

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

III trimestre de 2019





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre del 2019

Banco de la República

Octubre de 2019

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

## **Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados**

Juan Sebastián Rojas  
Director

## **Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria**

Carlos Andrés Quicazán  
Jefe

Sara Ariza

Laura Viviana León

Diego Alejandro Martínez

Julián Camilo Mateus

Cristhian Hernando Ruiz

Tatiana Venegas

## **Estudiantes en práctica profesional**

Gabriel Cubillos

Nicolás Andrés Hernández

# 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>22</b>
5.1	Mercado cambiario global . . . . .	22
5.2	Mercado cambiario colombiano . . . . .	25
<b>6</b>	<b>Mercado monetario y renta fija</b>	<b>28</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	28
6.2	Mercado monetario colombiano . . . . .	29
6.3	Mercado de deuda pública . . . . .	30
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región . . . . .	30
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia . . . . .	33
6.4	Deuda pública externa de los países de la región . . . . .	36
6.5	Deuda pública externa de Colombia . . . . .	37
<b>7</b>	<b>Mercado de deuda privada</b>	<b>39</b>
<b>8</b>	<b>Mercado accionario</b>	<b>40</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	41
8.2	Europa . . . . .	41
8.3	Asia . . . . .	42
8.4	Latinoamérica y Colombia . . . . .	42

## Índice de Gráficos

1	Desempleo en principales economías desarrolladas . . . . .	8
2	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU. . . . .	9
3	Confianza de los consumidores en EE.UU, eurozona, Reino Unido y Japón . . . . .	9
4	PMI manufacturero en economías desarrolladas . . . . .	9
5	PMI de servicios en economías desarrolladas . . . . .	10
6	Crecimiento en principales economías desarrolladas . . . . .	10
7	Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas . . . . .	11
8	Crecimiento en economías emergentes . . . . .	11
9	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes . . . . .	11
10	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes . . . . .	12
11	Curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas . . . . .	12
12	Senda esperada por el mercado de la tasa de fondos federales . . . . .	13
13	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	15
14	Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido . . . . .	16
15	Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU. . . . .	16
16	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica . . . . .	17
17	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	19
18	Índices de confianza . . . . .	20
19	Expectativas de crecimiento para 2019 (EOF) . . . . .	21
20	Expectativas de inflación (EOF) . . . . .	21
21	Expectativas a 3 meses del movimiento de las tasas de los TES que vencen en 2024 (EOF) . . . . .	21
22	Expectativas a 3 meses del rendimiento del COLCAP (EOF) . . . . .	21
23	Expectativas a 3 meses de la duración de los portafolios (EOF) . . . . .	22
24	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES . . . . .	22
25	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días . . . . .	22
26	VIX vs índices de monedas . . . . .	23
27	Tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	23
28	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	24
29	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	26
30	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	26
31	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC . . . . .	27
32	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local . . . . .	27
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos . . . . .	28
34	Inflación IPC en los países de la región . . . . .	29
35	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N . . . . .	30
36	Posición neta del BR en el mercado monetario . . . . .	30
37	Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019 . . . . .	30
38	Curva cero cupón de EE.UU. . . . .	31
39	Curvas cero cupón de países de la región . . . . .	32
40	Proyección de vencimientos TES . . . . .	34
41	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR . . . . .	34
42	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia . . . . .	35

43	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia . . . . .	35
44	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros . . . . .	35
45	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación . . . . .	35
46	Monto promedio negociado por plazos de TES . . . . .	36
47	Monto promedio diario negociado de TES por sistema . . . . .	36
48	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil . . . . .	36
49	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú . . . . .	37
50	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México . . . . .	37
51	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI) . . . . .	37
52	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia . . . . .	38
53	Rendimientos deuda externa en USD Colombia . . . . .	38
54	Globales USD vs TES locales . . . . .	38
55	TES Globales vs TES locales . . . . .	38
56	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada . . . . .	39
57	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada . . . . .	39
58	Colocaciones por tasa de interés . . . . .	40
59	Participación de las emisiones por plazo de colocación . . . . .	40
60	Monto colocado vs monto demandado . . . . .	40
61	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial . . . . .	41
62	Evolución de los índices accionarios de la región . . . . .	43
63	<i>COLCAP</i> y volumen transado diario . . . . .	43
64	Volatilidad condicional índices accionarios . . . . .	43
65	Capitalización bursátil ajustada/PIB* . . . . .	44
66	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente . . . . .	44

## Índice de Tablas

1	Crecimiento 2T19 y expectativas para 2019 . . . . .	12
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	14
3	Precio de productos básicos (en dólares) . . . . .	18
4	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense . . . . .	23
5	Intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	25
6	Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	25
7	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia . . . . .	25
8	Variaciones de las tasas de política monetaria a septiembre de 2019 en Latinoamérica . . . . .	28
9	Inflación año completo y meta de inflación 2019 . . . . .	29
10	Emisiones deuda privada 3T19 . . . . .	39

## 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 tercer trimestre de 2019 (3T19), la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo caracterizada por presentar una alta volatilidad. Diversos factores como las tensiones comerciales entre EE.UU y China, eventos generadores de incertidumbre política en algunos países de Asia, Europa y Latinoamérica, la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global, la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo y el comportamiento mixto de los precios de los *commodities*, marcaron el comportamiento de los mercados financieros durante este trimestre.

Durante este periodo, el dólar americano se fortaleció, sin embargo, al final del trimestre la apreciación se contuvo ante los avances en materia comercial entre EE.UU. y China. En la región el comportamiento de las monedas se vio influenciado principalmente por el comportamiento del dólar y por factores idiosincráticos de cada país que llevo a que se observaran depreciaciones frente al dólar. En Colombia, el mercado monetario presento calma, mientras que los mercados de deuda pública como el accionario registraron valorizaciones.

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 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

Durante el trimestre, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada por: *i*) las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; *ii*) los eventos generadores de incertidumbre política en algunos países de Asia, Europa y Latinoamérica; *iii*) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; *iv*) la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo; y *v*) el comportamiento mixto de los precios de los *commodities*. En las economías desarrolladas resultó relevante la continuación del comportamiento favorable de su mercado laboral, la desaceleración de la actividad económica, el deterioro de los indicadores de sentimiento del mercado, y la publicación de cifras de inflación alejadas del objetivo de los bancos centrales, en línea con la debilidad de la demanda en estos mercados. En cuanto a las economías emergentes, se evidenció un repunte del PIB para algunos países, aunque las cifras continúan ubicándose en niveles bajos.

### 2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el trimestre, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica mixta ante reducciones en la confianza de consumidores y comerciantes, aumentos de las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, y datos mixtos de producción manufacturera que fueron compensados por mayores expectativas de crecimiento económico y valorización del COLCAP, así como por aumentos de la confianza de industriales y ventas al por menor.

### 2.3 Mercado cambiario

Durante el período analizado, el dólar presentó apreciaciones frente a sus pares cerrando el trimestre por encima de lo observado a finales de junio. Su comportamiento se vio favorecido por la búsqueda de activos refugio por parte de los inversionistas ante el entorno internacional. Finalizando el trimestre su fortalecimiento se contuvo ante los avances en materia comercial entre EE.UU. y China. En cuanto a las monedas de América Latina, estas se depreciaron frente al dólar, que además de estar influenciadas por el comportamiento de esta última moneda a nivel global, se vieron afectadas por la mayor percepción de riesgo hacia emergentes como consecuencia de los factores internacionales ya mencionados y algunos factores idiosincráticos propios de cada país.

### 2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el trimestre, se observaron reducciones de la tasa de interés de política en la mayoría de los países de América Latina: *i*) el Banco Central de Brasil recortó en 50 p.b. su tasa de política monetaria durante cada una de sus reuniones de agosto y septiembre; *ii*) de manera análoga, el Banco de México recortó en 25 p.b. su tasa de

interés durante cada una de sus reuniones de agosto y septiembre; *iii*) el Banco Central de Chile redujo de manera unánime su tasa de referencia en 50 p.b. durante su reunión de septiembre; y *iv*) el Banco Central de Reserva del Perú recortó su tasa de política durante su reunión de agosto, en línea con lo anticipado por los analistas, ante el bajo desempeño de los principales indicadores económicos. En Colombia no hubo cambios en las tasas de política monetaria y las tasas del mercado monetario permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el trimestre, la deuda pública denominada en pesos se valorizó en los tramos medio y largo, en línea con la deuda pública de los países de la región, ante expectativas de mayor estímulo monetario a nivel internacional y con ello mayor apetito por activos de emergentes. Por su parte, el tramo corto se desvalorizó reflejando el hecho de que los analistas del mercado postergaron los posibles recortes de la tasa de referencia frente a lo estimado al cierre del trimestre anterior. Además, el aplanamiento de la estructura a término incorporó expectativas de un posible canje de deuda por parte del Gobierno en lo que resta del año. Los TES UVR presentaron valorizaciones a lo largo de toda la curva de rendimientos ante el incremento en la inflación esperada para el cierre del 2019; sin embargo, se caracterizaron por presentar baja liquidez a lo largo del periodo.

A nivel internacional, la curva de EE.UU. continuó aplanándose y presentó valorizaciones importantes que se explicaron principalmente por las mayores expectativas de que la Fed adopte una postura expansiva durante el año con el fin de hacer frente a la inflación por debajo de la meta, la desaceleración de la economía y los riesgos globales producto de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios. En la región, los títulos de deuda pública tanto interna como externa se valorizaron de manera importante en línea con el comportamiento de los *Treasuries*.

## 2.6 Mercado accionario

Durante el tercer trimestre del año los principales índices de renta variable presentaron un comportamiento mixto. Los mercados de Europa, Estados Unidos y Latinoamérica se valorizaron, mientras los mercados de Asia y países emergentes perdieron valor. Durante este periodo el *COLCAP* de Colombia se valorizó 1,9%.

### 3 Entorno internacional

En el 3T19, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: *i*) las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; *ii*) los eventos generadores de incertidumbre política en Asia, Europa y Latinoamérica; *iii*) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; *iv*) la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo; y *v*) el comportamiento mixto de los precios de los *commodities*: positivo para los metales preciosos e industriales, y negativo para los productos agrícolas y energéticos.

#### Contexto macroeconómico

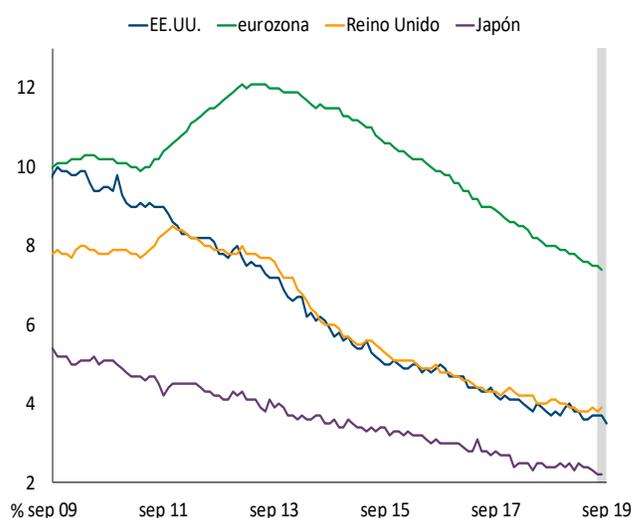
Durante el 3T19, en las economías desarrolladas resultó relevante la continuación del comportamiento favorable de su mercado laboral, la desaceleración de la actividad económica, el deterioro de los indicadores de sentimiento del mercado, y la publicación de cifras de inflación alejadas del objetivo de los bancos centrales, en línea con la debilidad de la demanda en estos mercados.

Frente al mercado laboral, las principales economías desarrolladas continuaron evidenciando un buen dinamismo, pese a la publicación de unas menores cifras de actividad económica. De esta manera, se destaca que: *i*) entre el 2T19 y el 3T19, el promedio de la tasa de desempleo se redujo en la eurozona y Japón, aumentó en Reino Unido, se mantuvo estable en EE.UU., y continuó ubicándose en todas estas economías en niveles históricamente bajos (*Gráfico 1*); *ii*) en EE.UU. las solicitudes iniciales de desempleo continuaron reduciéndose durante el trimestre y se mantienen en niveles mínimos, mientras que los niveles de contratación se mantuvieron estables durante la mayor parte del trimestre (*Gráfico 2*); y *iii*) los salarios continuaron creciendo a tasas elevadas en EE.UU., no observadas desde antes de la crisis financiera de 2008<sup>1</sup>. Por su

<sup>1</sup>Según el Departamento de Trabajo de EE.UU., en promedio, los

parte, en Reino Unido los salarios se aceleraron durante el trimestre y también continuaron ubicándose en máximos de una década. Finalmente, en Japón los salarios decrecieron 0,3% en promedio durante el trimestre desde el crecimiento nulo promedio observado el trimestre anterior<sup>2</sup>.

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Los datos se encuentran a agosto, excepto los de EE.UU. que están disponibles a septiembre.

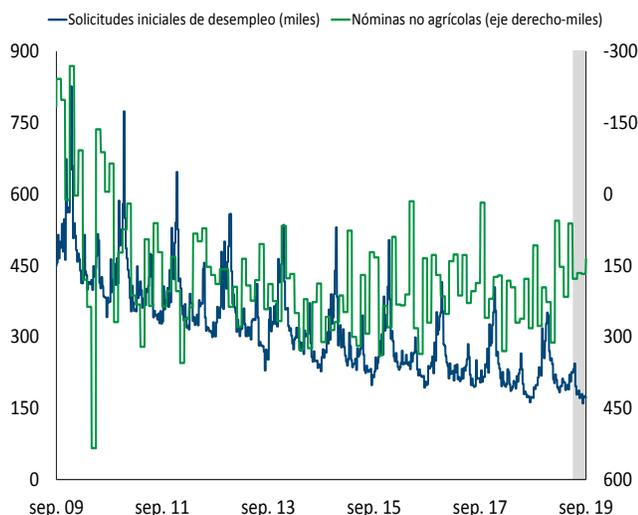
En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado, durante el 3T19: *i*) en promedio, la confianza de los consumidores disminuyó en el Reino Unido y Japón, y aumentó en la eurozona y EE.UU., aunque presentó un deterioro en este último país a final del trimestre (*Gráfico 3*); y *ii*) el PMI<sup>3</sup> manufacturero promedio se redujo en las economías desarrolladas analizadas y a excepción de EE.UU., se ubicó en la zo-

salarios crecieron a una tasa de 3,1% a/a durante el 3T19, similar a la observada durante el 2T19, y superior a la inflación promedio de 1,7% a/a durante el mismo periodo.

<sup>2</sup>En Reino Unido, el crecimiento promedio de los salarios pasó de 3,4% a 3,9% entre 2T19 y 3T19. Por su parte, en Japón, el crecimiento promedio de los salarios pasó de 0,0% durante el 2T19 a -0,3% durante el 3T19.

<sup>3</sup>El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión, mientras que un dato por debajo indica contracción.

Gráfico 2: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU.

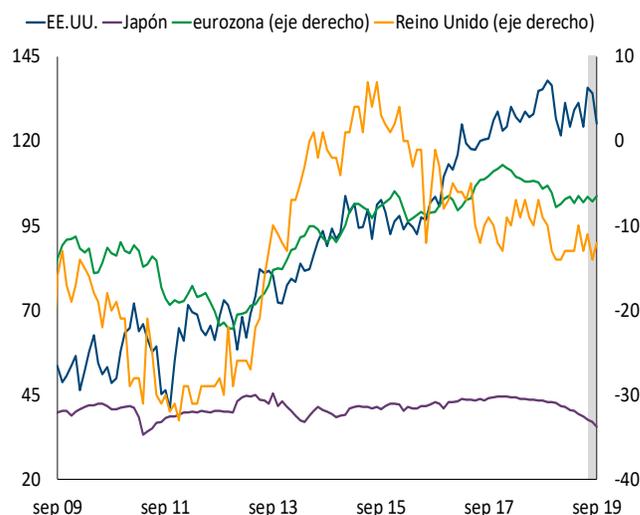


Fuente: Bloomberg.

na de contracción durante el trimestre, mientras que el PMI de servicios promedio se redujo en EE.UU. y la eurozona, aumentó en Japón y permaneció estable en el Reino Unido. De esta manera, los indicadores de sentimiento del mercado estuvieron en línea con la publicación de cifras de producción industrial y ventas al por menor que evidencian un mayor deterioro de la actividad en estas economías (Gráfico 4 y Gráfico 5).

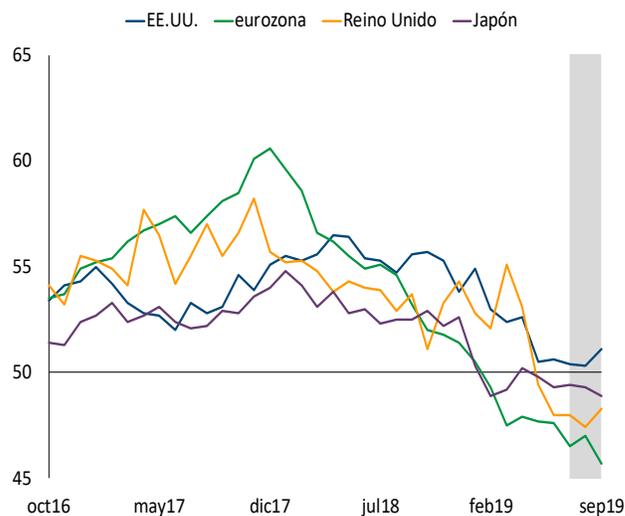
Los datos publicados del 2T19 muestran que el crecimiento del producto en economías desarrolladas presentó una reducción frente a los niveles observados en el 1T19 en todos los países analizados, excepto Japón que se mantuvo estable en niveles bajos (Gráfico 6). En EE.UU, la economía se desaceleró menos de lo previsto por los analistas y continuó ubicándose por encima de las demás economías desarrolladas analizadas. Esta desaceleración se debió a la contribución negativa de las exportaciones netas y de la inversión no residencial, mientras que el consumo de los hogares repuntó de forma importante, acorde con una confianza del consumidor en niveles elevados y un buen comportamiento del mercado laboral. Por su parte, la economía de la eurozona se desaceleró en línea con

Gráfico 3: Confianza de los consumidores en EE.UU, eurozona, Reino Unido y Japón



Fuente: Bloomberg.

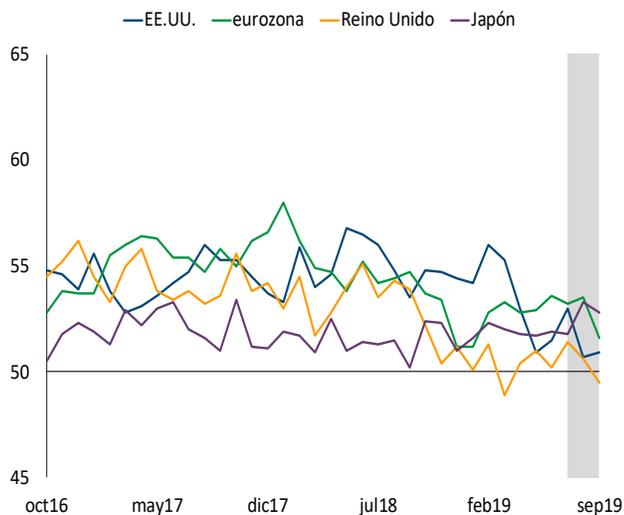
Gráfico 4: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

lo esperado por el mercado ante la menor contribución del sector externo que se ha visto afectado por la incertidumbre comercial y la debilidad de la demanda externa, mientras que el desempeño del consumo

Gráfico 5: PMI de servicios en economías desarrolladas



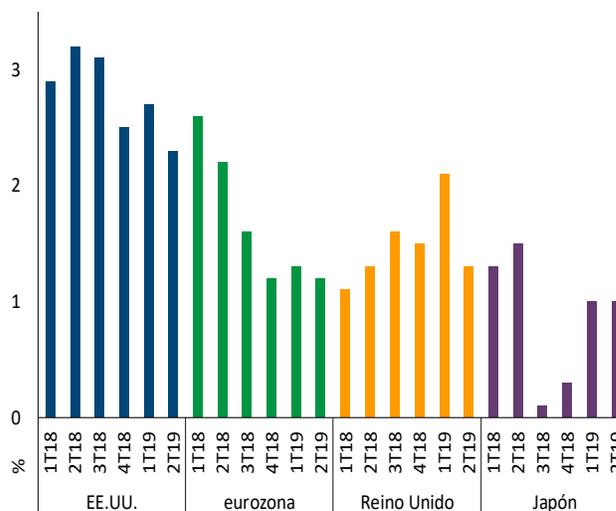
Fuente: Bloomberg.

privado, el gasto gubernamental y la inversión compensaron la contribución negativa del sector externo. Por su parte, el Reino Unido se desaceleró más de lo estimado por los analistas como consecuencia de una reducción de la producción manufacturera ante el agotamiento repentino de los inventarios acumulados anteriormente como respuesta a un posible *Brexit* desordenado. Por último, aunque el mercado esperaba una desaceleración de la economía japonesa, esta mantuvo su ritmo de crecimiento en 1,0% como consecuencia de la contribución del consumo privado, la inversión empresarial y el gasto público, que se vio contrarrestada por el menor dinamismo de las exportaciones netas.

En cuanto al comportamiento del nivel de precios, durante el 3T19 se observó que la inflación total en las economías desarrolladas analizadas se ubicó por debajo de lo observado durante el trimestre anterior y del objetivo del 2% de los bancos centrales. De manera similar, la inflación subyacente<sup>4</sup> se mantuvo por debajo de la meta de los bancos centrales y de lo ob-

<sup>4</sup>La inflación subyacente, básica o núcleo no tiene en cuenta en su canasta los productos más volátiles como alimentos y energía.

Gráfico 6: Crecimiento en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

servado en el trimestre anterior en la eurozona y Reino Unido, mientras que en EE.UU. y Japón se ubicó por encima. De esta manera, las medidas de inflación continuaron siendo afectadas por un menor dinamismo de la demanda, por lo que aumentaron las expectativas de una política monetaria más expansiva por parte de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas (Gráfico 7).

En cuanto a las economías emergentes, los datos del PIB del 2T19 muestran que India continuó desacelerándose a un mayor ritmo que China, de manera que esta última permaneció siendo la economía de mayor crecimiento entre las principales economías a nivel global. Por su parte, en Brasil, Rusia y Sudáfrica se evidenció un repunte del PIB, aunque las cifras continúan ubicándose en niveles bajos. En el caso de la economía China, la desaceleración observada durante el 2T19 estuvo acorde con lo esperado por los analistas, pero significó su ritmo más débil de crecimiento en cerca de 27 años, consecuencia principalmente de las tensiones comerciales con EE.UU. (Gráfico 8).

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance*

Gráfico 7: Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas

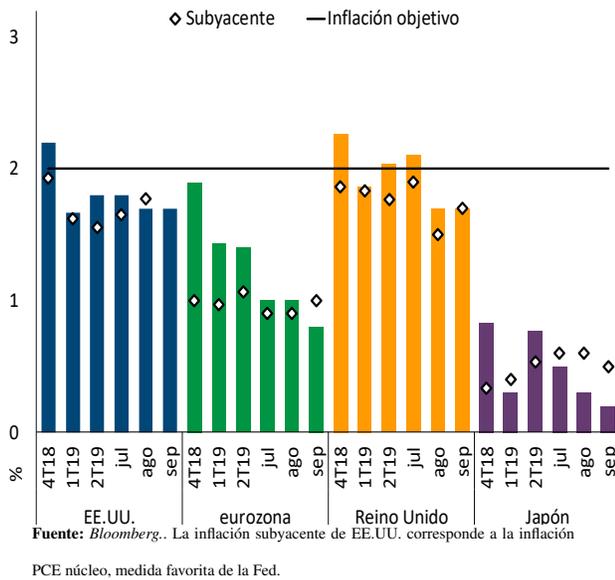
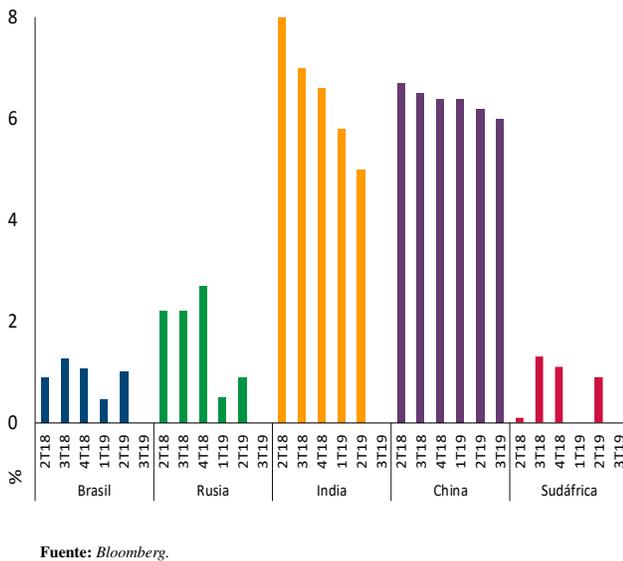


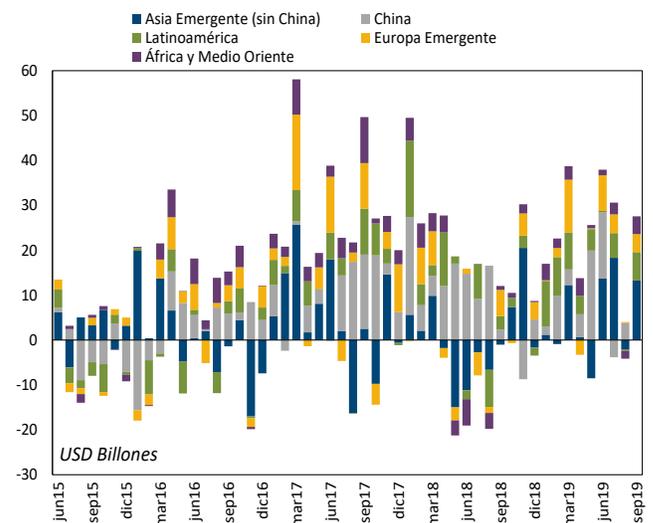
Gráfico 8: Crecimiento en economías emergentes



(IIF), durante el 3T19 se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD49,8 miles de millones (mm) (en el 2T19 se reportaron entradas por USD59,7 mm), de las cuales hu-

bo entradas de USD54,2 mm hacia el mercado de renta fija y salidas por USD4,4 mm en el mercado de renta variable (Gráficos 9 y 10). Los flujos de capitales entrantes se presentaron principalmente hacia los mercados de deuda de Asia emergente sin China (USD29,5 mm) y accionario de China (USD12,4 mm).

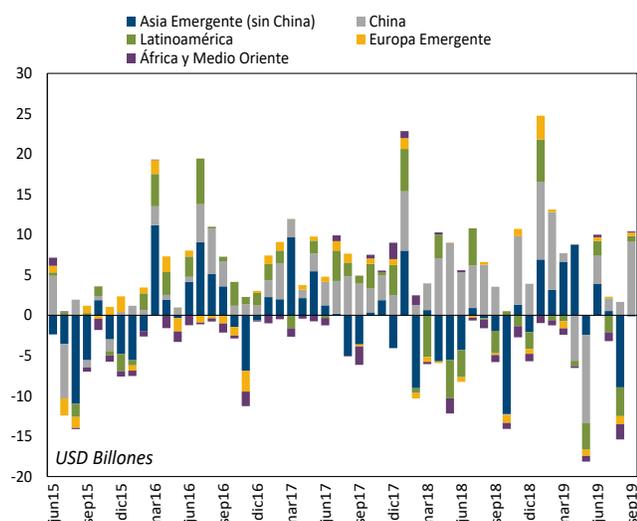
Gráfico 9: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



En el caso de Latinoamérica, entre junio y septiembre las cifras de crecimiento esperadas para 2019 presentaron reducciones en la mayoría de los países, acorde con las mayores expectativas de desaceleración económica global. Sin embargo, los datos de crecimiento anual del 2T19 se ubicaron en línea o por encima de lo esperado por el mercado en todos los países analizados, excepto en México donde el dato del PIB fue -0,8%, su primera lectura negativa desde el 4T09 (Cuadro 1).

Al igual que en la mayoría de los países emergentes, en el periodo se presentaron entradas de capital al mercado de deuda de América Latina (USD11,5 mm) y salidas del mercado accionario (USD5,0 mm).

Gráfico 10: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



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

Cuadro 1: Crecimiento 2T19 y expectativas para 2019

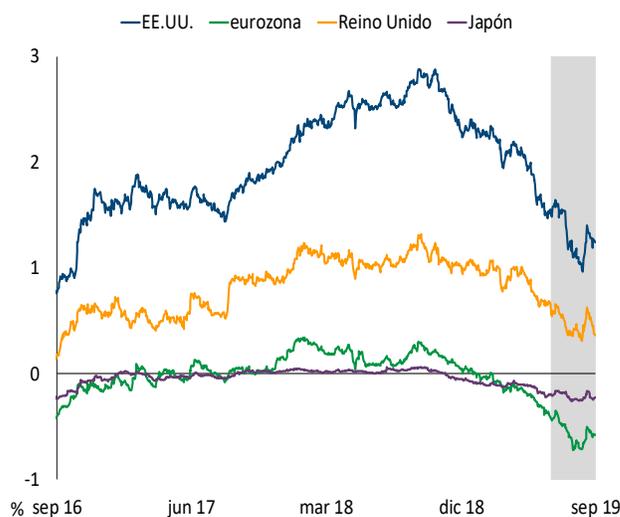
País	Esp. 2T19	Obs. 2T19	Esp. 2019 (Jun. 19)	Esp. 2019 (Sep. 19)
COL	2,90%	3,00%	3,10%	3,10%
BRA	0,80%	1,00%	1,00%	0,95%
CHL	1,90%	1,90%	3,00%	2,45%
MEX	-0,30%	-0,80%	1,20%	0,50%
PER	1,10%	1,20%	3,70%	2,70%

Fuente: Bloomberg.

### Política monetaria

En cuanto a las perspectivas de política monetaria, durante el 3T19 se continuaron evidenciando expectativas de mayor expansión monetaria a nivel global como consecuencia de la publicación de cifras débiles de inflación, producción industrial, ventas al por menor y confianza, entre otras, que aumentaron los temores de una mayor desaceleración económica. De esta manera, el comportamiento de la curva *Overnight Index Swap* (OIS) a 5 años evidencia una persistencia de la caída de las tasas que empezó desde el 4T18, destacándose el caso de la eurozona y Japón con tasas inferiores al 0%, en ambos casos niveles similares a las tasas de política observadas actualmente (Gráfico 11).

Gráfico 11: Curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas



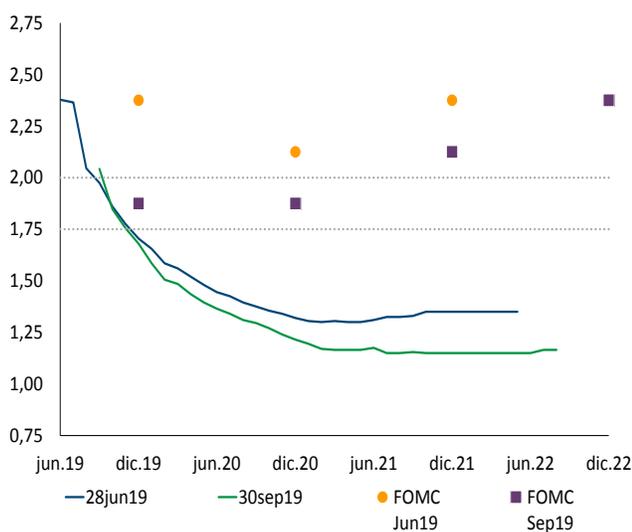
Fuente: Bloomberg.

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, ante las cifras negativas de actividad económica e inflación, y la incertidumbre frente a la persistencia de las tensiones comerciales a nivel global, la Reserva Federal decidió recortar el rango de la tasa de fondos federales en 25 p.b. durante cada una de sus reuniones de julio y septiembre, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) decidió recortar en 10 p.b. la tasa de depósitos y anunció que empezaría a comprar €20 mm en bonos adicionales por mes a partir de noviembre.

En el caso de EE.UU, en su reunión de julio el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*, por sus siglas en inglés) recortó el rango de fondos federales en 25 p.b, en línea con lo esperado por la mayoría de analistas del mercado, ante la ausencia de presiones inflacionarias y los riesgos a la baja del panorama económico como consecuencia de la incertidumbre por las tensiones comerciales y la desaceleración económica global. Adicionalmente, el presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó que este recorte constituía un ajuste de mitad de ciclo y no el comienzo de un ciclo de reducciones de las tasas de interés. No obstante, el escala-

miento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China en agosto, junto con la debilidad observada de la inversión privada y de las exportaciones, llevaron al *FOMC* a reducir nuevamente el rango de fondos federales en 25 p.b. durante su reunión de septiembre hasta ubicarlo en 1,75% - 2,00%. De esta manera, durante el trimestre aumentaron las expectativas de mayor expansión monetaria, tal como lo evidencian las proyecciones de menores tasas de fondos federales para 2019 estimadas por el *FOMC*<sup>5</sup> y el mercado<sup>6</sup> (Gráfico 12).

Gráfico 12: Senda esperada por el mercado de la tasa de fondos federales



Fuente: Bloomberg.

Frente al BCE, durante su reunión de septiembre este redujo su tasa de depósitos en 10 p.b. a -0,50% y mantuvo su tasa de interés de referencia en 0% y la marginal en 0,25%, de acuerdo con lo esperado por la mayoría de los analistas. Adicionalmente, el BCE anunció que entregaría €20 mm adicionales por mes

<sup>5</sup>Entre las reuniones de junio y septiembre, la mediana de las proyecciones hechas por el *FOMC* de la tasa de fondos federales pasó de 2,4% a 1,9% para 2019, 2,1% a 1,9% para 2020, y 2,4% a 2,1% para 2021, mientras que para el largo plazo se mantuvo en 2,5%.

<sup>6</sup>De acuerdo con *CME Group*, para el cierre de 2019, la probabilidad asignada por el mercado de que la tasa de fondos federales se ubique por debajo del rango actual de 1,75%-2,00% pasó de 59% el 28 de junio a 66% el 30 de septiembre.

en compras de bonos a partir de noviembre, lo cual resultó inferior a lo esperado por el mercado, y que reduciría las tasas de interés de los TLTRO<sup>7</sup> y aumentaría su vencimiento de dos a tres años. Por último, el BCE anunció que ejecutaría un programa con el fin de contrarrestar los efectos adversos que tendrían las tasas de interés negativas sobre los bancos<sup>8</sup>. En cuanto a sus proyecciones macroeconómicas, tras su reunión de septiembre el BCE redujo sus perspectivas de crecimiento e inflación para 2019 y 2020<sup>9</sup>.

En el Reino Unido, durante el trimestre el Banco de Inglaterra (*BoE*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,75%, y su programa de compra de activos con el fin de mantener un saldo de £435 mm en bonos gubernamentales y £10 mm en bonos corporativos. Adicionalmente, el *BoE* volvió a reiterar que no había una ruta preestablecida de política monetaria ante la incertidumbre frente al futuro del *Brexit*. Sin embargo, a diferencia de la postura adoptada en reuniones anteriores, el *BoE* tuvo un tono *dovish* durante su reunión de septiembre, más acorde con el mercado, dada la creciente incertidumbre política, y la publicación de datos macroeconómicos desalentadores a nivel local y global. De acuerdo con el Reporte de Inflación publicado en agosto, el *BoE* recortó sus pronósticos de crecimiento para 2019 y 2020, e inflación para 2019, aunque aumentó su pronóstico de crecimiento para 2021 e inflación para 2020 y 2021<sup>10</sup>.

Durante el trimestre el Banco de Japón (*BoJ*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en -0,1%, su

<sup>7</sup>*Targeted Long-Term Refinancing Operations*.

<sup>8</sup>El BCE anunció que introduciría un sistema de dos niveles para la remuneración de reservas, de manera que una parte de los excesos de reservas de los bancos estarían exentos de la tasa de depósitos negativa.

<sup>9</sup>La tasa de crecimiento proyectada por el BCE para 2019, 2020 y 2021 pasó de 1,2%, 1,4% y 1,4% en junio a 1,1%, 1,2% y 1,4% en septiembre. Respecto a las proyecciones de inflación para 2019, 2020 y 2021, estas pasaron de 1,3%, 1,4% y 1,6% en junio a 1,2%, 1,0% y 1,5% en septiembre.

<sup>10</sup>Entre mayo y agosto, la proyección de crecimiento del *BoE* para 2019, 2020 y 2021 pasó de 1,2%, 1,7% y 2,1% a 1,0%, 1,4% y 2,4%. En cuanto a sus proyecciones de inflación, estas pasaron para 2019, 2020 y 2021 de 1,7%, 1,9% y 2,2% a 1,8%, 1,7% y 2,1%.

objetivo de rendimiento de los bonos a 10 años en 0%, y las compras de bonos y de ETFs<sup>11</sup> en ¥80 billones y ¥6 billones, respectivamente. Pese a que varios bancos centrales alrededor del mundo adoptaron una posición más expansiva durante el trimestre, el *BoJ* mantuvo sus preocupaciones sobre los efectos colaterales de una mayor expansión monetaria dado que su tasa de referencia lleva varios años en niveles negativos. No obstante, el *BoJ* hizo énfasis en que el incremento de los riesgos globales y la inflación débil requerían una mayor atención por parte de las autoridades monetarias.

Por último, durante su reunión de noviembre, el Banco de Noruega aumentó su tasa de referencia en 25 p.b. por tercera vez durante el año, siendo uno de los pocos bancos centrales del mundo que aumentó su tasa de política durante el trimestre (*Cuadro 2*). El banco tomó esta decisión teniendo en cuenta que la tasa de inflación se encuentra cerca de la meta, el crecimiento de la economía permanece sólido y la utilización de la capacidad productiva se encuentra ligeramente por encima de sus niveles normales.

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

Durante el mes de julio se evidenció una reducción de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China ante el desarrollo de los diálogos entre las delegaciones de ambos países con el fin de alcanzar un acuerdo que evitara la imposición de aranceles adicionales y desmontara aranceles previos. Sin embargo, a inicios de agosto el presidente de EE.UU., Donald Trump, anunció de manera sorpresiva que impondría aranceles adicionales del 10% sobre importaciones chinas avaluadas en USD300 mm a partir del 1 de septiembre, debido a que China no habría cumplido con sus promesas. Como resultado, China anunció la suspensión de las compras de carne de cerdo provenientes de EE.UU., y depreció su tipo de cambio por encima de los 7 yuanes por dólar, un nivel no observado desde el 2008,

<sup>11</sup>Los Exchange Traded Funds (ETFs) o fondos que cotizan en bolsa, son un conjunto diversificado de activos, como un fondo de inversión, que cotizan en bolsa como si se tratara de una sola acción.

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

	Jun 2019	Sep 2019	Δ 3T19 (p.b)
Argentina	62,69 %	78,37 %	1570
Noruega	1,25 %	1,50 %	25
Canadá	1,75 %	1,75 %	0
Colombia	4,25 %	4,25 %	0
Japón	-0,10 %	-0,10 %	0
Reino Unido	0,75 %	0,75 %	0
China	4,35 %	4,25 %	-10
eurozona	-0,40 %	-0,50 %	-10
Australia	1,25 %	1,00 %	-25
Corea del Sur	1,75 %	1,50 %	-25
Perú	2,75 %	2,50 %	-25
Sudáfrica	6,75 %	6,50 %	-25
India	5,75 %	5,40 %	-35
Brasil	6,50 %	5,50 %	-50
Chile	2,50 %	2,00 %	-50
Estados Unidos	2,25-2,50 %	1,75-2,00 %	-50
México	8,25 %	7,75 %	-50
Nueva Zelanda	1,00 %	1,50 %	-50
Rusia	7,50 %	7,00 %	-50
Indonesia	6,00 %	5,25 %	-75
Turquía	24,00 %	16,50 %	-750

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

afirmando que estaría dispuesta a tolerar una mayor debilidad de su moneda ante la intensificación de la guerra comercial. De esta manera, los meses de agosto y septiembre fueron protagonistas de un escalamiento importante de las tensiones comerciales, tendencia que se revirtió durante las primeras semanas de octubre.

En contraste con lo observado con China, los lazos comerciales entre EE.UU. y México se vieron favorecidos durante el trimestre tras las declaraciones por parte de las autoridades de ambos países a favor de la ratificación del Tratado de Libre Comercio entre EE.UU., México y Canadá (T-MEC), acordado el año pasado. Sin embargo, las tensiones políticas entre el Gobierno y el Congreso de EE.UU. han retrasado la ratificación del mismo. En cuanto a las tensiones que se presentaron durante el 2T19 frente al tema migratorio, estas también se redujeron durante el 3T19 pese a que México rechazó la propuesta de EE.UU. relacionada con la posibilidad de que México se convirtiera en un tercer país seguro para los migrantes que soliciten asilo en EE.UU.<sup>12</sup>.

<sup>12</sup>El hecho de que México se convirtiera en un país seguro impli-

Por último, durante el trimestre se vivieron continuamente tensiones comerciales entre EE.UU. y la UE, aunque en menor medida que con China. Estas tensiones oscilaron principalmente alrededor de la disputa que lleva más de 15 años entre ambas partes con relación a los subsidios que estos Gobiernos han otorgado tradicionalmente a las empresas aeronáuticas Airbus en Europa y Boeing en EE.UU. De esta manera, el Gobierno de EE.UU. amenazó durante el trimestre con imponer aranceles sobre varios productos importados de Europa. Sin embargo, no lo hizo sino hasta finales de septiembre, cuando la Organización Mundial del Comercio (OMC) aprobó la imposición de aranceles por parte de EE.UU. a la Unión Europea (UE) por USD7,5 mm debido a que consideró como ilegal el apoyo dado a Airbus por décadas.

### ***Incertidumbre en mercados financieros***

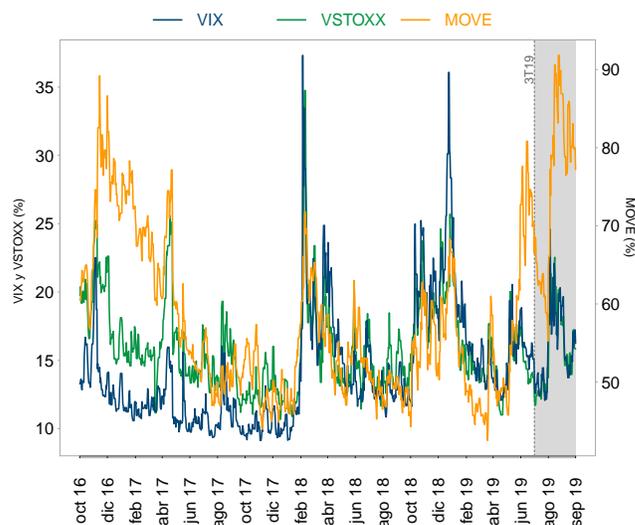
Durante el 3T19, los mercados financieros tuvieron un comportamiento volátil, en línea con el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China a comienzos de agosto y los posteriores anuncios de que las delegaciones de ambas naciones se sentarían a negociar en octubre. De esta manera, la percepción de riesgo en los mercados accionarios estadounidense y europeo, medida a través de los indicadores *Vix* y *Vs-toxx* también presentó una volatilidad importante durante el trimestre y cerró en niveles superiores a lo observados a finales de junio. Así mismo, el indicador *Move* que mide la volatilidad en el mercado de renta fija estadounidense evidenció un aumento importante durante el trimestre, en línea con la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal (*Gráfico 13*).

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

Durante el 3T19 se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política económica. En Europa, resultó relevante la incertidumbre entorno al futuro del *Brexit* tras la elección de Boris Johnson como Primer Ministro a finales de julio. Johnson logró

caría que los migrantes que cruzan por México tendrían que pedir primero asilo en este país antes de solicitarlo en EE.UU.

*Gráfico 13: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa*



Fuente: Bloomberg.

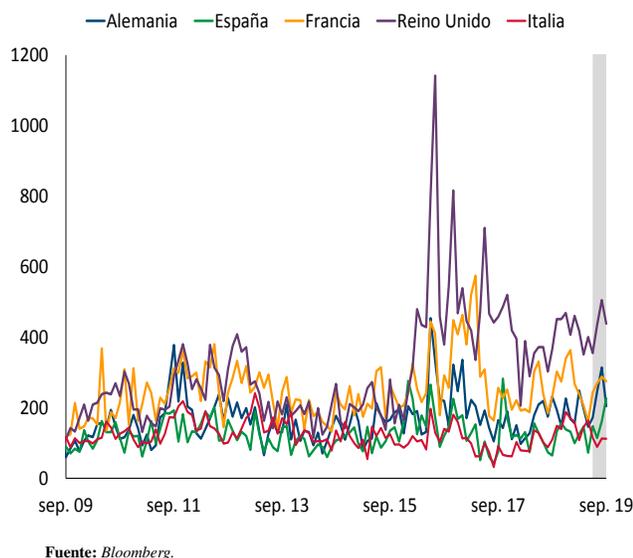
ser elegido al prometer que el Reino Unido saldría de la UE antes del 31 de octubre, así fuera necesario un *Brexit* sin acuerdo, lo cual tendría consecuencias negativas tanto para el Reino Unido como para la UE. Por su parte, en Asia continuó pesando sobre los inversionistas la incertidumbre entorno a las protestas en Hong Kong que empezaron en el 2T19 con el fin de derogar la ley que permitiría la extradición de ciudadanos a China. Posteriormente, la jefa ejecutiva del país, Carrie Lam, se vio obligada a retirar la ley ante el aumento de las protestas. Sin embargo, los ciudadanos continuaron expresándose en las calles por diversos motivos, lo cual podría incidir de manera negativa sobre la actividad económica del país.

A nivel global, el indicador de incertidumbre de política económica propuesto por *Baker, Bloom y Davis* (2016) aumentó en promedio de 248 durante el 2T19 a 293 durante el 3T19. En EE.UU, el indicador agregado y los indicadores específicos<sup>13</sup> de política comercial, monetaria y fiscal también aumentaron en promedio

<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.

frente al trimestre anterior<sup>14</sup>. En el caso del indicador de política comercial, este alcanzó un máximo histórico en agosto, en línea con el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China durante este periodo (Gráfico 15). Por su parte, en Europa, frente a lo observado en el 2T19, aumentaron en promedio el indicador agregado y los indicadores en Reino Unido, Alemania, Francia y España, mientras que disminuyó en Italia<sup>15</sup> (Gráfico 14).

Gráfico 14: Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido

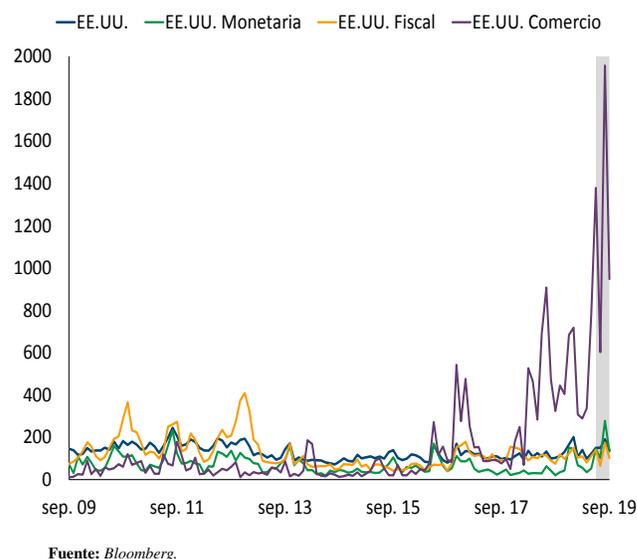


En Latinoamérica también se evidenciaron episodios de incertidumbre política interna en varios países de la región. En México a mediados de julio, el ministro de Finanzas Carlos Urzúa anunció su renuncia sor-

<sup>14</sup>En EE.UU. el promedio del indicador agregado de Baker, Bloom y Davis (2016) aumentó al pasar de 124 en el 2T19 a 160 en el 3T19, al igual que los indicadores específicos de política comercial, monetaria y fiscal que pasaron de 835 a 1169, 78 a 170, y 110 a 114, respectivamente.

<sup>15</sup>En Europa el promedio del indicador agregado de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom y Davis (2016) aumentó de 205 en el 2T19 a 251 en el 3T19, al igual que los indicadores específicos en Reino Unido (obs: 460; ant: 369), Alemania (obs: 255; ant: 172), Francia (obs: 277; ant: 203) y España (obs: 167; ant: 122). Por el contrario, el indicador específico en Italia se redujo en promedio de 141 a 104.

Gráfico 15: Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU.



presiva, argumentando discrepancias con las políticas económicas del Gobierno; seguidamente, el presidente designó al Subsecretario de Hacienda como nuevo Secretario, quien afirmó su compromiso frente a la independencia del banco central y con la disciplina fiscal. Por otra parte, continuó la incertidumbre en relación con las perspectivas fiscales de la petrolera estatal Pemex; al respecto, el Gobierno presentó en septiembre un proyecto de presupuesto para 2020 orientado a atender el gasto social, los problemas de seguridad y las finanzas de la petrolera. No obstante, una analista de *Moody's* mencionó que habría una subestimación de las necesidades financieras de Pemex. Por su parte, *Fitch Ratings* calificó el apoyo anunciado por el Gobierno como *moderado*, al tiempo que sostuvo que la petrolera estatal continúa invirtiendo menos de lo que requiere en exploración y producción, lo que contribuiría a una caída futura de la producción y reservas.

En Argentina la incertidumbre se centró en el futuro cumplimiento de las obligaciones y compromisos financieros que el Estado ha contraído y en la continuidad de las políticas de la administración del país, después del resultado adverso del Gobierno en las elec-

ciones primarias de agosto. Así, tras el colapso inmediato del sistema financiero con la salida masiva de capitales, el riesgo país de *JP Morgan* alcanzó un máximo desde mayo de 2009 hasta 1,564 pb y *Fitch Ratings* bajó la calificación de la deuda de largo plazo argentina en dos escalones de *B* a *CCC*; de igual forma *S&P Global Ratings* bajó sus calificaciones soberanas de largo plazo en moneda local y extranjera del país hasta *B-* desde *B*, con perspectiva negativa y confirmó las calificaciones de corto plazo en moneda local y extranjera en *B*. Al finalizar el trimestre la calificación crediticia otorgada por *S&P Global Ratings*, *Fitch Ratings* y *Moody's* correspondió a *CCC-*, *CC* y *Caal*, respectivamente.

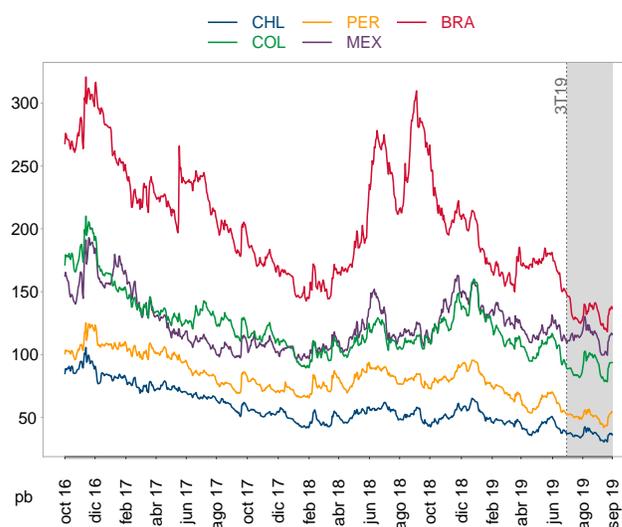
En el caso de Brasil, a principios del trimestre disminuyó la incertidumbre en el mercado frente al futuro de la reforma pensional, tras los avances que tuvo la propuesta de reforma del Gobierno en el Comité Especial de la Cámara Baja y en la Cámara de Diputados. Sin embargo, en agosto *Fitch Ratings* publicó un documento donde considera que la propuesta de reforma pensional que está en trámite en el Congreso sería insuficiente para que el país enfrente los actuales desafíos fiscales y macroeconómicos.

En Perú, se presentó incertidumbre política tras la propuesta del Gobierno de adelantar las elecciones generales para abril del 2020 y la respuesta de la Comisión de Constitución del Congreso de archivar este proyecto solicitado por el presidente Martín Vizcarra. Por otra parte, continuaron evidenciándose las tensiones entre el Gobierno y una comunidad indígena con la persistencia de las protestas en contra de la construcción de una mina de cobre por parte de la multinacional china *Southern Copper*; al respecto, a mediados de agosto el Gobierno suspendió la licencia de construcción del proyecto de cobre de la multinacional mientras las autoridades reevalúan su legalidad.

Por su parte los CDS de la región disminuyeron y presentaron durante el trimestre un comportamiento volátil. Inicialmente presentaron reducciones, dadas las menores tensiones entre EE.UU. y sus principales socios comerciales en julio; sin embargo, a partir de

agosto los indicadores de percepción de riesgo de los países de la región se incrementaron y su comportamiento estuvo influenciado principalmente por el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, la situación política en Italia y Reino Unido y los temores de una mayor desaceleración económica a nivel global (*Gráfico 16*).

Gráfico 16: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Nota: El 20 de septiembre se presentó un *index roll* (cambio de la fecha de vencimiento del contrato *on the run*), lo que significa que nuevas series empiezan a transarse en el mercado con una nueva fecha de vencimiento.

### Comportamiento del precio de los commodities

En el 3T19, los precios del petróleo tuvieron un comportamiento negativo y cerraron el trimestre por debajo de lo observado en junio<sup>16</sup>. Su comportamiento estuvo explicado principalmente por las preocupaciones en torno a una mayor desaceleración económica y la extendida guerra comercial entre EE.UU. y China, las cuales han llevado a un recorte en las perspectivas de la demanda mundial de crudo. Los factores de oferta también incidieron en este comportamiento: i) el au-

<sup>16</sup>En el caso de la referencia Brent, entre el 28 de junio y el 30 de septiembre el precio por barril se redujo 8,7% al pasar de USD66,6 a USD60,8. Por su parte, el precio de la referencia WTI bajó 7,5% de USD58,5 a USD54,1.

mento sorpresivo de los inventarios de crudo por parte de EE. UU durante los primeros días de agosto (cuando los inventarios venían presentando casi dos meses de declives); y *ii*) la creciente producción de crudo por parte de Rusia durante los primeros días de septiembre, superando el límite de producción del país establecido en el acuerdo con la OPEP+<sup>17</sup>. No obstante, la disminución del precio del petróleo se vio contenida ante la intensificación de las tensiones entre EE.UU. e Irán, y ante los ataques a instalaciones petroleras en Arabia Saudita el 14 de septiembre que afectaron la capacidad petrolera saudí, generando preocupaciones mundiales en relación con las tensiones en el Medio Oriente y el suministro de crudo a nivel global<sup>18</sup>.

Los precios de los productos agrícolas presentaron reducciones durante el trimestre, en especial el precio del café se vio afectado por una mayor producción y oferta por parte de Brasil y Colombia. Por el contrario, los metales industriales y los metales preciosos presentaron valorizaciones; sin embargo, el precio del hierro disminuyó de manera importante como consecuencia del debilitamiento de la demanda por parte de China, tras la intensificación de las tensiones comerciales con EE.UU. Por su parte, el precio del níquel se incrementó de manera significativa a causa de la incertidumbre sobre si Indonesia (el mayor productor mundial de este metal) prohibirá su exportación en 2020.

Finalmente, los precios de metales preciosos se vieron nuevamente favorecidos ante la demanda de activos refugio como consecuencia de las mayores tensiones comerciales y los temores de desaceleración económica global (*Cuadro 3*).

*Cuadro 3: Precio de productos básicos (en dólares)*

	28 Jun 2019	30 Sep 2019	Variación
Pétroleo WTI	58,5	54,1	-7,5 %
Pétroleo Brent	66,6	60,8	-8,7 %
Níquel	12.665	17.570	38,7 %
Hierro	109,2	92,9	-14,9 %
Cobre	5.972	5.728	-4,1 %
Arroz	11,3	12,0	6,6 %
Algodón	66,1	60,8	-7,9 %
Ganado	111,9	106,0	-5,2 %
Café Arábigo	137,9	119,4	-13,4 %
Aluminio	1.774	1.704	-3,9 %
Azúcar	13,6	12,7	-6,6 %
Oro	1.410	1.472	4,5 %
Soya	899,8	906,0	0,7 %
Plata	15,3	17,0	11,0 %
Aceite de palma	471,6	509,7	8,1 %
Maíz	431,5	388,0	-10,1 %
Cacao	2.458	2.442	-0,7 %
Café	81,8	79,7	-2,5 %
Trigo	5,4	4,9	-8,2 %
Carbón	48,9	60,9	24,7 %
<b>CRB INDEX</b>	<b>181,0</b>	<b>173,9</b>	<b>-3,9 %</b>

Fuente: Bloomberg.

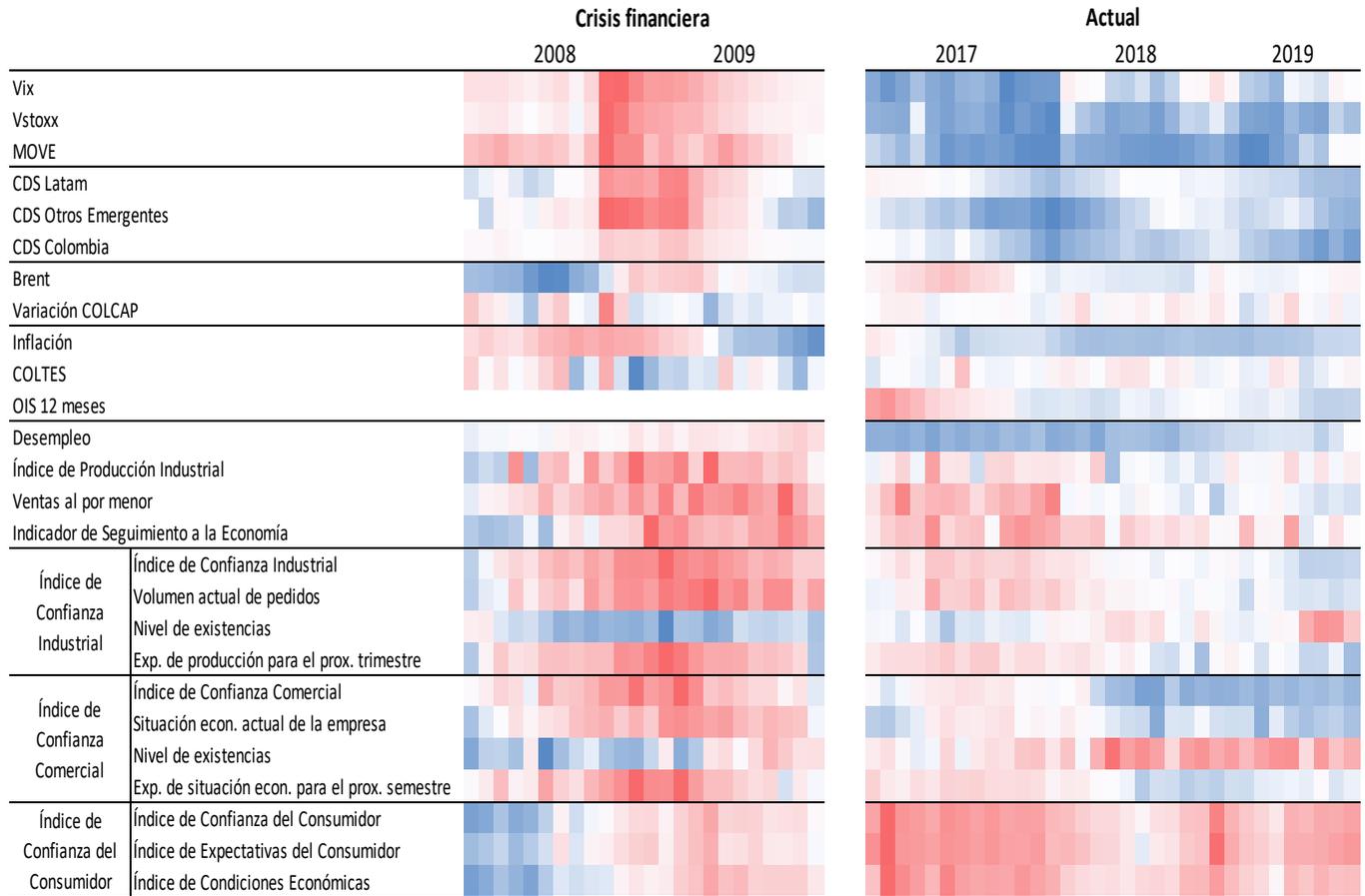
## 4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 3T19, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica mixta ante reducciones en la confianza de consumidores y comerciantes, aumentos de las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, y datos mixtos de producción manufacturera que fueron compensados por mayores expectativas de crecimiento económico y valorización del COLCAP, así como por aumentos de la confianza de industriales y ventas al por menor (*Gráfico 17*).

<sup>17</sup>La OPEP+ hace referencia a los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), más una serie de países aliados liderados por Rusia.

<sup>18</sup>Entre el 13 y el 18 de septiembre los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron en 6 % y 5,6 %, respectivamente.

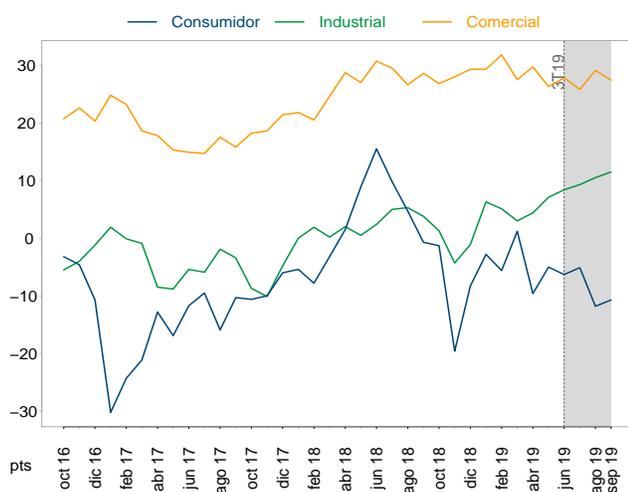
Gráfico 17: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República. Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable.

En el *Gráfico 18* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo<sup>19</sup>. Se observa que en promedio la confianza de los consumidores y comerciantes se redujo durante el trimestre, al pasar de un promedio de -7,0% y 27,9% en el 2T19 a -9,2% y 27,4% en el 3T19, respectivamente. Por el contrario, la confianza de los industriales aumentó desde un promedio de 6,6% en el 2T19 a 10,4% en el 3T19. En el caso de la confianza de los consumidores, esta reducción estuvo explicada por un deterioro de las expectativas de los consumidores que contrarrestó la mejora observada en la percepción de las condiciones económicas. Por su parte, la confianza de los industriales aumentó principalmente debido a un mayor volumen actual de pedidos, mientras que la confianza comercial desmejoró principalmente como consecuencia de unas menores expectativas de la situación económica para el próximo semestre. Sin embargo, la confianza de los comerciantes continúa situándose por encima de su media histórica.

Gráfico 18: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

<sup>19</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.

Durante el 3T19 se conocieron datos mixtos de crecimiento de la producción manufacturera. Este resultó en línea con lo esperado por el mercado en mayo (obs: 3,2%; esp: 3,2%), inferior en junio (obs: -1,1%; esp: 1,8%) y superior en julio (obs: 3,5%; esp: 3,3%). Por el contrario, las ventas al por menor crecieron por encima de las proyecciones del mercado en mayo (obs: 8,2%; esp: 5,0%), junio (obs: 7,2%; esp: 5,5%) y julio (obs: 8,5%; esp: 7,9%). Por su parte, el Indicador de Seguimiento a la Economía se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado en mayo (obs: 3,1%; esp: 3,2%) y junio (obs: 2,7%; esp: 2,9%), y por encima en julio (obs: 3,7%; esp: 3,3%)<sup>20</sup>.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>21</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2019 aumentaron al pasar de 3,09% en junio a 3,13% en septiembre, acordes con la publicación del dato del 2T19 que se ubicó en 3,0% en su serie original y 3,4% en su serie desestacionalizada, ambas cifras superiores al 2,9% que esperaba el mercado (*Gráfico 19*). Respecto a la inflación, las expectativas para 2019 y 2020 aumentaron como consecuencia de la publicación de las cifras de inflación durante el trimestre que se ubicaron por encima de lo anticipado por los analistas durante junio y julio. De esta manera, la inflación esperada para 2019 y 2020 pasó de 3,37% y 3,29% en junio a 3,66% y 3,32% en septiembre (*Gráfico 20*)

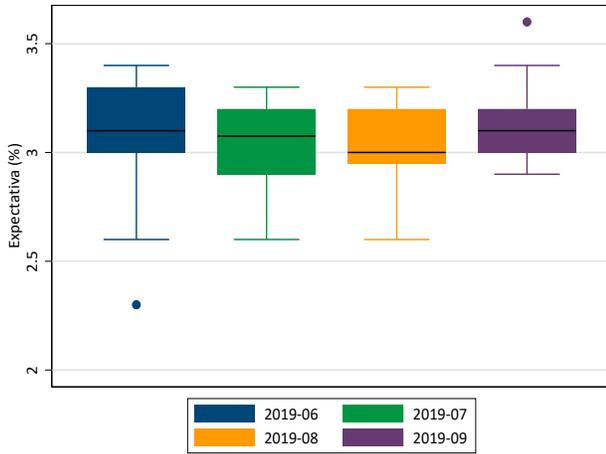
En lo referente al rendimiento esperado del TES que vence en 2024<sup>22</sup> los agentes mencionaron en agosto expectativas de valorización durante los próximos tres meses, mientras que en julio y septiembre mencionaron expectativas de desvalorizaciones (*Gráfico 21*). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de mayores

<sup>20</sup>Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

<sup>21</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

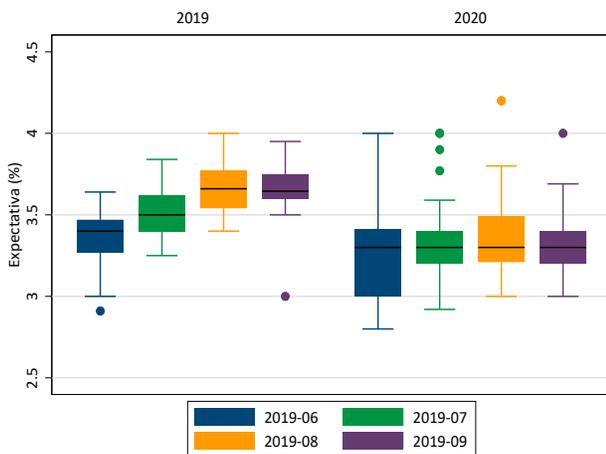
<sup>22</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

Gráfico 19: Expectativas de crecimiento para 2019 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea negra del centro de la caja representa la mediana. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 20: Expectativas de inflación (EOF)



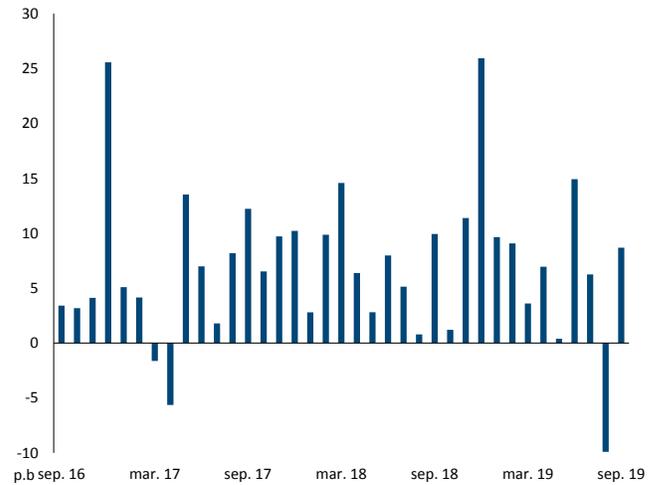
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea negra del centro de la caja representa la mediana. La caja incluye el 50% de los datos.

valorizaciones durante el trimestre<sup>23</sup> (Gráfico 22).

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje de agentes que esperaba que esta me-

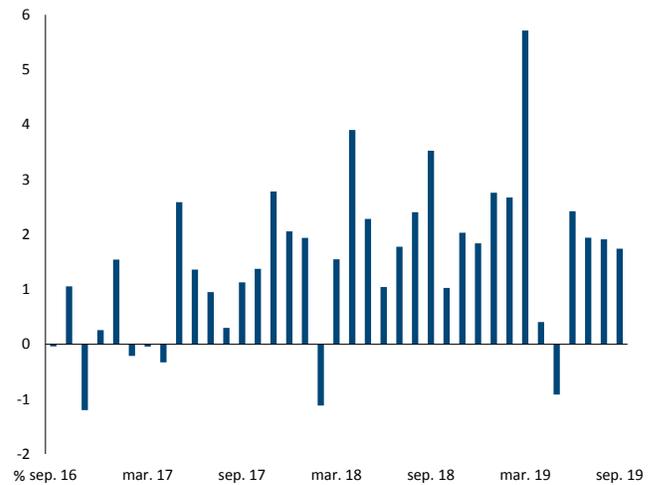
<sup>23</sup>En las encuestas de julio, agosto y septiembre, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 1,94 %, 1,91 % y 1,74 %, respectivamente.

Gráfico 21: Expectativas a 3 meses del movimiento de las tasas de los TES que vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 22: Expectativas a 3 meses del rendimiento del COLCAP (EOF)



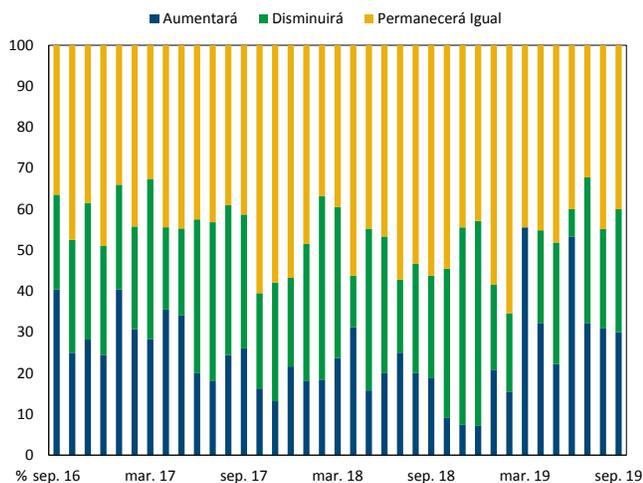
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

da disminuyera aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que incrementara disminuyó<sup>24</sup> (Gráfi-

<sup>24</sup>Entre junio y septiembre, de los agentes a los que les aplica la pregunta, el porcentaje que consideró que la duración aumentaría pasó de 53 % a 30%, el porcentaje que consideró que esta

co 23).

Gráfico 23: Expectativas a 3 meses de la duración de los portafolios (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

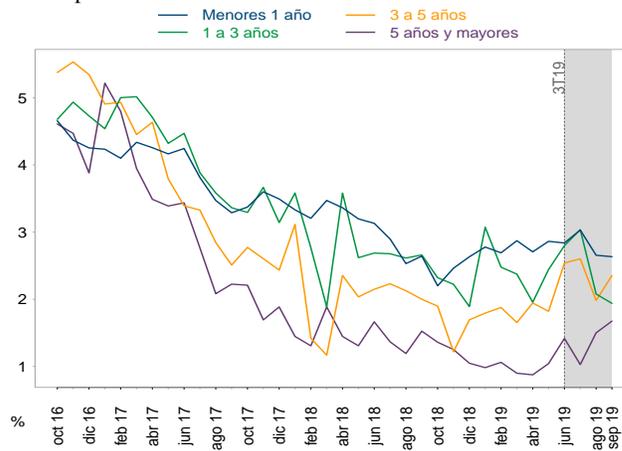
Finalmente, durante el 3T19, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para todos los plazos<sup>25</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 3T19, frente al promedio del 2T19, se observó un aumento para todos los plazos, excepto para el de menos de un año. En general, los aumentos del promedio de los *spreads* se explican por reducciones de las tasas de los TES superiores a las reducciones de las tasas de cartera preferencial<sup>26</sup> (Gráfico 24 y Gráfico 25).

disminuiría pasó de 7% a 30%, mientras que el porcentaje que consideró que permanecería igual se mantuvo en 40%.

<sup>25</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -19 p.b, entre 1 y 3 años: -35 p.b, entre 3 y 5 años: -53 p.b. y 5 años o más: -21 p.b.

<sup>26</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -2 p.b, entre 1 y 3 años: 12 p.b, entre 3 y 5 años: 10 p.b. y 5 años o más: 25 p.b.

Gráfico 24: Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 25: Spread crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado cambiario

### 5.1 Mercado cambiario global

Durante el 3T19, el dólar presentó apreciaciones frente a sus pares cerrando el trimestre por encima de lo observado a finales de junio. Su comportamiento se vio favorecido por la búsqueda de activos refugio por parte de los inversionistas ante el aumento de las ten-

siones comerciales entre EE.UU. y China, la incertidumbre política en varias regiones del mundo (e.g. Reino Unido, Italia, Argentina y Hong Kong) y la mayor desaceleración económica mundial. Finalizando el trimestre su fortalecimiento se contuvo ante los avances en materia comercial entre estas dos economías (Cuadro 4 y Gráfico 26).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el rand sudafricano (7,4%), el dólar neozelandés (7,3%), la corona sueca (6,0%), el euro (4,4%), el yuan chino (4,1%) y la libra esterlina (3,3%).

Cuadro 4: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

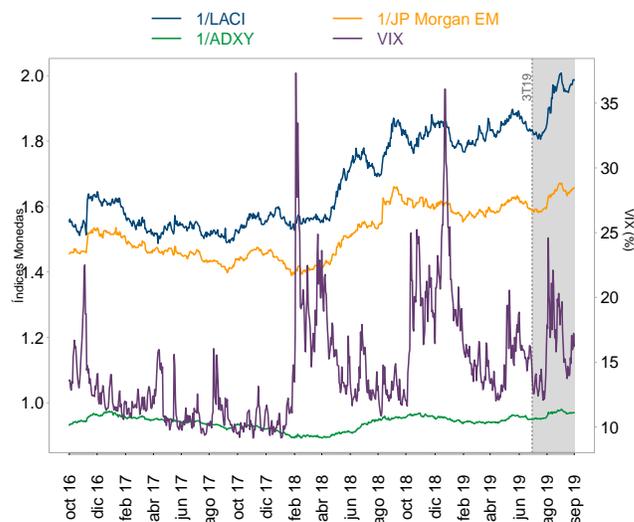
País	2019	3T 2019	País	2019	3T 2019
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
eurozona	3,8%	4,4%	Corea del Sur	6,8%	3,6%
Gran Bretaña	1,8%	3,3%	India	1,9%	2,7%
Australia	3,2%	4,0%	Hong Kong	0,0%	0,4%
Nueva Zelanda	6,3%	7,3%	China	3,0%	4,1%
Canadá	-2,6%	1,1%	Malasia	0,7%	1,3%
Suecia	8,1%	6,0%	Tailandia	-6,2%	-0,3%
Suiza	1,3%	2,2%	Indonesia	-3,5%	0,5%
Japón	-1,6%	0,2%	1/ADXY	2,2%	2,2%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	3,9%	8,5%	Islandia	6,1%	-0,5%
Brasil	6,0%	8,0%	Rusia	-7,7%	2,6%
México	-1,3%	2,7%	Polonia	4,7%	7,4%
Argentina	50,0%	35,6%	Turquía	7,6%	-2,5%
Perú	-0,6%	2,3%	Israel	-6,0%	-2,5%
Chile	3,2%	7,3%	Sudáfrica	1,8%	7,4%
1/LACI	6,3%	8,3%	USTW	1,6%	2,6%

Fuente: Bloomberg. Nota: Los índices ADXY y LACI se dividen sobre 1 debido a que un aumento de las series originales indica apreciación.

Durante el 3T19 las monedas de América Latina se depreciaron frente al dólar: el peso argentino (35,6%), el peso colombiano (8,5%), el real brasileño (8,0%), peso chileno (7,3%), el peso mexicano (2,7%) y el sol peruano (2,3%) (Gráfico 27). La dinámica de las monedas de la región, además del comportamiento del dólar a nivel global, estuvo influenciada por la mayor percepción de riesgo hacia emergentes como consecuencia de los factores internacionales ya mencionados y algunos factores idiosincráticos propios de cada país.

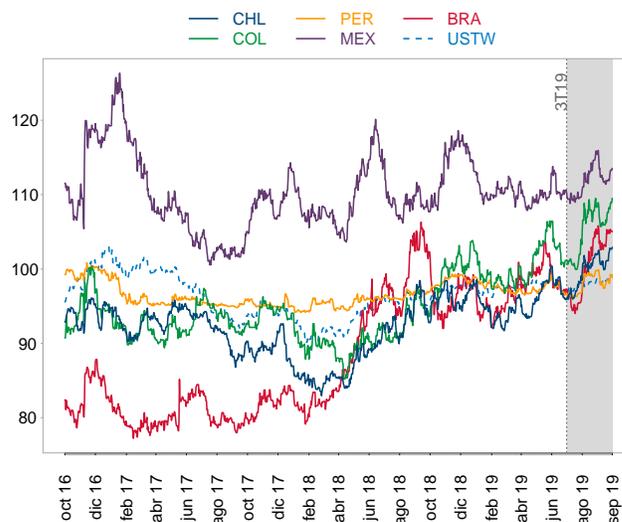
Durante el trimestre, el comportamiento del real brasileño también es explicado por: i) la incertidumbre frente a los ahorros y tiempos de la propuesta de reforma pensonal que está en trámite en el Congreso; ii) la

Gráfico 26: VIX vs índices de monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 27: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

publicación de un documento de *Fitch Ratings* donde considera que dicha propuesta de reforma sería insuficiente para enfrentar la carga de deuda del gobierno; iii) la debilidad de los datos macroeconómicos publicados; y iv) el aumento de las tensiones entre el Go-

bierno y la UE a raíz de los incendios en la Amazonía a finales de agosto y las posteriores declaraciones de varios líderes europeos quienes mencionaron que estarían en contra de alcanzar un acuerdo comercial entre la UE y Mercosur mientras Brasil no emprendiera acciones para controlar los incendios.

El peso mexicano se vio afectado por las pocas expectativas del mercado en torno a los esfuerzos de capitalización de Pemex por parte del Gobierno ante el débil perfil de liquidez de la petrolera; además, del recorte sorpresivo de 25 p.b. de la tasa de interés de referencia por parte del Banco de México (Banxico) a mediados de agosto cuando el mercado anticipaba estabilidad y el empeoramiento de las perspectivas económicas del país dado que el PIB 2T19 presentó una contracción de 0,8% en términos anuales, su peor dato desde el 4T09.

Por su parte, el peso argentino presentó la mayor depreciación de las monedas de la región durante el periodo como resultado de la victoria del candidato de la oposición peronista, Alberto Fernández, en las elecciones primarias de principios del mes de agosto. Esto generó un colapso inmediato del mercado financiero con la venta masiva de los activos argentinos por parte de los inversionistas<sup>27</sup>, mayores niveles de riesgo país y menores calificaciones soberanas. Sin embargo, finalizando el trimestre su comportamiento se moderó con: *i*) los acercamientos entre el actual presidente y Fernández, en los cuales este último se comprometió a llevar calma a los mercados que temen por la gobernabilidad del país en los próximos meses; y *ii*) la entrada en vigor de una nueva normativa por parte del gobierno argentino para limitar la compra de divisas y transferencias al extranjero<sup>28</sup>.

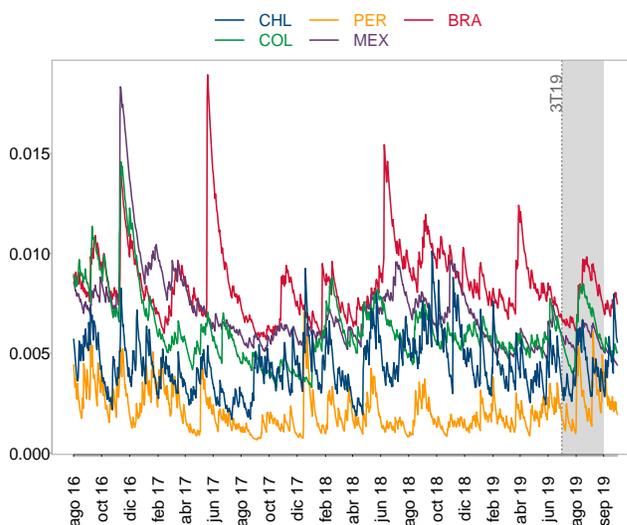
<sup>27</sup>El día siguiente a las elecciones, los inversionistas vendieron masivamente los activos argentinos, generando una desvalorización de hasta 5% de los bonos argentinos y 27% de los índices bursátiles.

<sup>28</sup>El 1 de septiembre el gobierno argentino estableció diferentes restricciones para la compra y la transferencia de divisas, así como plazos para la liquidación de exportaciones, con el fin de aumentar el nivel circulante de dólares en el sistema financiero y reducir la salida de capitales. Estas medidas tienen vigencia hasta el 31 de diciembre y ordenan que las personas naturales sólo podrán

Finalmente, el peso chileno y el sol peruano se vieron afectados por el descenso del precio del cobre (su principal producto de exportación)<sup>29</sup>, como consecuencia del efecto negativo de las tensiones comerciales sobre la demanda externa de este *commodity*, especialmente por parte de China.

Con respecto al promedio registrado en el 2T19, en el 3T19 la volatilidad condicional promedio aumentó para el sol peruano y disminuyó para el real brasileño, el peso colombiano, el peso chileno y el peso mexicano. El real brasileño continuó presentando, en promedio, la mayor volatilidad seguida por la del peso colombiano, el peso mexicano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 28).

Gráfico 28: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre el Banco Central de Brasil (BCB) redujo su posición cambiaria en USD926 millones a través de diferentes mecanismos de intervención (Cuadro 5).

comprar hasta USD10.000 por mes, al tiempo que ciertas adquisiciones de divisas de las empresas deberán ser aprobadas por el Banco Central, quedando prohibida la compra para atesoramiento.

<sup>29</sup>Durante el trimestre, el precio del cobre cayó 4,1%.

La intervención en el mercado cambiario a partir del 23 de agosto se ha implementado de la siguiente manera: *i*) ventas diarias en el mercado *spot* por un monto previamente determinado con una oferta simultánea de *FX-Swaps* reversos (venta de contratos SCS<sup>30</sup>) por el mismo valor (en los que el BCB entrega liquidez en el mercado *spot* y contrarresta la posición cambiaria a través del derivado); *ii*) *FX-Swaps* tradicionales (compra de contratos SCS) por el monto en dólares no demandado en el mercado *spot*; y *iii*) subastas adicionales de venta de dólares en el mercado *spot*.

El Banco Central de Reserva del Perú redujo su posición cambiaria en USD619 millones a través de *Swaps*; particularmente durante el mes de agosto (*Cuadro 6*). Por su parte, el Banco Central de México intervino en el mercado cambiario para renovar la posición de venta de los USD 5.500 millones en *forward* NDF (de un programa anunciado en febrero de 2017). Finalmente, el Banco de la República de Colombia (BR) no intervino durante el 3T19 en el mercado cambiario (*Cuadro 7*).

*Cuadro 5:* Intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Spot</i> (A)	<i>Repos</i> (B)**	<i>Cross currency swap NDF</i> (C)***	<i>Cambio en la exposición cambiaria (A+C)</i>
1T19	0	-4.325	253	253
2T19	0	3.100	-839	-839
Jul	0	1.625	-671	-671
Ago	-2.985	-500	3.729	744
Sep*	-7.675	-2.325	6.675	-1.000
<b>3T19*</b>	<b>-10.660</b>	<b>-1.200</b>	<b>9.733</b>	<b>-926</b>

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

\*Datos preliminares al 20 de septiembre del 2019.

\*\*Subastas de líneas de crédito y préstamos garantizados; este mecanismo tiene un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.

\*\*\*FX-Swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

<sup>30</sup>Por sus siglas en portugués, *Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*.

*Cuadro 6:* Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras Netas Spot</i> (A)	<i>Repos</i> (B)*	<i>Cross currency swap NDF</i> (C)**	<i>CDR's</i> (D)	<i>CDL's</i> (E)	<i>Cambio en la exposición cambiaria (A+C)</i>
1T19	385	0	501	0	0	886
2T19	20	0	-90	0	0	-70
Jul	0	0	90	0	0	90
Ago	0	0	-708	0	0	-708
Sep	0	0	0	0	0	0
<b>3T19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-619</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-619</b>

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

\*Corresponde a operaciones de Repos de sustitución.

\*\* Swap cambiario.

*Cuadro 7:* Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

	<i>Compras Netas Spot</i>	<i>Subasta de opciones put</i>	<i>Total Intervención</i>
1T19	1.000	1.140	2.140
2T19	0	339	339
Jul	0	0	0
Ago	0	0	0
Sep	0	0	0
<b>3T19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

Nota: En el cuadro se incluyen operaciones realizadas con el gobierno.

## 5.2 Mercado cambiario colombiano

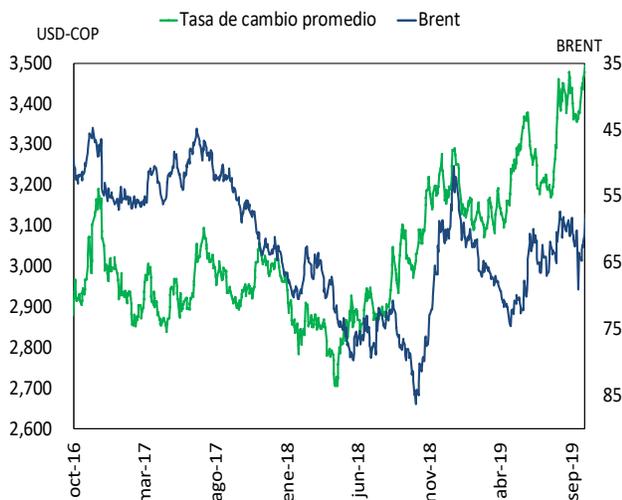
Durante el 3T19, el peso colombiano se depreció 8,5%<sup>31</sup>, en línea con el fortalecimiento del dólar a nivel global (*Gráfico 29* (*Gráfico 30*)).

En el mercado *forward* peso-dólar<sup>32</sup> el monto promedio diario negociado en el 3T19 se ubicó en USD1.706 millones, menor al observado en el 2T19 y al de un

<sup>31</sup>Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

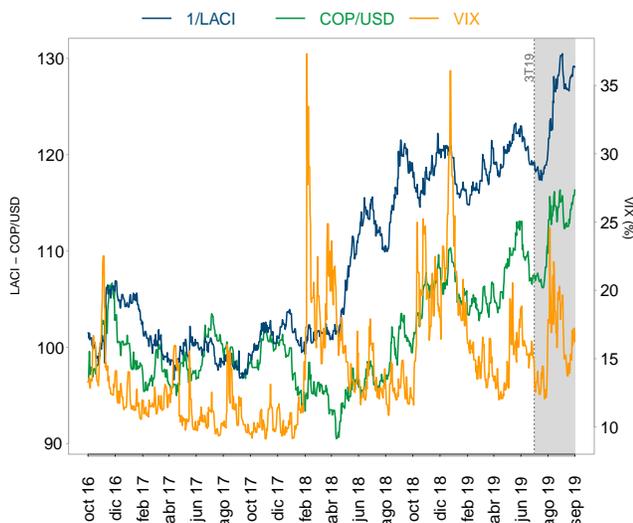
<sup>32</sup>Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes. Además, incluye el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

Gráfico 29: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX. El precio del petróleo esta en el eje derecho invertido.

Gráfico 30: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DOAM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de diciembre de 2016

año atrás<sup>33</sup>. Adicionalmente, al analizar los montos de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el

<sup>33</sup>Promedios diarios: 2T19: USD2.081 millones, 3T18: USD1.942 millones. Fuente: Banco de la República.

monto promedio negociado en contratos *forward* se redujo durante el 3T19 respecto al 2T19, ubicándose en USD3.825 millones (promedio diario 2T19: USD 4.227 millones).

Por el contrario, en el mercado *spot* peso-dólar<sup>34</sup> el promedio diario de negociación<sup>35</sup> durante el 3T19 fue de USD1.329 millones, cifra inferior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD1.366 millones) y durante el mismo periodo hace un año (3T18: USD1.418 millones).

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron ligeramente de USD23,8 mm en el 2T19 a USD24,0 mm en el 3T19 (Gráfico 31), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de septiembre se ubicó en USD7,41 mm.

Durante el 3T19 se negociaron un total de 120.921 futuros de TRM<sup>36</sup>, volumen superior al negociado durante el 2T19 (115.812 contratos), por un monto total de USD6.046,1 millones. Al 30 de septiembre la posición abierta era de 2.531 contratos. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>37</sup>, se negociaron un total de 10.429 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (23.933 contratos) por un total de USD52,1 millones (Gráfico 31). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre se ubicó en 1357 contratos. Durante el trimestre se negociaron 560 contratos de opciones de TRM por un monto de USD28,0 millones.

Durante el 3T19 el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 1005 millones cifra superior al volumen promedio transado durante el 2T19 (USD 781,4 millones)<sup>38</sup>. El saldo vigente de este tipo de operacio-

<sup>34</sup>Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones de registro.

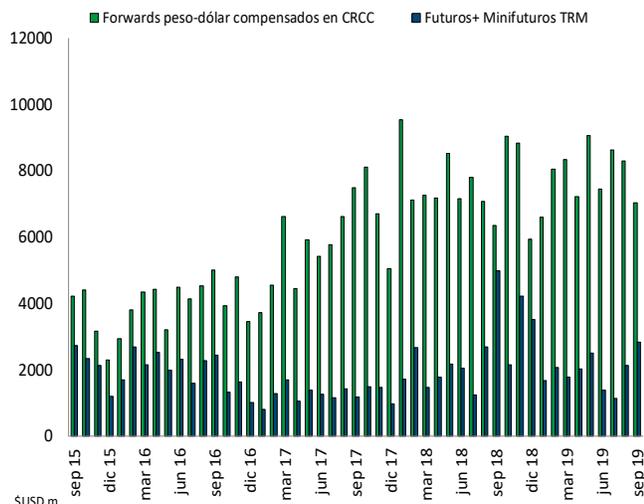
<sup>35</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

<sup>36</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>37</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

<sup>38</sup>En adición a la compensación del swap de tasa de interés del peso mexicano y del swap cero cupón del real brasileño, el 21 de mayo de 2018 el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) lanzó la

Gráfico 31: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: Banco de la República.

nes en el CME al 30 de septiembre de 2019 se ubicó en USD 132.433,1 millones<sup>39</sup>. Al comparar este mercado con el mercado local se puede observar que en este último se transa una fracción menor de estas operaciones. El saldo vigente de swaps IBR que se transaron localmente alcanzó los USD 15.201,9 millones a septiembre de 2019 (Gráfico 32).

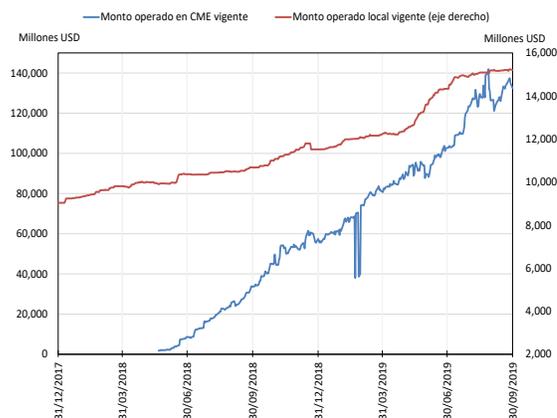
Por otro lado, de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>40</sup>, en el 3T19 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD2.301 millones, de los cuales USD2.545 millones correspon-

compensación de contratos *swap* del peso chileno (CLP) y del peso colombiano (COP). El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un *Overnight Index Swap* - OIS, el cual es contrato *swap* de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija por un índice predeterminado diario de una tasa de referencia. La máxima duración de este contrato es de 20 años, donde el índice de tasa de interés de referencia flotante es la tasa IBR *overnight* compuesta. Este contrato se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

<sup>39</sup>Esta cifra corresponde al saldo de los contratos que tienen en sus manos los participantes del mercado. Se calcula sumando el monto de todos los contratos que han sido negociados y están vigentes menos el monto de aquellos contratos que ya han sido cerrados.

<sup>40</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

Gráfico 32: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



Fuente: Chicago Mercantile Exchange y Banco de la República. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de las operaciones de compra y venta menos vencimientos.

den a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD245 millones a salidas por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD1.875 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD4.754 millones, reintegros netos de capital oficial por USD739 millones y entradas por otras operaciones especiales por USD2.140 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta<sup>41</sup> por USD2.298 millones (USD1.043 millones en julio, USD628 millones en agosto y USD628 millones en septiembre) y por préstamo neto por USD925 millones, y se observaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta<sup>42</sup> por USD1.353 millones (egresos en julio por USD288 millones, egresos en agosto por USD1.103 millones e ingresos en septiembre por USD38 millones) y por operaciones espe-

<sup>41</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

<sup>42</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

ciales del sector privado por USD6.624 millones<sup>43</sup>.

Frente a los flujos presentados en el 2T19, se destacan los mayores ingresos de divisas por cuenta corriente (USD1.480 millones vs. USD2.301 millones) y las salidas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta por USD1.353 millones, frente a ingresos por USD643 millones observados en el 2T19.

## 6 Mercado monetario y renta fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 3T19, el Banco Central de Brasil recortó en 50 p.b. su tasa de política monetaria durante cada una de sus reuniones de agosto y septiembre tras la débil perspectiva de crecimiento e inflación, y dejó la puerta abierta a recortes adicionales ante la publicación de las últimas cifras de inflación que se han ubicado por debajo de la meta del Banco. De manera análoga, el Banco de México recortó en 25 p.b. su tasa de interés durante cada una de sus reuniones de agosto y septiembre ante la convergencia de la inflación a la meta y el estancamiento de la economía, y también abrió la posibilidad de recortes adicionales dado el nivel elevado en que se encuentra actualmente la tasa de política frente a sus pares de la región. Por su parte, el Banco Central de Chile redujo de manera unánime su tasa de referencia en 50 p.b. durante su reunión de septiembre como consecuencia del impacto que tendrían las tensiones comerciales entre EE.UU. y China sobre los mercados a nivel global, la desaceleración de la actividad económica mundial, la mayor probabilidad de un *Brexit* sin acuerdo, los riesgos geopolíticos y la situación política en Argentina. En el plano local, el Banco Central de Chile tuvo en cuenta en su decisión la debilidad de la actividad económica y el mayor tiempo que le tomaría a la inflación converger a la meta de

<sup>43</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.

3%. Por último, el Banco Central de Reserva del Perú también recortó su tasa de política durante su reunión de agosto, en línea con lo anticipado por los analistas, ante el bajo desempeño de los principales indicadores económicos. Sin embargo, la entidad afirmó que su decisión no implicaba futuras reducciones adicionales de la tasa de interés como efectivamente ocurrió durante su reunión de septiembre donde mantuvo la tasa estable (Gráfico 33 y Cuadro 8).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Variaciones de las tasas de política monetaria a septiembre de 2019 en Latinoamérica

País	Variación 3T19*	TPM Sep-19**
COL	-	4,25%
CHL	-50	2,00%
PER	-25	2,50%
BRA	-100	5,50%
MEX	-50	7,75%

Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 30 de junio de 2019 y el 30 de septiembre de 2019.

\*\* Nivel al cierre de septiembre de 2019.

A nivel local, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo la tasa de política monetaria en 4,25% durante el trimestre, en línea con lo esperado por el mercado. En septiembre, algunos de los factores que el BR tuvo en cuenta al momento de

tomar su decisión de política fueron: *i*) en línea con lo esperado, la inflación de agosto (3,75%) fue ligeramente inferior que la de julio (3,79%), y las medidas de inflación básica continúan alrededor de 3%, de manera que se espera que los choques de oferta comiencen a diluirse a finales de este año y la inflación retome su convergencia a la meta; *ii*) la nueva información de actividad económica llevó al Banco de la República (BR) a revisar al alza su pronóstico de crecimiento para 2019 a 3,2% desde el 3% estimado previamente, y se espera que los excesos de capacidad productiva disminuyan gradualmente; *iii*) las perspectivas de crecimiento global se siguen moderando, lo que ha llevado a la Reserva Federal y al BCE a otorgar mayores estímulos a la economía; y *iv*) la proyección del déficit de cuenta corriente sigue siendo superior al 4% del PIB, pero continuará siendo financiado mayoritariamente por inversión extranjera directa.

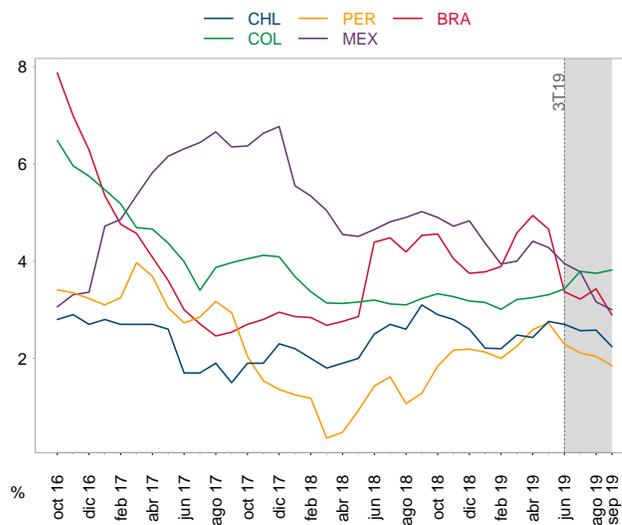
Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia esta aumentó durante el trimestre presionada principalmente por el comportamiento del precio de los alimentos y de los bienes transables. De esta manera, la inflación de septiembre fue de 3,82%, cercana al límite superior del rango meta del BR. Por el contrario, la inflación en los demás países analizados se redujo con respecto a junio y a excepción de México, se ubicó cerca al límite inferior del rango meta de los bancos centrales, en línea con unas menores perspectivas de crecimiento en estos países. En el caso de México, pese a que la inflación subyacente (septiembre: 3,75%) continuó evidenciando cierta inercia al ubicarse durante el trimestre cerca al límite superior del rango meta del banco central, la inflación general se redujo durante este periodo y cerró el trimestre justo en la meta (3%) del Banco de México (*Gráfico 34* y *Cuadro 9*).

Cuadro 9: Inflación año completo y meta de inflación 2019

País	Jun 2019	Sep 2019	Rango meta 2019*
COL	3,43%	3,82%	2,00% - 4,00%
BRA	3,37%	2,89%	2,75% - 5,75%
CHL	2,30%	2,10%	2,00% - 4,00%
MEX	3,95%	3,00%	2,00% - 4,00%
PER	2,29%	1,85%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.  
\* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



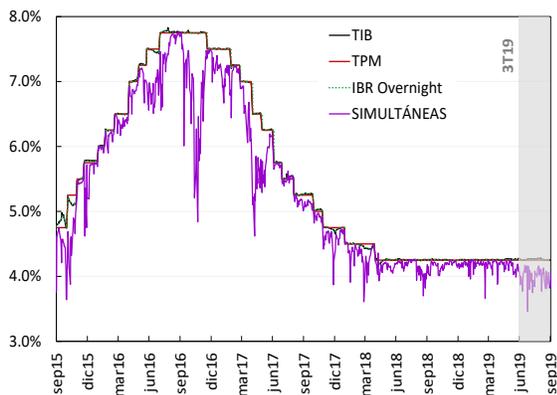
Fuente: Bloomberg.

## 6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 3T19 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultaneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de los días del trimestre. Durante este periodo la diferencia entre la tasa promedio de simultáneas y la tasa de referencia fue mayor respecto a lo observado durante el 2T19, comportamiento que pudo estar motivado por un mayor apetito de los agentes durante este último periodo de cubrir sus operaciones en corto (*Gráfico 35*).

La posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el 3T19. Durante dicho periodo el BR realizó subastas de repos a plazos de 7, 14, 30 y 90 días. El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 2 de julio, momento en el cual se registró un nivel de \$21.589 mm de los cuales \$7.686 mm fueron operaciones a plazo. Durante el 3T19 el promedio diario de la posición neta del BR se ubicó en \$15.449 mm cifra superior al promedio diario observado durante el

Gráfico 35: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N

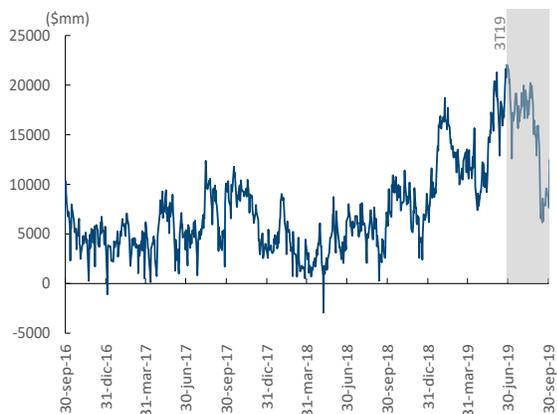


Fuente: Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

2T19 (\$14.240, Gráfico 36).

Gráfico 36: Posición neta del BR en el mercado monetario

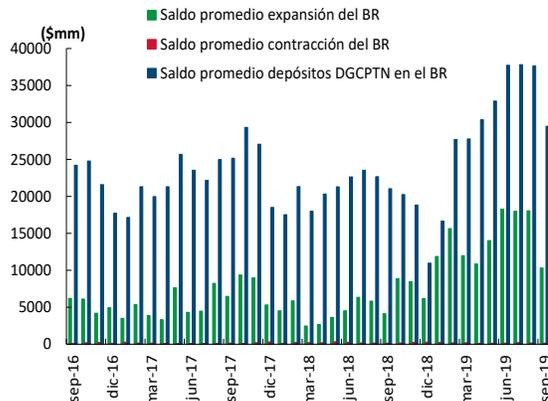


Fuente: Banco de la República.

Finalmente, el promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación durante el 3T19 se ubicó en \$34.983 mm cifra superior en \$1.484 mm a los sal-

dos promedio observados en el 2T19 (\$33.499 mm), Gráfico 37).

Gráfico 37: Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019

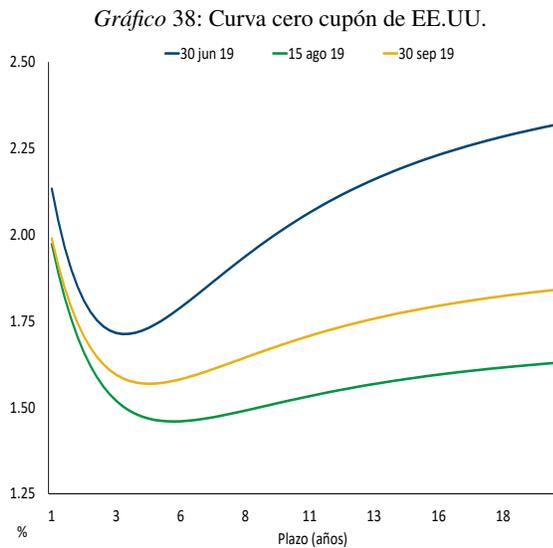


Fuente: Banco de la República.

### 6.3 Mercado de deuda pública

#### 6.3.1. Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región

Durante el 3T19, la curva de EE.UU. continuó aplanándose ante valorizaciones del tramo largo de la curva superiores a las valorizaciones observadas en el tramo corto. Las valorizaciones de los títulos de deuda pública de EE.UU. se dieron principalmente como consecuencia de las expectativas de mayor estímulo monetario por parte de la Reserva Federal ante los recortes de tasas observados durante el trimestre, el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, y las menores cifras de inflación y actividad económica. Adicionalmente, estos títulos se vieron favorecidos ante la mayor demanda por activos refugio como consecuencia de la mayor percepción de riesgo a nivel global (Gráfico 38).



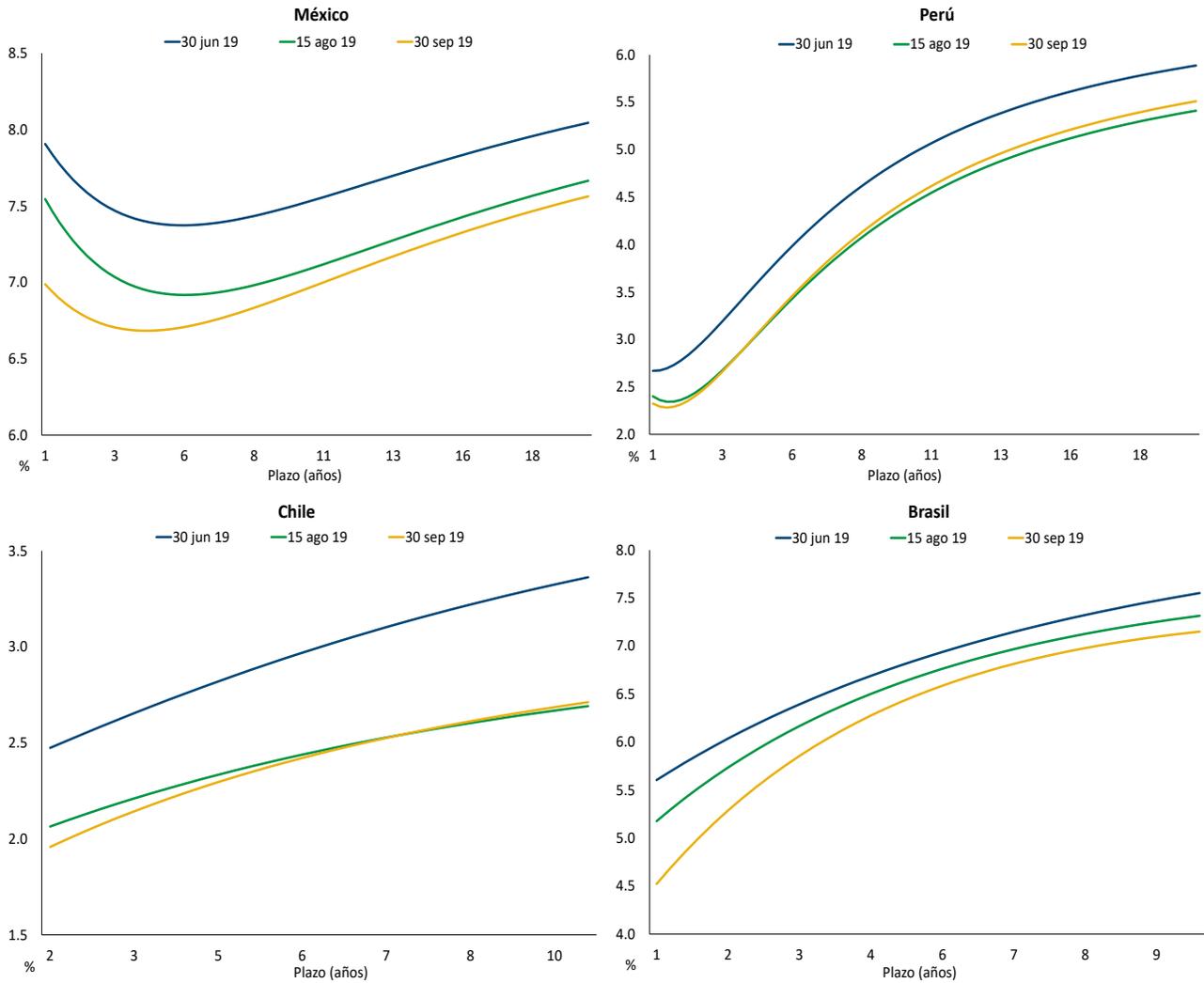
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de junio con las del cierre de septiembre, se observaron valorizaciones importantes en la mayoría de las curvas, en línea con el comportamiento de los *Treasuries* en EE.UU. En el caso de Colombia, la curva se desvalorizó en el tramo corto y se valorizó en los tramos medio y largo en menor medida que en los demás países de la región (*Gráfico 39*).

Las valorizaciones de los títulos de la región se explican principalmente por los recortes de tasas de interés en estos países, y las expectativas de mayor expansión monetaria por parte de varios bancos centrales en estas economías, así como en economías desarrolladas. Adicionalmente, los títulos de deuda pública de Brasil se pudieron ver favorecidos por el mayor optimismo de los inversionistas al comienzo del trimestre frente al futuro de la reforma pensional. A inicios de julio el Comité Especial de la Cámara Baja aprobó la propuesta de reforma del Gobierno, lo cual generó un *rally* de los activos locales. Posteriormente, la Cámara de Diputados aprobó la propuesta de reforma de pensiones por una amplia mayoría, lo cual también generó mayores expectativas en el mercado de que la reforma

sea aprobada en su totalidad antes de que termine el año.

Gráfico 39: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

Entre el 28 de junio y el 30 de septiembre del 2019 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$316,1 billones a \$314,0 billones. En el 3T19 se emitieron \$5,4 billones<sup>44</sup> de TES de largo plazo de los \$34,9 billones aprobados para 2019. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2019 es \$19 billones y al 30 de septiembre se habían expedido \$13,6 billones y restituido \$9,7 billones<sup>45</sup>.

Entre los eventos relevantes que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el 3T19, el 2 de agosto se dio a conocer el Informe del BR al Congreso en el cual, entre otras cosas, se indicó que: *i)* redujo su pronóstico de crecimiento del PIB para 2019 de 3,5% a 3,0%, en línea con un gasto público más débil que lo estimado, una caída no anticipada en el rubro de inversión de vivienda en el primer trimestre del año y con el menor crecimiento de otras economías emergentes ante las mayores restricciones al comercio mundial y el deterioro de la confianza global; sin embargo, el BR contempló una aceleración de la actividad económica para el segundo semestre del 2019; *ii)* redujo el pronóstico de crecimiento de los socios comerciales de Colombia para 2019 de 2,2% a 1,8%, inferior al 2,4% alcanzado en el 2018; y *iii)* pronosticó que el déficit en la cuenta corriente para 2019 se ubicará alrededor del 4,4% del PIB (ant.: 4,3% del PIB), superior al 3,9% observado en 2018.

En cuanto a la inflación, los datos publicados a lo largo del trimestre se ubicaron en su mayoría por encima de las expectativas de los analistas. Específicamente, el Dane publicó el 5 de julio la variación del índice de precios al consumidor de junio, ubicándose en 0,27% mes a mes por encima de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,23%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,21%) y de la inflación

registrada en el mismo mes del año 2018 (0,15%) (la variación anual fue 3,43%, mientras que el mercado anticipaba 3,40%). Posteriormente, el 5 de agosto la entidad ubicó el dato para julio en 0,22% mes a mes, también por encima de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,18%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,16%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (-0,13%) (la variación anual fue 3,79%, mientras que el mercado anticipaba 3,74%). No obstante, el 5 de septiembre el dato para agosto alcanzó el 0,09% mes a mes, por debajo de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,16%), del dato extraído de la encuesta del BR (0,15%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,12%) (la variación anual fue 3,75%, frente a un esperado de 3,83%).

El 15 de agosto se conoció que la economía de Colombia creció un 3% en el 2T19 frente al mismo periodo del 2018, en línea con las expectativas del mercado; mientras que el PIB desestacionalizado creció 3,4% anual (esperado: 2,81%). La expansión del PIB entre abril y junio estuvo por encima del 2,9% del mismo periodo del 2018. Según algunos analistas del mercado, este dato soporta las expectativas de que el crecimiento del PIB para este año será inferior a la meta del Gobierno de 3,6%. Adicionalmente, el Dane revisó al alza el crecimiento del PIB del 1T19 de 2,8% a 3,1% (desestacionalizado fue revisado a 2,7% desde 2,3%) mientras que el BR revisó al alza su pronóstico de crecimiento desestacionalizado para fin de año de 3% a 3,2%.

Por último, el 13 de septiembre en una reunión del Ministerio de Hacienda y Crédito Público con los Creadores de Mercado, se dieron señales de que en lo que resta del 2019 tendría lugar un posible canje de deuda, el cual podría darse por etapas e incluir títulos en pesos, UVR o dólares (de deuda externa).

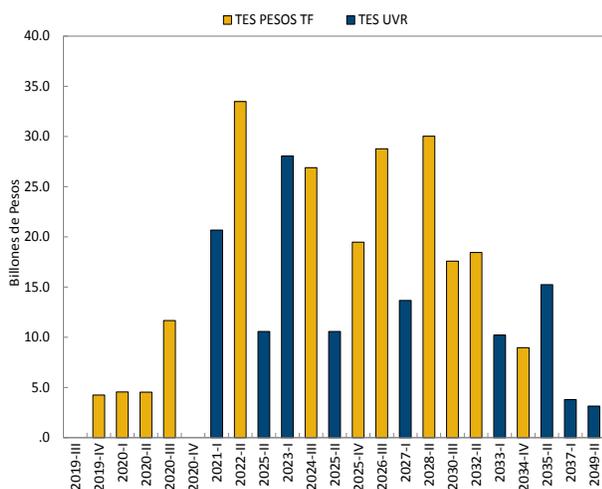
En el 3T19 se presentaron vencimientos de TES en pesos en septiembre por cerca de \$10,6 billones. Con datos al 30 de septiembre, en lo que resta del 2019 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$4,25 billones correspondientes al 1,35% del saldo en circu-

<sup>44</sup>Valores nominales. \$3,9 billones de TES en pesos y \$1,5 billones de TES UVR.

<sup>45</sup>Al 28 de junio se habían expedido \$9,1 billones y restituido \$6,5 billones.

lación. En el período analizado hubo pago de cupones por \$1,167 mm, \$2,689 mm, \$2,158 mm y \$1,363 mm de los TES en pesos que vencen en julio de 2020, julio de 2024, agosto de 2026 y septiembre de 2030, respectivamente. En el *Gráfico 40* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

*Gráfico 40: Proyección de vencimientos TES*



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

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 3T19 con las del cierre del 2T19, estas presentaron variaciones de 3 p.b, -6 p.b. y -14 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente<sup>46</sup> (*Gráficos 41 y 42*).

Las valorizaciones de la deuda pública denominada en pesos en los tramos medio y largo estuvieron en línea con el comportamiento de la deuda pública de los países de la región, reflejando expectativas de mayor estímulo monetario a nivel internacional y con ello mayor apetito por activos de emergentes. Sin embargo, estas valorizaciones fueron inferiores a las de sus pares de la región y pudieron estar contenidas por las ventas netas de inversionistas extranjeros, particularmente en

<sup>46</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).

agosto. Por su parte, el tramo corto de la curva de rendimientos se desvalorizó reflejando el cambio en las expectativas de los agentes del mercado con relación a la senda esperada de la TPM, donde postergaron posibles recortes frente a lo que se anticipaba al cierre del trimestre anterior.

*Gráfico 41: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR*

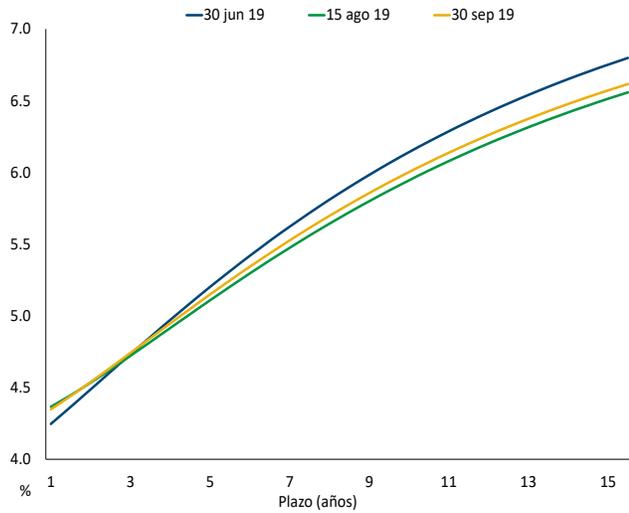


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Finalmente, los TES UVR presentaron valorizaciones a lo largo de toda la curva de rendimientos ante el incremento en la inflación esperada para el cierre del 2019; sin embargo, se caracterizaron por presentar baja liquidez a lo largo del periodo (*Gráfico 43*).

Adicionalmente, en el 3T19 los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES denominados en pesos por \$3055 mm en el mercado *spot* al tiempo que compraron en neto \$209 mm en el mercado a futuro. Además, durante el periodo estos inversionistas también vendieron en neto TES denominados en UVR en el mercado *spot* por \$22 mm. En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el trimestre la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 36,8 % a 36,4 %, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,8 %

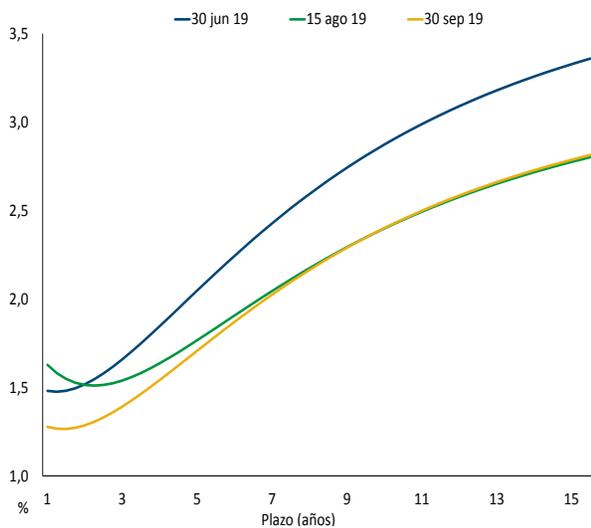
Gráfico 42: Curva spot en pesos, Colombia



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

a 2,7% (Gráficos 44 y 45).

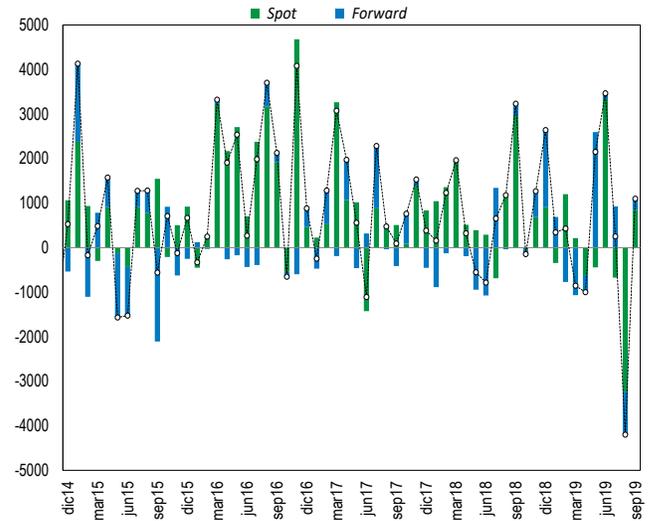
Gráfico 43: Curva spot en UVR, Colombia



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

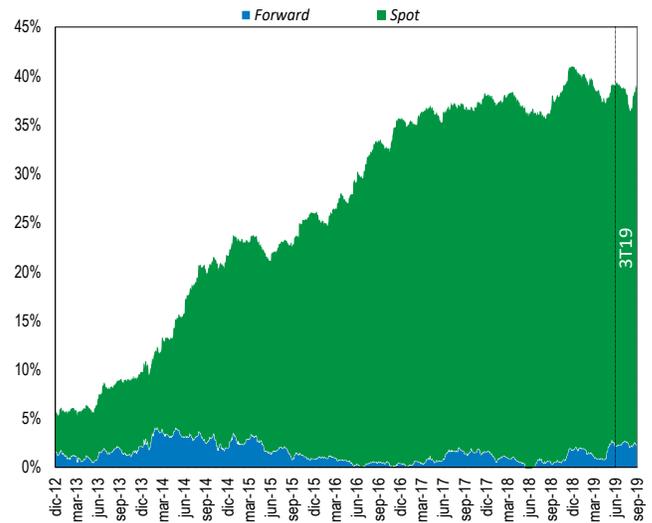
Durante el 3T19 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 2T19. El promedio diario de negociación

Gráfico 44: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros



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

Gráfico 45: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación



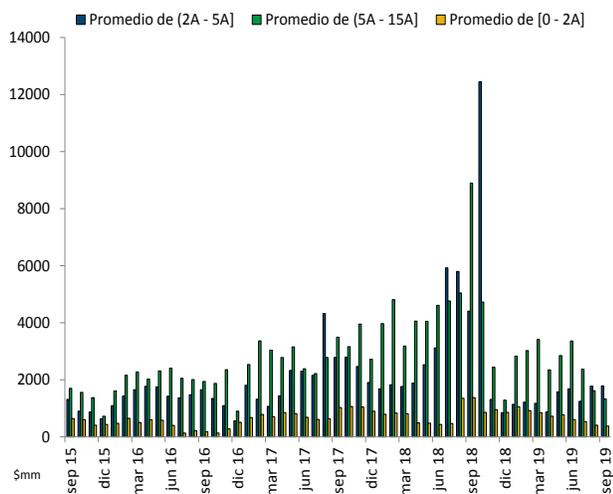
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

fue \$3,81 billones<sup>47</sup>, inferior a lo observado en el tri-

<sup>47</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

mestre anterior (\$4,92 billones) y en el mismo período del año 2018 (\$12,6 billones) (Gráficos 46 y 47). Los títulos más tranzados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 15,7% a 20,5% entre el 2T19 y el 3T19, seguidos de los que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 21% a 20,4%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 46).

Gráfico 46: Monto promedio negociado por plazos de TES



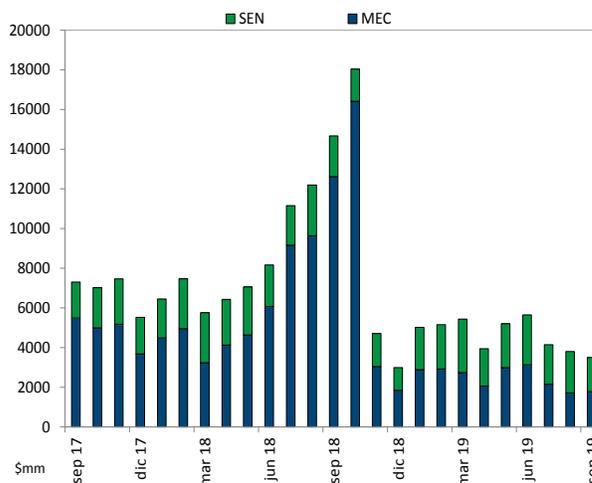
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES aumentó al pasar de 34.038 contratos en el 2T19 a 40.991 contratos en el 3T19 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$10.248 mm. Por otra parte, las posiciones abiertas aumentaron a 7.203 contratos al 30 de septiembre de 2019 con respecto al 28 de junio (5.362 contratos).

### 6.4 Deuda pública externa de los países de la región

En el 3T19 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa tanto en dólares como en moneda local de los países de la región presentaron valo-

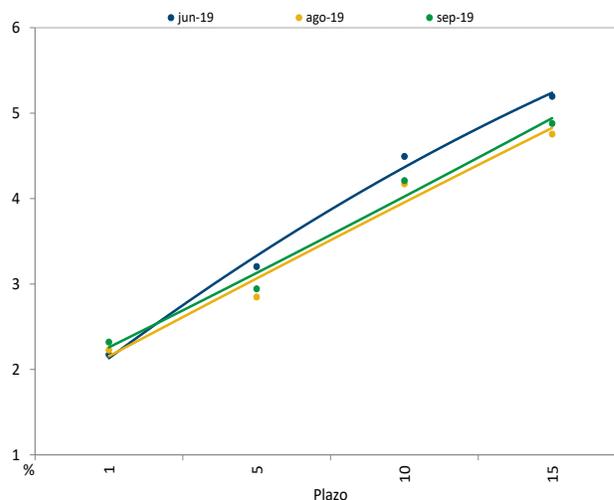
Gráfico 47: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

rizaciones en línea con la deuda interna de la región y los Treasuries (Gráficos 48, 49 y 50).

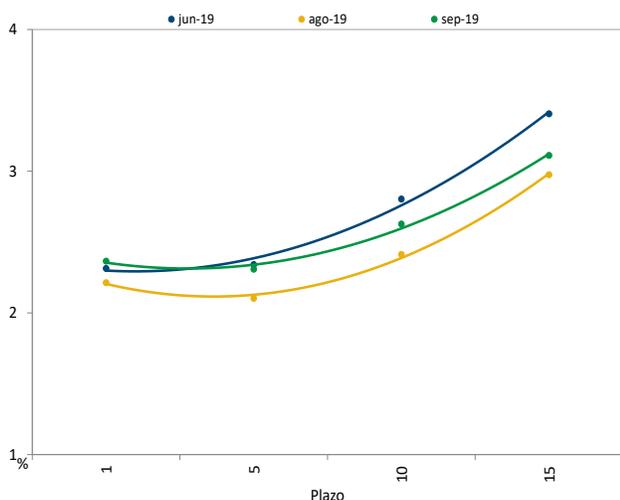
Gráfico 48: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

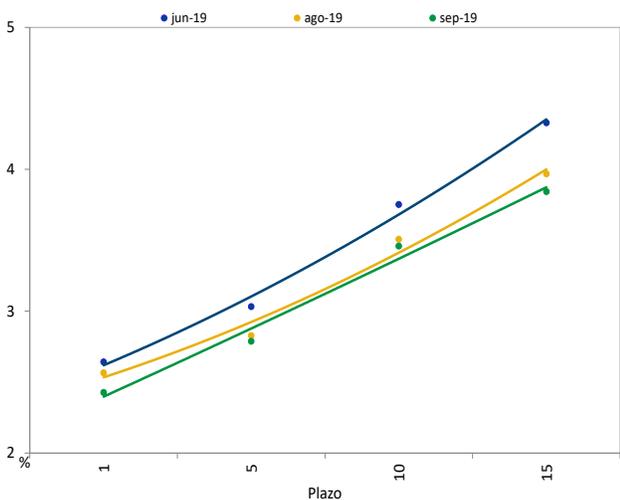
Durante el trimestre, las primas de riesgo de los países de la región tuvieron un comportamiento mixto. En

Gráfico 49: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 50: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



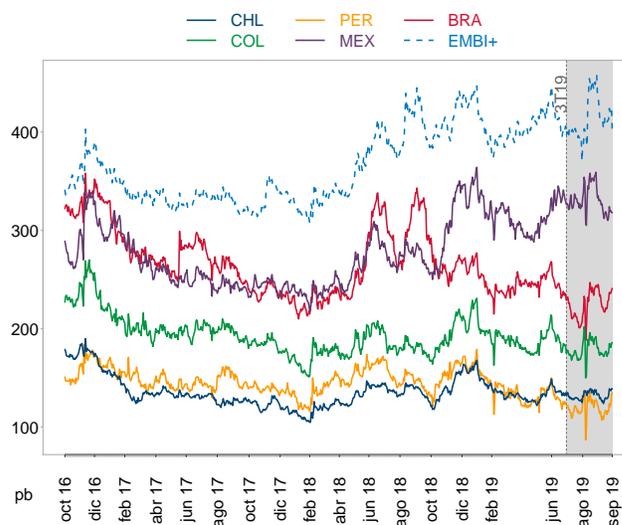
Fuente: Bloomberg.

promedio, los EMBI para una muestra de países aumentaron 3,6 p.b. (3,6%)<sup>48</sup>, mientras que el EMBI+

<sup>48</sup>Variaciones EMBI países: Colombia: 5 p.b. (2,8%), Brasil: 8

disminuyó 6,3 p.b. (1,6%) (Gráfico 51) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región cayeron 1,8 p.b. (1,6%)<sup>49</sup>.

Gráfico 51: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

### 6.5 Deuda pública externa de Colombia

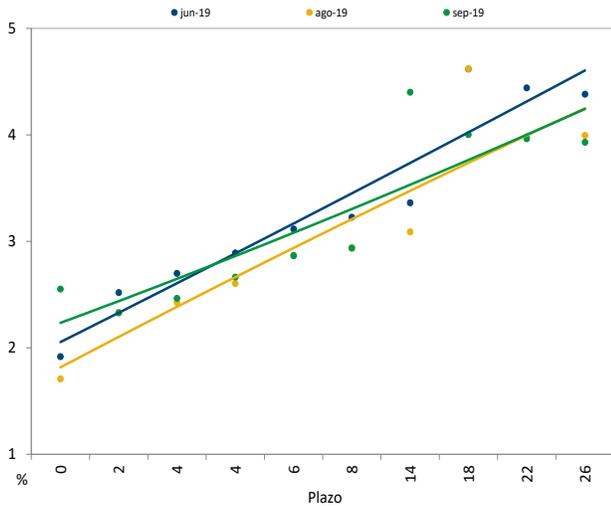
En el 3T19 la deuda externa de Colombia se valorizó, en línea con la deuda de la región (Gráficos 52 y 53). La excepción fueron los títulos más próximos a vencerse que reflejaron su baja liquidez.

En el Gráfico 54 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos spreads aumentaron en el trimestre para todos los plazos. El comportamiento del spread a 1 año obedeció a valorizaciones de los bonos externos frente a desvalorizaciones de los

p.b. (3,4%), México: -11 p.b. (-3,3%), Perú 12 p.b. (12%) y el EMBI Global Chile: 4 p.b. (3%).

<sup>49</sup>Variaciones: Colombia: 1,8 p.b. (2%), Brasil: -13,7 p.b. (-9,1%), México: 4,1 p.b. (3,7%), Chile: -2,3 p.b. (-5,9%) y Perú: 0,9 p.b. (1,6%).

Gráfico 52: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 53: Rendimientos deuda externa en USD Colombia

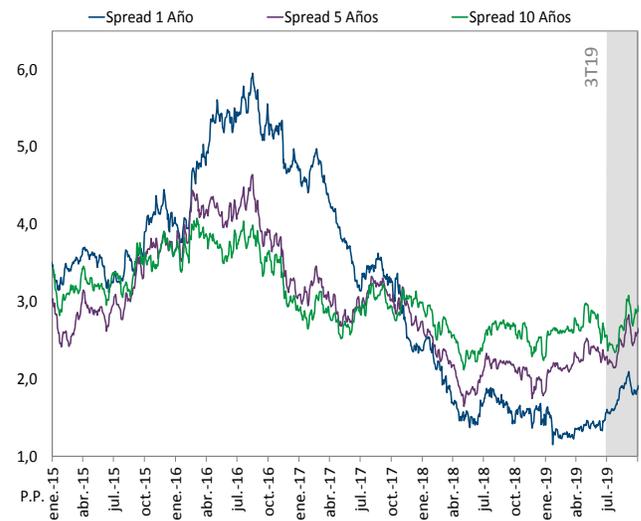


Fuente: Bloomberg.

locales, mientras que los de 5 y 10 años respondieron a las mayores valorizaciones de los bonos externos frente a las de los locales. Por su parte, en el Gráfico 55

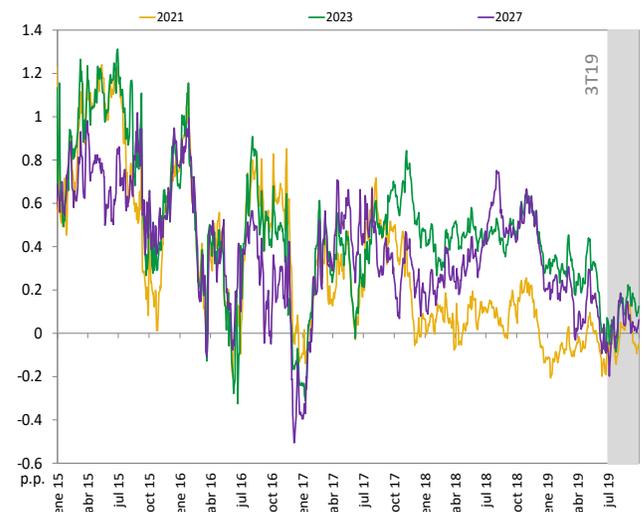
se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes aumentaron ante las valorizaciones más pronunciadas de los bonos globales frente a las de los locales.

Gráfico 54: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 55: TES Globales vs TES locales

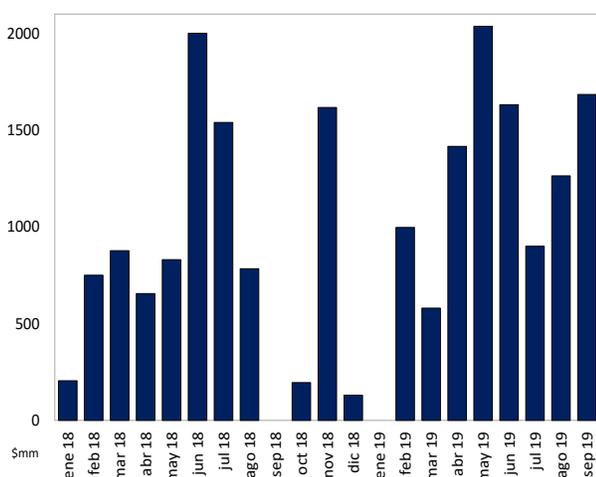


Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

## 7 Mercado de deuda privada

En el 3T19, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada disminuyeron frente a lo observado en el 2T19 (\$3,85 billones en el 3T19 frente a \$5,08 billones en el 2T19) (Gráfico 56).

Gráfico 56: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

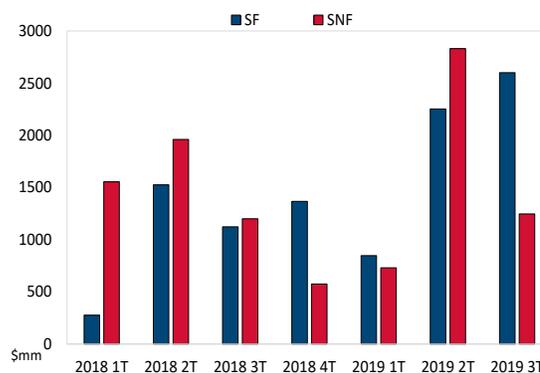
El sector no financiero realizó el 32,4% de las colocaciones mientras que el sector financiero llevó a cabo el 67,6%, lo cual representó una disminución en el porcentaje de participación de emisiones del sector no financiero con respecto al trimestre anterior y un aumento del sector financiero (Gráfico 57).

Durante el trimestre, siete entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (47,3%), a TF(39,8%) y a UVR(12,9%) (Gráfico 58).

El 38,8% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 45,8% a plazos entre 5 y 10 años, un 15,3% a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 59).

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el

Gráfico 57: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

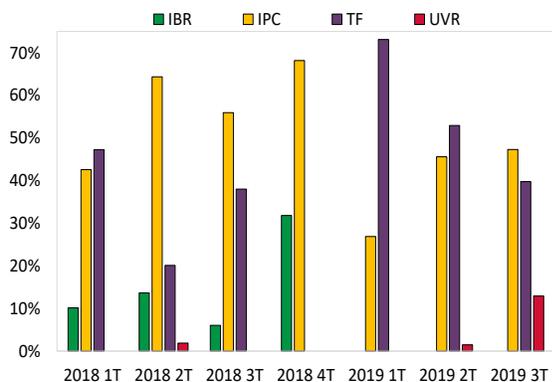
Cuadro 10: Emisiones deuda privada 3T19

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda S.A	1300	2 a 20	IPC, TF
Banco de Occidente S.A	400	2 a 10	IPC,TF
Colombina S.A	300	5 a 10	IPC
Corficolombiana S.A	500	2 a 20	IPC
Grupo Argos S.A	450	2 a 20	IPC, TF
P.A Titularización BMP SUR	497	5 a 10	UVR
Titularizadora Colombiana S.A.	400	5 a 10	TF

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

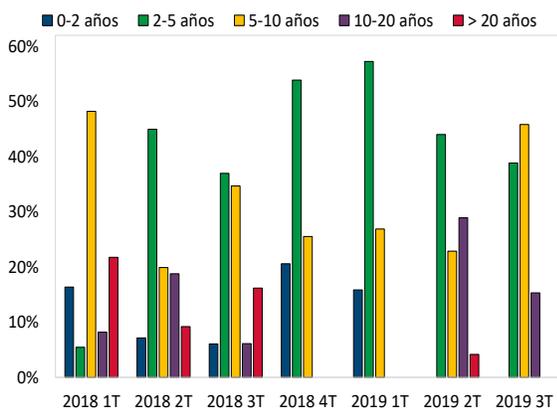
monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 2,04 (ant: 1,83). La demanda por colocaciones fue de \$7,84 billones (Gráfico 60).

Gráfico 58: Colocaciones por tasa de interés



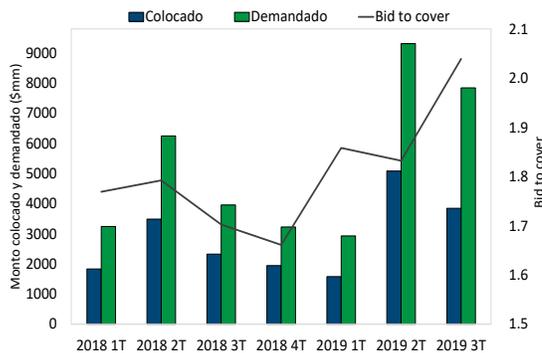
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 59: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 60: Monto colocado vs monto demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

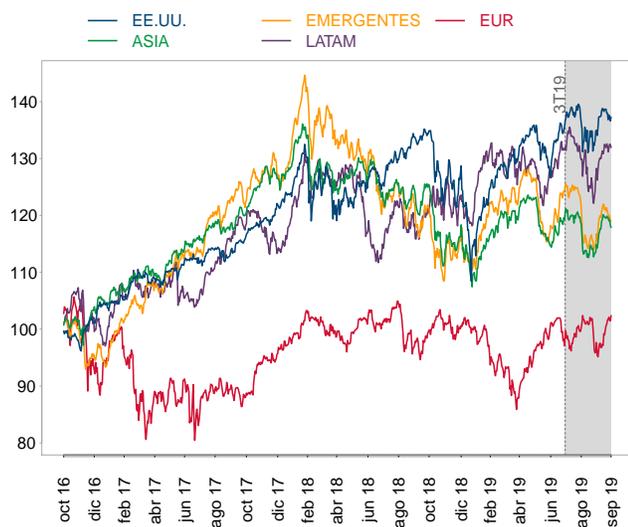
## 8 Mercado accionario

Durante el tercer trimestre del año los principales índices de renta variable presentaron un comportamiento mixto, los mercados de Europa, Estados Unidos y Latinoamérica se valorizaron 2,2%, 1,2% y 0,2% respectivamente, mientras los mercados de Asia y países emergentes cayeron un 1,2% y 4,3%, respectivamente<sup>50</sup>. A continuación, se presenta un breve recuento de

<sup>50</sup> Al 30 de septiembre de 2019, 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 3T19 del *S&P 500*, sin embargo el *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* registraron valorizaciones de 1,2%, y -0,1%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (al 30 de septiembre de 2019, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, 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 28 de junio de 2019

los principales eventos que incidieron en el comportamiento de los mercados bursátiles el 3T19.

Gráfico 61: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de diciembre de 2015

## 8.1 Estados Unidos

El mercado estadounidense presentó un comportamiento positivo durