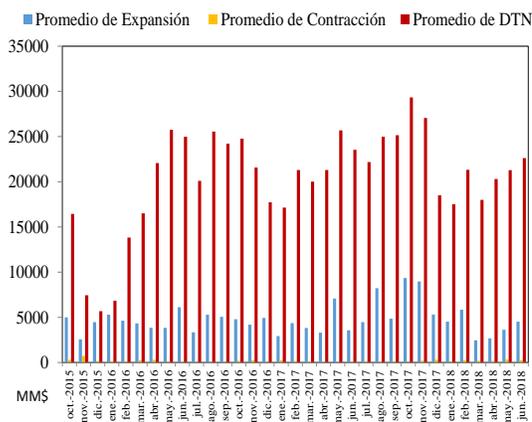
Gráfico 33: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, respecto al promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$18.947 mm en promedio durante el 1T18 a \$21.411 mm al en el 2T18 (Gráfico 34).

Gráfico 34: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2018



Fuente: Banco de la República.

### 6.3 Mercado de Deuda Pública

#### 6.3.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región

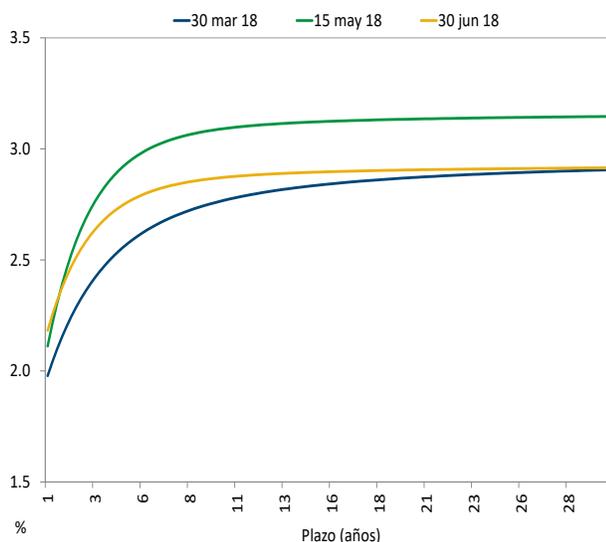
En el 2T18 los bonos del tesoro de los EE.UU. presentaron desvalorizaciones, particularmente hasta mediados de mayo, las cuales se explicaron por: i) el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales y el fortalecimiento de las proyecciones de una política monetaria menos expansiva por parte de la Fed y de mayor convergencia de la inflación a su objetivo; ii) señales de una política fiscal expansiva por parte del Gobierno Trump en los próximos años<sup>40</sup>; y iii) expectativas de que en los próximos años el crecimiento del producto y el mercado laboral continúen fortaleciéndose<sup>41</sup>. Posteriormente, la curva de

<sup>40</sup>De acuerdo al *Congressional Budget Office*, se espera que el déficit fiscal incremente desde 3,5% en 2017 a 5,4% en 2022, y que fluctúe entre 4,6% y 5,2% entre el 2023 y el 2028.

<sup>41</sup>En particular, durante el periodo se publicó el dato de crecimiento anual de la economía para el 1T18 el cual se ubicó por encima de las expectativas de los analistas del mercado (obs: 2,3%; esp:

los *treasuries* presentó valorizaciones parciales, particularmente en los tramos medio y largo, que obedecieron a: i) la incertidumbre política en Europa que provocó salidas de capital hacia economías como los EE.UU.; y ii) los anuncios de medidas proteccionistas por parte del Gobierno Trump, las respuestas retaliativas por parte de sus principales socios comerciales y las tensiones geopolíticas con Corea del Norte, que provocaron desvalorizaciones y mayor volatilidad en los mercados accionarios, lo que generó sustituciones de activos de renta variable por renta fija (*Gráfico 35*).

Gráfico 35: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de marzo con las del cierre de junio del 2018, se observaron desvalorizaciones generalizadas explicadas por factores idiosincráticos, y en particular por escenarios de incertidumbre política en la mayoría de estas economías (*Gráfico 36*).

Las mayores desvalorizaciones las registraron los títulos de deuda pública de Brasil, lo cual estuvo sopor-

tado por los señalamientos de corrupción y el encarcelamiento del ex-presidente Lula da Silva, lo que generó incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales de octubre del 2018; la incertidumbre política y económica asociada con la huelga de camioneros que duró once días y terminó con la renuncia del presidente de Petrobras, Pedro Parente<sup>42</sup>; y por la disminución de las expectativas de crecimiento económico, publicadas por el Banco Central de este país<sup>43</sup>.

En Perú, las desvalorizaciones se presentaron principalmente en los tramos medio y largo de la curva de rendimientos y se explicaron por el incremento en la incertidumbre política generada por la dimisión del ex-presidente Pedro Pablo Kuczynski y la posterior posesión de su vicepresidente Martín Vizcarra, toda vez que no era clara su capacidad para consolidar un acuerdo con otros partidos políticos para estabilizar el gasto público y reducir el déficit fiscal. A lo anterior se sumó: i) la renuncia del ministro de Economía tras intentar aumentar el *Impuesto Selectivo al Consumo*<sup>44</sup>, luego de que un sector importante de la población se opusiera a la medida; y ii) la apertura de una investigación por parte de la Fiscalía de este país a los ex-presidentes Toledo, Kuczynski y García por el caso Odebrecht. Por su parte, el comportamiento de la deuda pública en Chile estuvo en línea con el comportamiento de los mercados emergentes, pese a los datos macroeconómicos favorables que se publicaron durante el periodo<sup>45</sup>.

Por último, la estructura a término de la deuda pública en Mexico se aplano ante desvalorizaciones de los tra-

<sup>42</sup>La renuncia de Parente fue percibida negativamente por el mercado toda vez que es considerado el artífice de la recuperación de Petrobras, por lo que su renuncia provocó una contracción significativa de las acciones de la compañía.

<sup>43</sup>El Banco de Central de Brasil publicó el 4 de junio una encuesta de mercado que muestra una disminución de las expectativas de crecimiento económico para 2018, desde 2,7% cuatro semanas antes a 2,18%.

<sup>44</sup>Que gravaba las bebidas azucaradas y alcohólicas, los cigarrillos, la venta de automóviles y el combustible

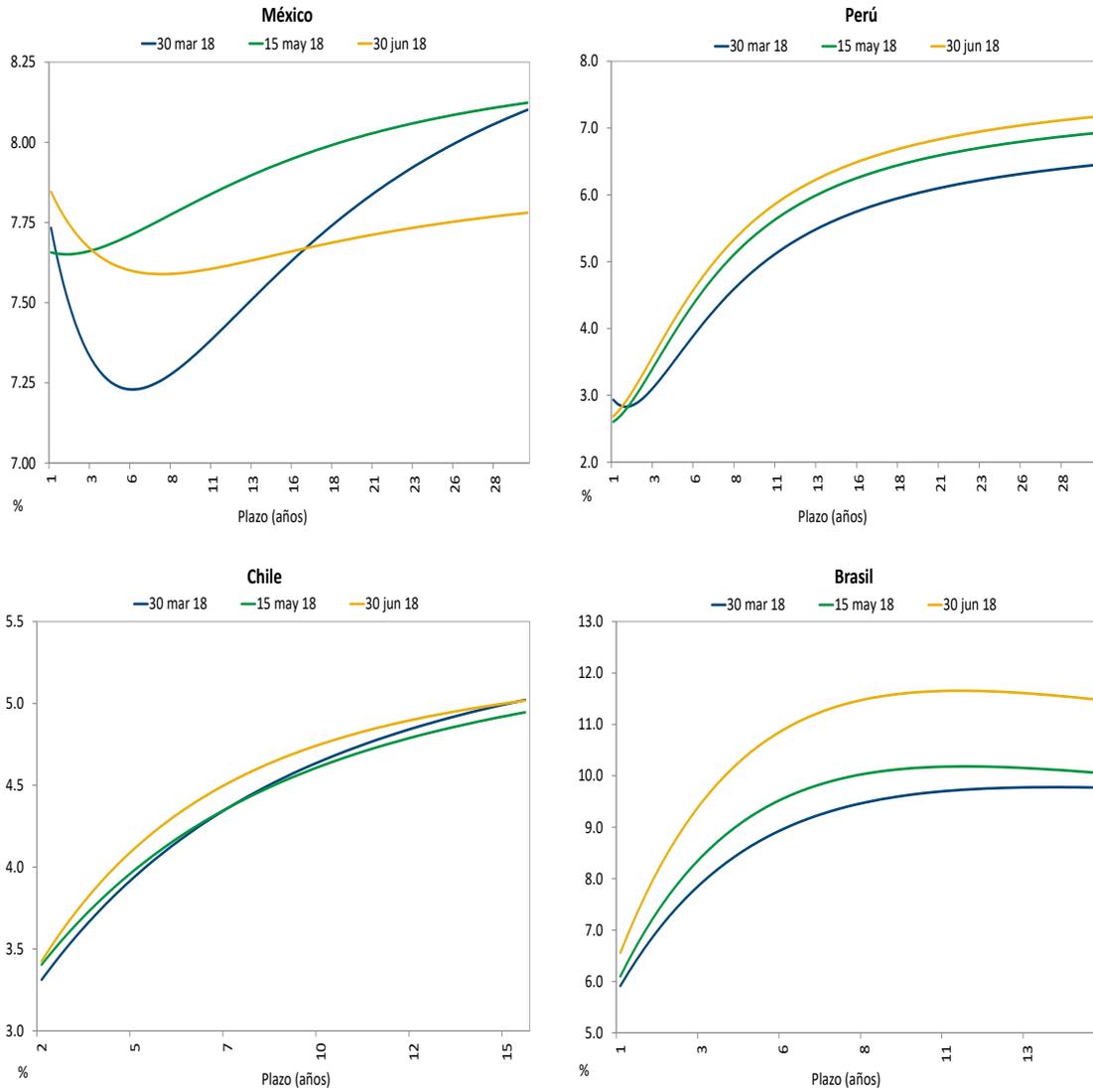
<sup>45</sup>El PIB de Chile para el 1T18 aumentó a 4,2% (esp: 4,0%) desde 3,3%. Además, el Índice Mensual de Actividad Económica (Imaec) –una aproximación del PIB– se ubicó en 5,9% a/a en abril, el mejor dato en cinco años.

mos corto y medio y valorizaciones del tramo largo. Las desvalorizaciones tuvieron lugar en un contexto enmarcado por la incertidumbre política alrededor de las elecciones presidenciales en este país y el repunte en las encuestas del candidato de izquierda Andrés Manuel López Obrador<sup>46</sup>, las dilaciones y ausencia de resultados materiales en las renegociaciones del TLCAN, las repercusiones del fin de exenciones de aranceles para las importaciones de hierro y aluminio por parte de EE.UU. y la respuesta retaliativa de México ante estas medidas. Además, el incremento de las tasas de corto plazo también estuvo influenciado por el incremento de 25 p.b. de la tasa de interés de referencia. Por su parte, las valorizaciones del tramo largo estuvieron soportadas por el buen comportamiento en los precios del petróleo.

---

<sup>46</sup>Dadas sus propuestas de campaña como el retiro de México del TLCAN, la renegociación de contratos energéticos con el sector privado y la cancelación de la reforma educativa.

Gráfico 36: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 28 de marzo y el 29 de junio de 2018 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$267 billones a \$282 billones. En el 2T17 se emitieron \$12,9 billones<sup>47</sup> de TES de largo plazo de los \$39 billones aprobados para 2018. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2017 es de \$12 billones y al 29 de junio se expidieron \$6,4 billones.

Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 2T18 se destaca que el 16 de abril el Fondo Monetario Internacional publicó sus *Perspectivas de la Economía Mundial* en las que indicó que la economía global mantendrá un ritmo estable de crecimiento este y el próximo año (3,9% para 2018 y 2019, sin cambios frente al pronóstico de su informe de enero). La entidad indicó que las tensiones comerciales (que incluyen la reciente disputa entre EE.UU. y China) podrían perjudicar el comercio y la actividad económica, causar perturbaciones en los mercados financieros y con ello un impacto negativo en la confianza.

El 19 de abril *JP Morgan* dio a conocer, en su informe *GBI-EM Index Rebalance Preview*, el aumento de la ponderación de Colombia en el índice *GBI-EM Global Diversified* de 33 p.b para ubicarse en 7,73%, con la inclusión los TES en pesos que vencen en 2025.

El 8 de mayo, en línea con la recomendación del Comité Consultivo para la Regla Fiscal se ampliaron las metas del déficit fiscal ante un crecimiento de la economía por debajo de su potencial, que a su vez implica ingresos gubernamentales menores a los estructurales. Se amplió la estimación de la brecha del PIB frente a su potencial de -3% a -3,8% para 2018 y de -2,7% a -4% para 2019. Por su parte, el comité mantuvo la meta del déficit total para 2018 en 3,1% del PIB, mientras que para 2019 aumentó de 2,2% a 2,4% y para 2020 de 1,6% a 2,2%.

<sup>47</sup>Valores nominales. \$7,1 billones de TES en pesos y \$5,8 billones de TES UVR.

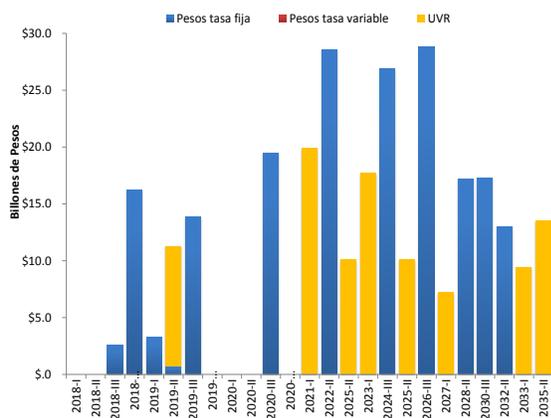
El 15 de junio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo para 2018 (MFMP 2018), señalando que la actividad económica muestra señales importantes de recuperación y que el Gobierno continúa el proceso de consolidación fiscal con el fin de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por esa vía, la estabilidad macroeconómica. La entidad pronostica un déficit fiscal consolidado de 2,2% del PIB para 2018 y de 2,1% del PIB para 2019; un déficit de cuenta corriente de 2,8% del PIB para 2018 y de 2,7% del PIB para 2019; y un recaudo tributario de \$135,2 billones en 2018 y de \$143 billones en 2019.

En el 2T18 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 30 de junio, en el 2018 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$18 billones correspondientes al 9,4% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pagos por cupones por \$368 mm, \$496 mm, \$352 mm y \$94 mm en los TES en UVR que vencen en 17 de abril de 2019, 4 de abril de 2035, 7 de mayo de 2025 y 16 de junio de 2049, respectivamente, y hubo pagos por cupones por \$1 billón, \$2 billones y \$899 mm en los TES en pesos que vencen en 28 de abril del 2028, 4 de mayo de 2022 y 30 de junio de 2032, respectivamente. Por último, se presentó el vencimiento de un TES de corto plazo el 12 de junio del 2018 por \$2,6 billones. En el *Gráfico 37* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 1T18 con las del cierre del 2T18, se observan variaciones en promedio de 9 p.b. en el tramo corto, de 24 p.b. en el tramo medio y de 20 p.b. en el tramo largo<sup>48</sup> (*Gráficos 38, 39 y 40*). Las desvalorizaciones de la curva estuvieron relacionadas la financiación del ciclo de recortes de la tasa de política por parte del BR, con un mayor ritmo esperado de incrementos en el rango de las tasas de

<sup>48</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

Gráfico 37: Proyección de Vencimientos TES



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

los fondos federales en los EE.UU, las tensiones por las decisiones de política comercial en ese país y por la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes que generó desvalorizaciones generalizadas de las curvas de la región.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 4T17 con las de finales del 1T18, se observaron variaciones en promedio de 55 p.b, 21 p.b. y -9 p.b. en los tramos corto, medio y largo<sup>49</sup>, respectivamente. Las desvalorizaciones de la parte corta y media estuvieron relacionadas con menor apetito estacional por títulos indexados a UVR. Las valorizaciones en la parte larga pueden estar asociadas a demanda de cobertura de largo plazo ante expectativas de inflación en el futuro.

En el 2T18, los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES pesos por \$565 miles de millones<sup>50</sup>. En relación con los saldos en el mercado de contado, la participación de estos agentes como proporción del saldo

<sup>49</sup> *Ídem.*

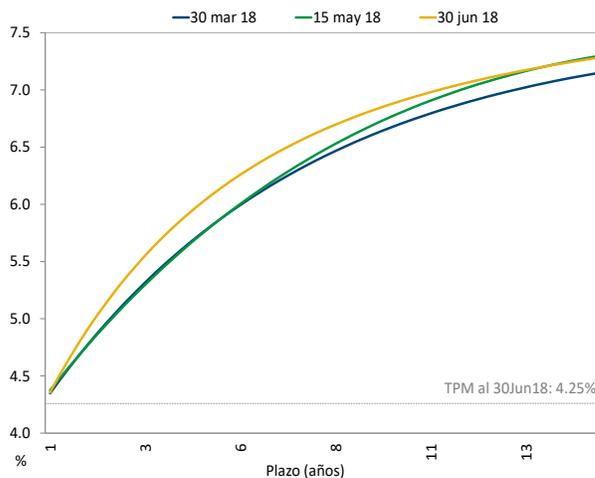
<sup>50</sup> Compras netas en el mercado *spot* por \$1643 miles de millones y ventas netas en el mercado de *forwards* por \$2209 miles de millones.

Gráfico 38: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 39: Curvas Spot Colombia

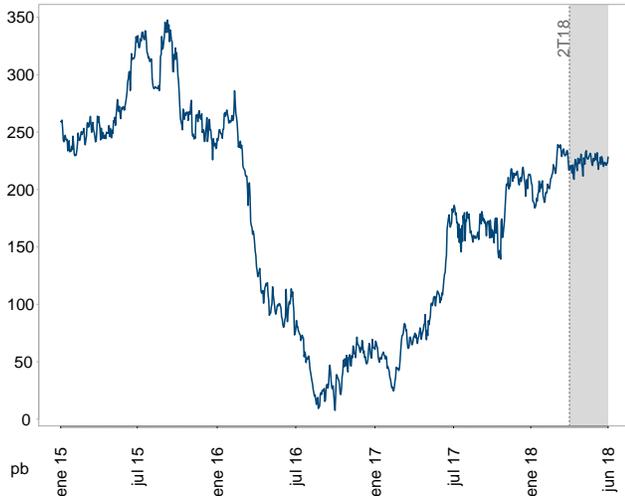


Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
55 p.b.	21 p.b.	-9 p.b.

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 28 de marzo y el 29 de junio de 2018. Cálculos: Banco de la República.

de TES denominados en pesos en circulación pasó de 37,03% el 28 de marzo a 36,37% el 29 de junio del

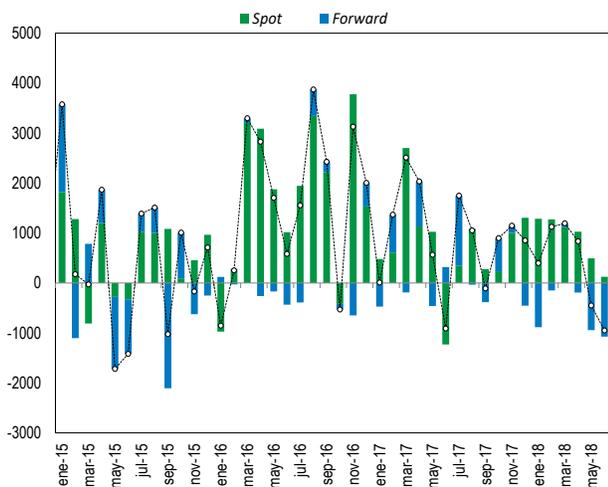
Gráfico 40: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

2018, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,59% a 2,68% en el mismo periodo (Gráficos 41 y 42).

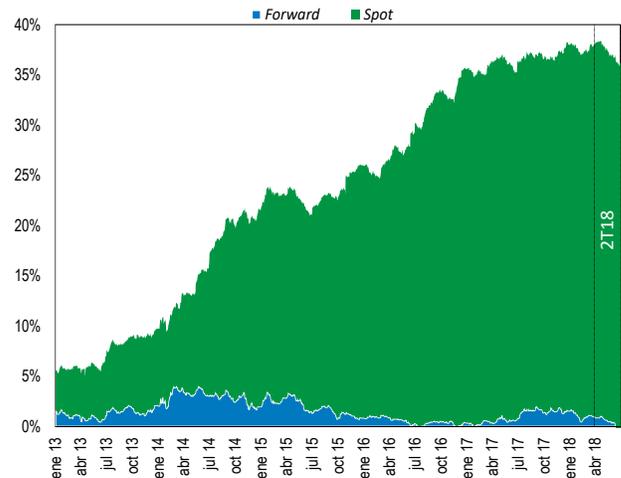
Gráfico 41: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros



Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 2T18 el mercado *spot* de TES presentó un

Gráfico 42: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



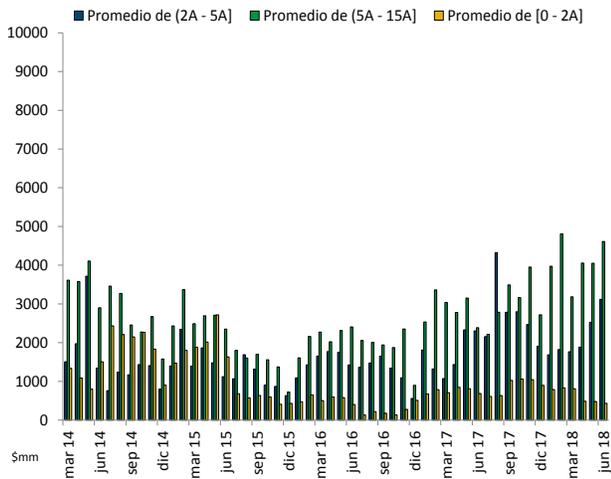
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 1T18. El promedio diario de negociación fue \$7,2 billones<sup>51</sup>, por encima del observado en el 1T18 (\$6,5 billones) y superior a lo observado en el mismo periodo de 2017 (\$5,5 billones) (Gráficos 43 y 44). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en febrero del 2023, cuya participación aumentó de 5% a 14,1% respecto al trimestre anterior, seguidos de los que vencen en julio del 2024 denominados en pesos, cuya participación pasó de 15% a 14%. Cabe mencionar que el tramo medio de la curva de rendimientos fue el más negociado (Gráfico 43).

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 68.740 contratos en el 1T18 a 51.448 contratos en el 2T18 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$12.862 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas disminuyeron a 6690 contratos el 30 de junio de 2018.

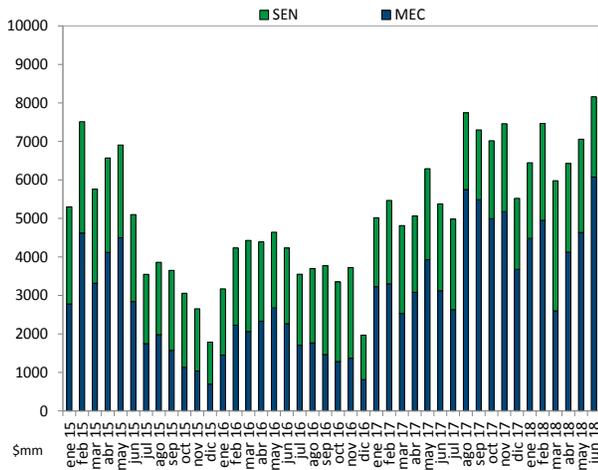
<sup>51</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 43: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. Billones de pesos.

Gráfico 44: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



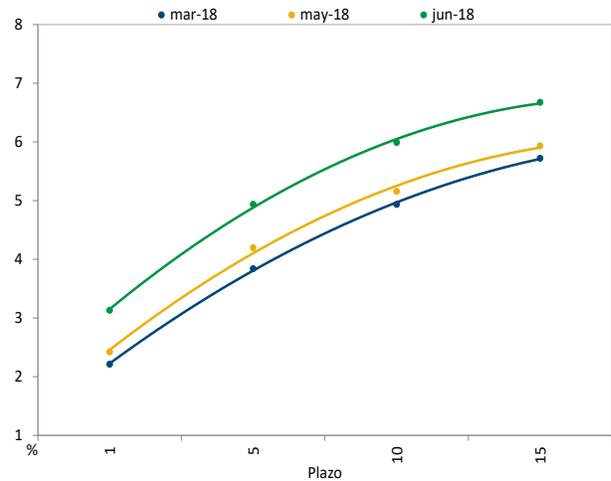
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

### 6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

En el 2T18 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la re-

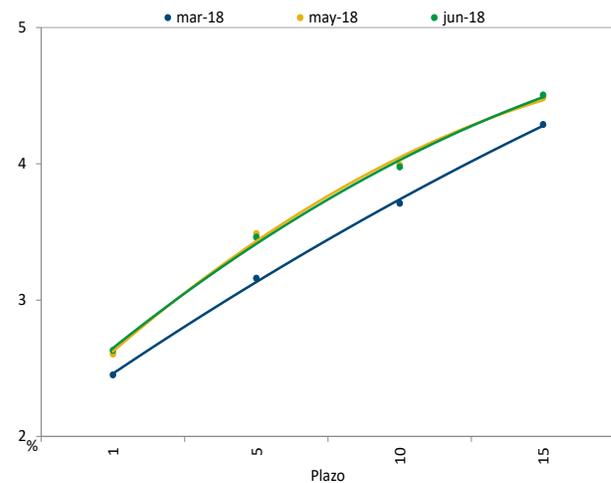
gión se desvalorizaron, en línea con el comportamiento de la deuda local y de los *treasuries*, así como con las primas de riesgo (Gráficos 45, 46 y 47).

Gráfico 45: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

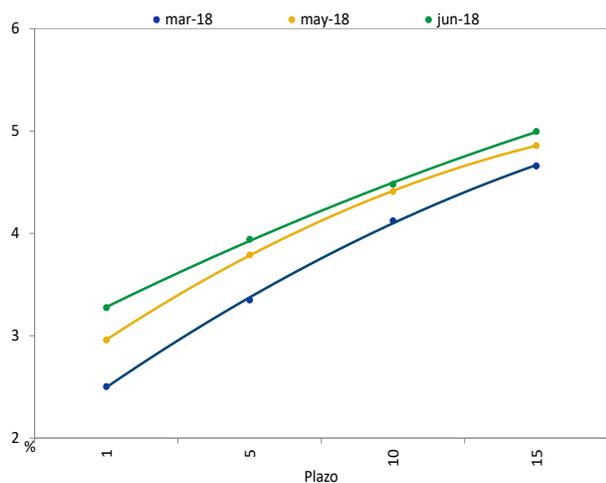
Gráfico 46: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Las primas de riesgo de los países de la región aumen-

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



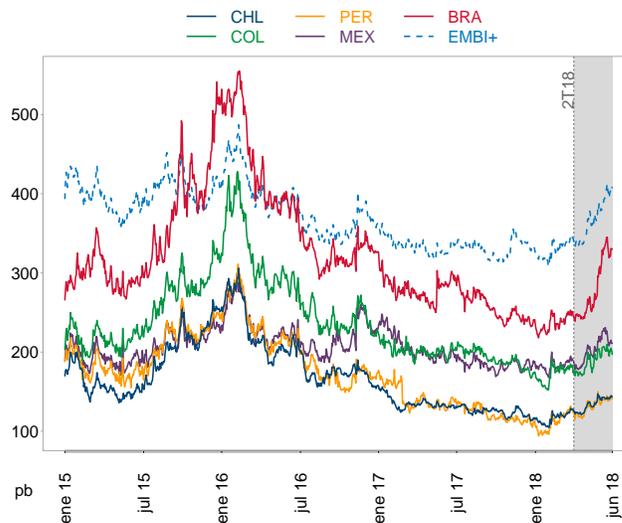
Fuente: Bloomberg.

taron. En promedio, los EMBI para una muestra de países se incrementaron 32,4 p.b. (17,0%)<sup>52</sup>, mientras que el EMBI+ aumentó 64,4 p.b. (18,8%) (Gráfico 48) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región aumentaron en promedio 33,3 p.b. (26,5%)<sup>53</sup>

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

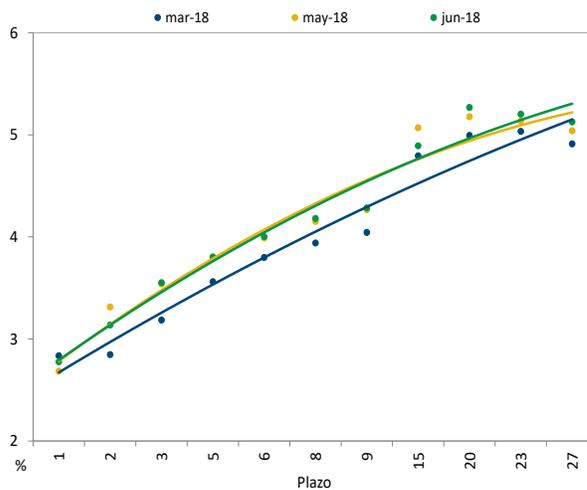
En el 1T18 la deuda externa de Colombia denominada en dólares se desvalorizó (Gráficos 49 y 50), similar a lo ocurrido con la deuda externa de la región, y lo anterior estuvo en línea con el comportamiento de los bonos del tesoro de EE.UU.

Gráfico 48: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



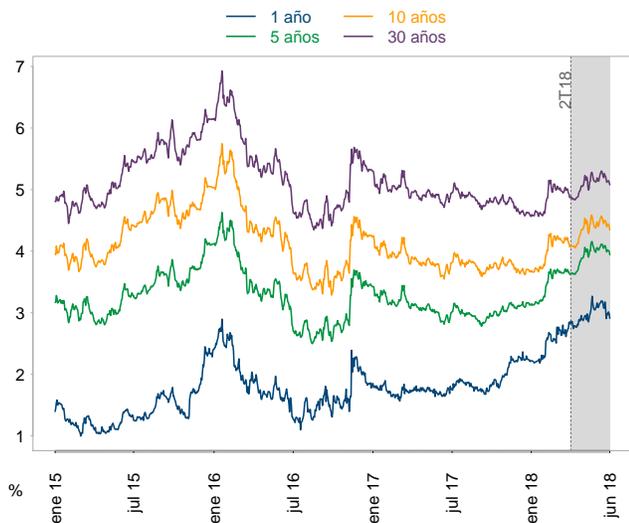
Fuente: Bloomberg.

<sup>52</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: 23 p.b. (13,2%), Brasil: 84 p.b. (34,1%), México: 22 p.b. (11,6%), Perú 17 p.b. (13,7%) y el EMBI Global Chile: 16 p.b. (12,5%).

<sup>53</sup>Variaciones: Colombia: 18,4 p.b. (17,3%), Brasil: 105,8 p.b. (64,4%), México: 24,9 p.b. (22,8%), Chile: 9,7 p.b. (19,0%) y Perú: 7,5 p.b. (9,2%).

En el Gráfico 51 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales

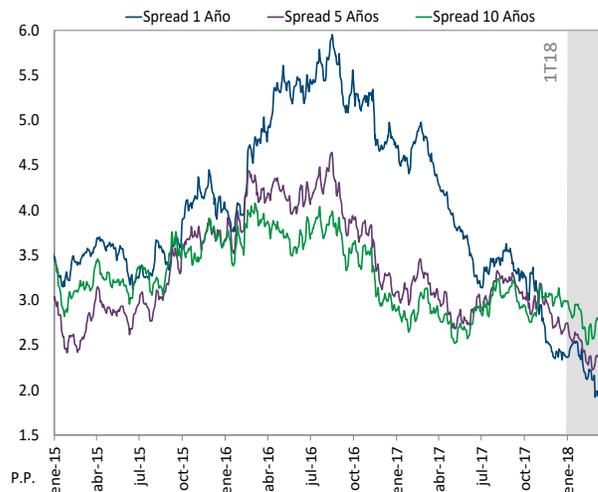
Gráfico 50: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

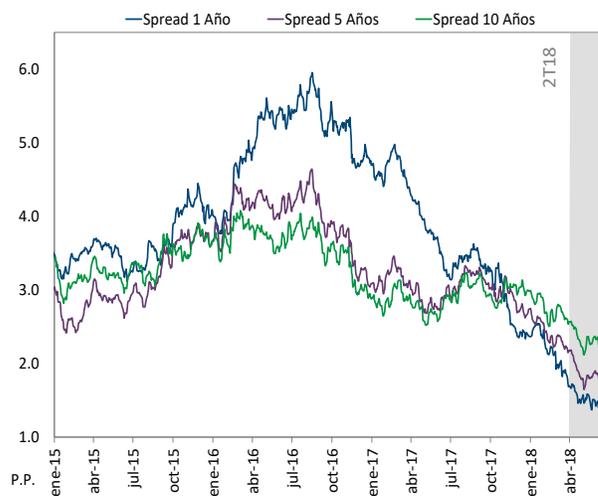
denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el trimestre para todos los tramos debido a desvalorizaciones de los bonos externos mayores que las de los bonos locales. Por su parte, en el Gráfico 52 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes disminuyeron para los títulos con vencimiento en 2023 por desvalorizaciones de los TES Globales mayores a las de los bonos locales, mientras que el *spread* para los bonos con vencimiento en 2021 y 2027 aumentó por valorizaciones de los bonos globales frente a desvalorizaciones de los locales.

Gráfico 51: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 52: TES Globales vs TES locales



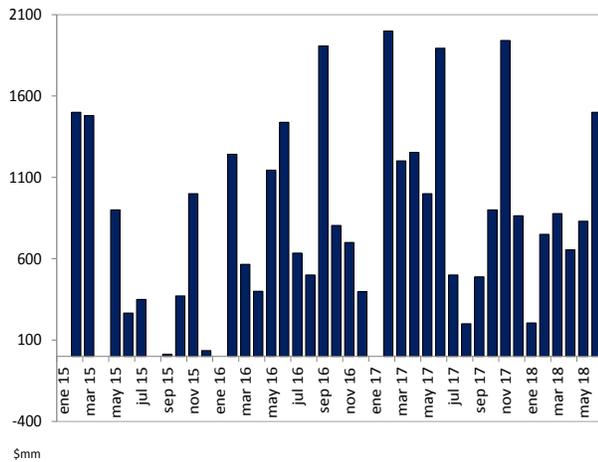
Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

## 7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 2T18, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada aumentaron frente a lo obser-

vado en el 1T18, aunque se mantienen por debajo del promedio trimestral de 2017; de tal forma que pasaron de \$1,8 billones en el 1T18 a \$2,98 billones en el 2T18 (Gráfico 53).

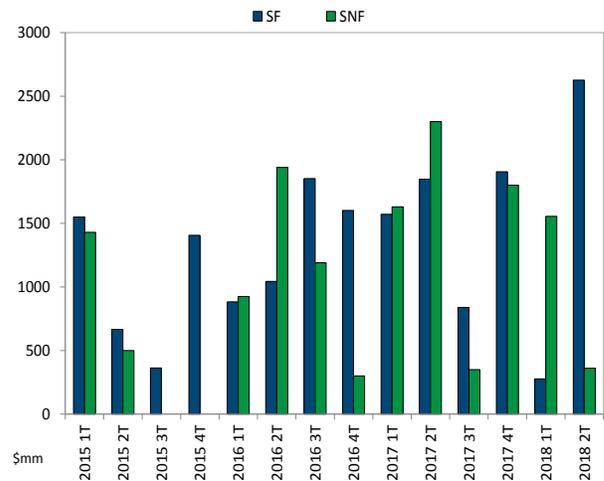
Gráfico 53: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El sector no financiero realizó el 12% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 88% de las colocaciones, lo cual representó una aumentó significativo en el porcentaje de participación de emisiones del sector financiero con respecto al trimestre anterior (Gráfico 54).

Gráfico 54: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

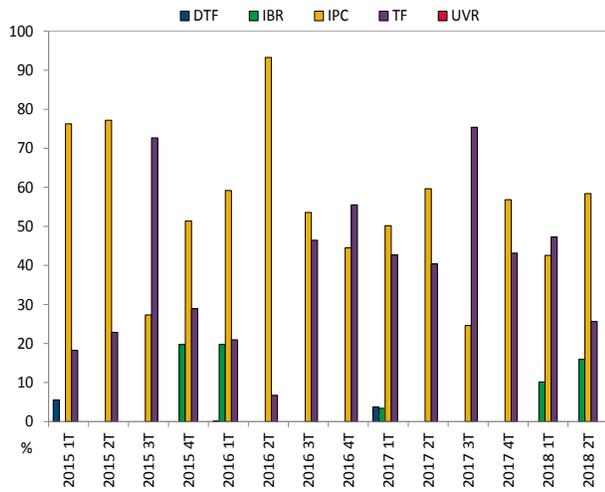
Durante el trimestre, diez entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (16%), tasa fija (26%) e IBR(58%). (Gráfico 55).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 1T18

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Finandina	80	2 a 4	IBR, TF
Banco Popular	390,98	3 a 5	TF, IPC
Bancoldex	400	3 a 10	IBR, IPC, TF
Cementos Argos	500	5 a 7	IPC
Codensa	360	7 a 12	IPC, TF
Terpel	1100	5 a 25	IPC
Serfinansa	150	3 a 6	IPC, TF
Titularizadora Colombiana	39,75	10	TF
Credifamilia	65,11	15	TF
Itaú	400	2 a 5	IBR, IPC

Fuente: BVC.\* miles de millones de pesos. \*\* años.

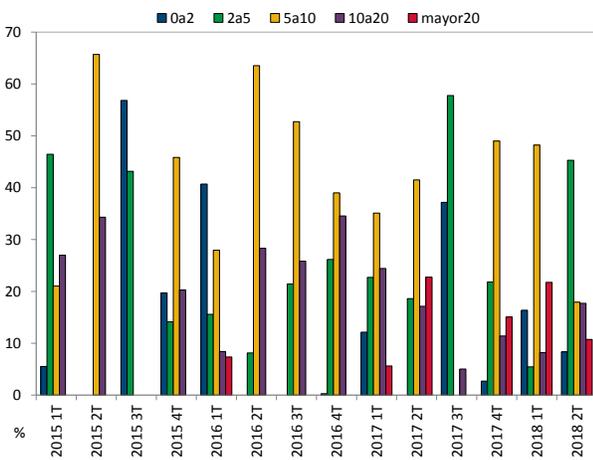
Gráfico 55: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El 8,4% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 0 y 2 años, un 45,3% a plazos entre 2 y 5 años, un 17,9% a plazos entre 5 y 10 años, un 17,7% a plazos entre 10 y 20 años, y el 10,7% restante a plazos mayores de 20 años (Gráfico 56).

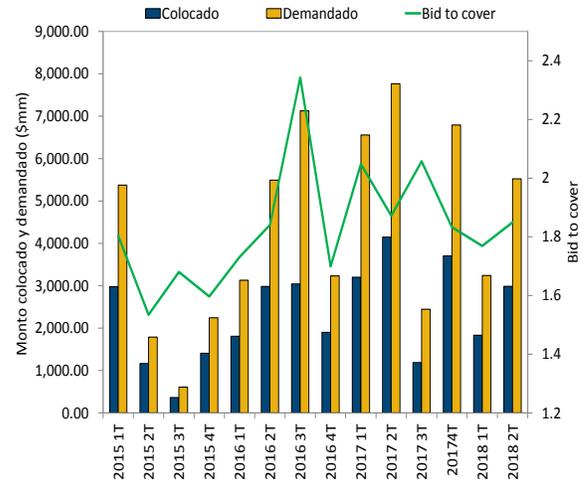
Gráfico 56: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 1,85 (ant: 1,77). La demanda por colocaciones fue de \$5,52 billones (Gráfico 57).

Gráfico 57: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

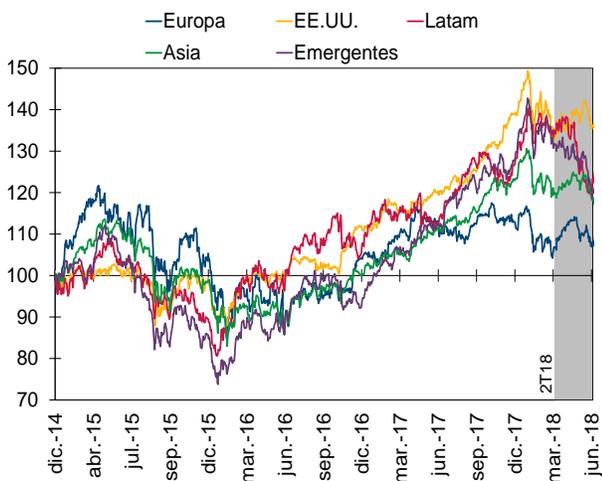
El segundo trimestre de 2018 estuvo marcado por incertidumbre política y comercial en países desarrollados, por lo cual los índices accionarios no tuvieron una tendencia definida y terminaron con poca variación. El mercado accionario de Europa fue el de mayor valorización (1,01%), seguido por Estados Unidos (0,7%), por otra parte Asia se desvalorizó un 0,8% y Latinoamérica, que estuvo arrastrada por el mal desempeño accionario en Brasil cayó un 8,7% durante el trimestre<sup>54</sup>. En lo corrido del año los índices acciona-

<sup>54</sup> Al 29 de junio de 2018, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizaron las valorizaciones durante el 2T18 del

rios en todas las regiones se han desvalorizado, el de peor desempeño ha sido Latinoamérica (-4%), seguido por Asia (-3.5%), Europa (-3.1%) y Estados Unidos (-1.8%).

A continuación, se presentan los hechos que más afectaron los mercados bursátiles durante el 2T18 para cada una de las regiones mencionadas anteriormente.

Gráfico 58: Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de diciembre de 2014

Dow Jones, sin embargo, el S&P 500 y el Nasdaq Composite registraron valorizaciones de 2,93%, y 6,33%, respectivamente. Para Europa se utilizó el Euro Stoxx 50 y para América Latina el MSCI Emerging Markets Latin America Index (al 29 de junio de 2018, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por último, cuando se mira el desempeño agregado de las acciones del grupo de los países emergentes, mediante el MSCI Emerging Markets Index (al 29 de junio de 2018, los países ponderados en el índice fueron Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Catar, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos), dicho índice se desvalorizó en el 2T18 un 7,96%.

### 8.1 Estados Unidos

En abril, los índices accionarios estadounidenses presentaron una desvalorización moderada en medio de las crecientes tensiones comerciales por la respuesta de China a los aranceles impuestos por Estados Unidos y el comportamiento poco favorable en las acciones del sector tecnológico. En mayo las acciones se valorizaron debido al aumento del precio del petróleo que alcanzó niveles no vistos desde el 2014 y la temporada de resultados corporativos positivos en los sectores de tecnología, materiales y energía. Por otra parte, el Congreso de Estados Unidos aprobó la flexibilización de la ley Dodd Frank, que permite que los bancos con activos inferiores a \$250 mil millones de dólares estén exentos de cumplir algunas de las condiciones impuestas en la ley y el anuncio de la propuesta de modificación a la regla de Volcker por parte de la Reserva Federal que pretende simplificar los requisitos financieros de los bancos. En junio, los índices accionarios presentaron valorizaciones debido a la continuación de los buenos resultados de las empresas y noticias sobre posibles adquisiciones en el sector de comunicaciones. Sin embargo, el anuncio de represalias arancelarias por parte de los principales socios comerciales de Estados Unidos presionó a los mercados accionarios a la baja contrarrestando las valorizaciones que se habían obtenido y llevando a que el trimestre cerrara con valorizaciones moderadas.

### 8.2 Europa

Los mercados europeos<sup>55</sup> fueron los de mejor desempeño durante el segundo trimestre de 2018 con una valorización de 1,01%. Este comportamiento es contrario a lo que sucedió durante el primer trimestre del año en el cual los mercados accionarios europeos tuvieron el peor desempeño regional. Dicho comportamiento positivo estuvo impulsado por la valorización de los sectores de energía (12,3%), tecnología (10,8%), aunque fueron contrarrestandos por las pérdi-

<sup>55</sup>Medido por el comportamiento del Euro Stoxx 50

das del sector financiero (-10,3%). Durante la primera mitad del trimestre el índice *Eurostoxx 50* estuvo impulsado por varios factores, particularmente los buenos resultados corporativos presentados. No obstante, a finales de mayo los índices europeos marcan su primera semana negativa en dos meses debido a la incertidumbre política en Italia y España. Durante la primera mitad de junio los mercados accionarios mostraron algunas valorizaciones temporales ante una normalización del panorama político. Adicionalmente, el anuncio del BCE de mantener bajas las tasas hasta por lo menos el verano de 2019, le dio un impulso al mercado accionario.

### 8.3 Asia

Los índices accionarios asiáticos registraron una pérdida de 0,8% durante el 2T18, que estuvo marcado por un entorno volátil ante las tensiones comerciales y geopolíticas. Durante el trimestre los mercados accionarios asiáticos se desvalorizaron debido a los siguientes elementos: i. El anuncio de Trump de nuevos aranceles a productos chinos, esta vez por una suma de \$200 mil millones de dólares a los cuales le sumaría otros \$200 mil millones si China decide responder con mayores retaliaciones, esta noticia generó desvalorizaciones en la región asiática y llevo al *Shanghai Composite Index* a niveles mínimos desde marzo de 2016; ii. El dato sorpresivo de balanza comercial en China de marzo, el cual se ubicó en USD 4,98 mil millones, después de registrar un superávit de USD 33,7 mil millones el mes anterior<sup>56</sup> lo cual generó preocupaciones sobre el estado de la economía China; y iii. Tensiones geopolíticas tras el anuncio del presidente Trump de un lanzamiento de misiles a Siria.

<sup>56</sup> El país no registraba un déficit de balanza comercial desde febrero de 2017 en el que se registró un déficit de USD 11 mil millones

### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Durante el segundo trimestre de 2018, Latinoamérica tuvo el peor desempeño, con una desvalorización de 8,69%, restando la buena dinámica que tuvo durante el primer trimestre. Esto estuvo explicado principalmente por la desvalorización del *IBOVESPA* de Brasil (-13,25%), el *IGBVL* de Perú (-3,69%) y el *IPSA* de Chile (-3,03%). En contraste, el *MEXBOL* de México se valorizó un 3,34% y el *COLCAP* de Colombia aumentó 8,35%.

Gráfico 59: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

Durante la primera mitad del mes de abril la mayoría de los índices accionarios de la región presentaron valorizaciones debido a la disminución de los CDS a 5 años, exceptuando Brasil que en ese momento enfrentaba la reciente encarcelación del expresidente Lula Da Silva y cuyos CDS permanecieron sin mayores cambios durante dicho periodo. De aquí en adelante los índices accionarios registraron un comportamiento divergente. Las bolsas de Chile y Perú estuvieron ligadas a los movimientos del precio del cobre. El *MEXBOL* presentó desvalorizaciones hasta finales de mayo en medio de incertidumbre sobre las negociaciones del NAFTA y sobre las elecciones presidenciales, aunque

durante el mes de junio se valorizó, terminando el trimestre en valores positivos.

En contraste, el índice *IBOVESPA* sufrió grandes desvalorizaciones desde mediados de mayo cuando comenzó la huelga de camioneros quienes protestaban por los altos precios de los combustibles, congelando las carreteras del país y afectando varios sectores de la economía. Esto presionó además el precio de la acción de Petrobras a la baja, especialmente luego de que anunciara un recorte del 10% al precio del diésel, lo cual podría reducir sus ganancias operacionales.

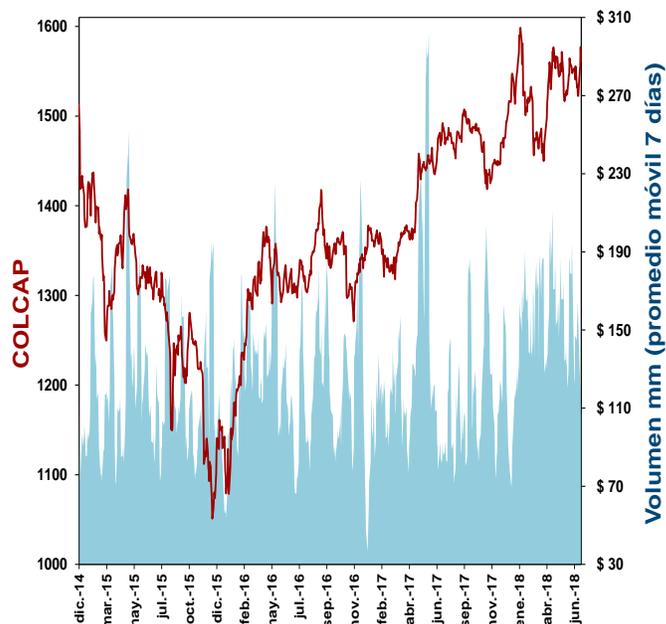
Por su parte el índice *COLCAP*, que tuvo el mejor desempeño trimestral, estuvo impulsado por las ganancias del sector financiero, las más valorizadas fueron la acción preferencial de Davivienda (22,84%), la acción preferencial y ordinaria de Bancolombia (con valorizaciones de 21,99%, 16,88% respectivamente) y Ecopetrol (15,68%) en línea con el aumento de los precios del petróleo<sup>57</sup>. Adicionalmente durante el trimestre el monto transado (promedio diario) fue de \$158 mil millones, presentando un ligero aumento de 4% frente al primer trimestre (*Gráfico 60*).

La volatilidad condicional<sup>58</sup> de los índices bursátiles latinoamericanos disminuyó con respecto al primer trimestre del año para la mayoría de los países, exceptuando Brasil que alcanzó su punto más alto a finales de mayo. Al organizar las volatilidades promedio del trimestre vemos que la más alta es la del *BOVESPA*: 1,31%, seguido por el *COLCAP*: 0,9%, el *MEXBOL*: 0,87%, el *IGBVL*: 0,80%, y por último el *IPSA*: 0,68%.

<sup>57</sup> Estas acciones tienen una ponderación total dentro del índice *COLCAP* de 37,52%. Ecopetrol(14,97%), PFBancolombia (12,95%), Bancolombia (6,54%) y PFDavienda (3,06%)

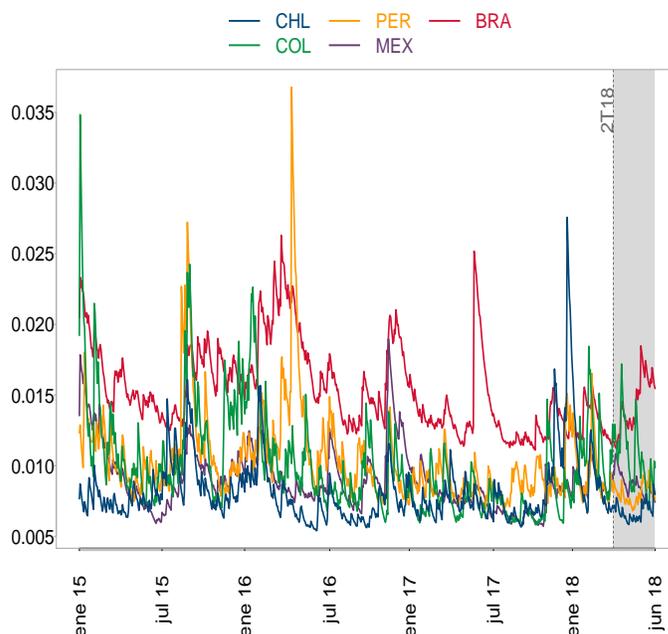
<sup>58</sup> Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

Gráfico 60: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

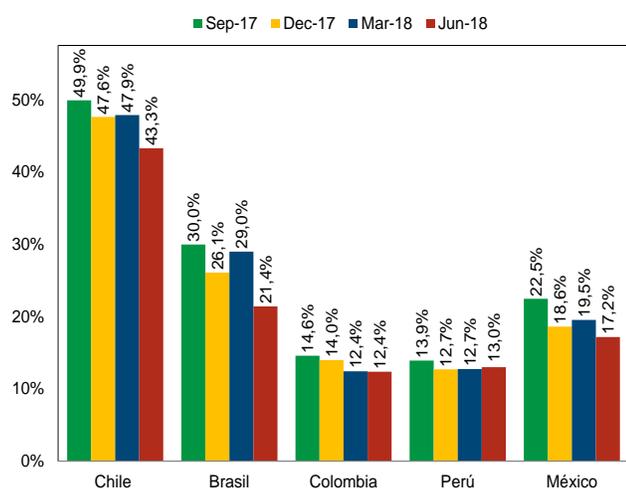
Gráfico 61: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Por otra parte, si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil<sup>59</sup> como porcentaje del PIB<sup>60</sup> a junio de 2018<sup>61</sup> se observa que la bolsa de Santiago continúa siendo la más alta de región, pese a la baja que ha tenido desde septiembre del año pasado. La que le sigue es el *IBOVESPA* de Brasil que también tuvo una caída desde septiembre del año pasado, similar a la de México que es la tercera en capitalización de la región. De otro lado, las bolsas de Colombia y Perú tienen una capitalización similar que no ha tenido grandes caídas desde el cierre del tercer trimestre de 2017. (Gráfico 62).

Gráfico 62: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB\*



Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos: Banco de la República.

\*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2017.

Respecto al movimiento de demandantes y oferentes de renta variable del país respecto al primer trimestre del año, los programas de ADR continúan siendo los mayores demandantes de acciones (\$601 mil millones), seguidos por los Fondos de pensiones (FPC)

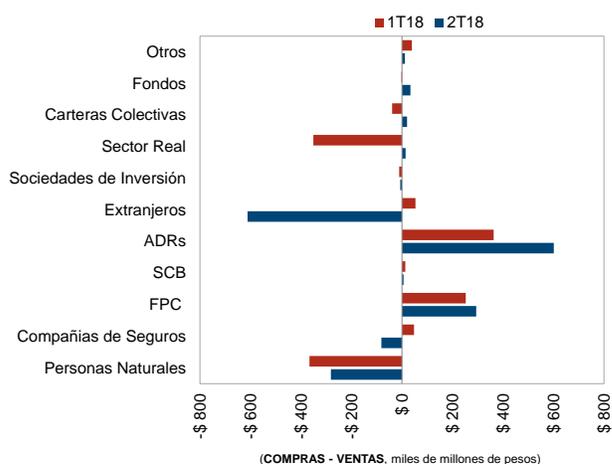
<sup>59</sup> Ajustada por flotante disponible.

<sup>60</sup> Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* más reciente y que publica el Fondo Monetario Internacional.

<sup>61</sup> Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y *World Federation of Exchanges*. Cálculos: Banco de la República.

que mantuvieron su posición durante el trimestre. En contraste los extranjeros fueron los mayores oferentes de acciones durante el trimestre (-\$611 mil millones) revertiendo la posición que han tenido desde el segundo trimestre de 2015 (como demandantes netos). Las personas naturales mantuvieron su posición de vendedores netos durante el trimestre, seguidos por el sector real que revirtió su posición fuertemente respecto a la que tenían en el 1T18. (Gráfico 63).

Gráfico 63: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano MI-LA, durante el 2T18 los inversionistas colombianos se comportaron como vendedores netos, con un monto total de \$924 millones (compras por \$323 millones y ventas por \$1247 millones). De estas ventas la mayor parte fue tomada por compradores chilenos (\$713 millones) y el resto por compradores peruanos (\$210 millones). Este comportamiento fue contrario al del 1T18 en el que los inversionistas colombianos compraron en neto \$3435 millones. De las operaciones de compra en la BVC el 1,47% correspondieron a acciones colombianas, mientras para la venta correspondieron al 68,32%.

Por otro lado, de acuerdo con cálculos realizados por el Banco de la República<sup>62</sup>, el porcentaje del saldo de las inversiones de extranjeros en el mercado de renta variable pasó de 16,2% en febrero de 2018 a 20,9% en mayo de 2018.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 2T18 se negociaron 438 contratos frente a 826 contratos negociados en el 1T18<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup>Con la información que se recibe a través del formato de inversión extranjera de portafolio (*IPEX*.)

<sup>63</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP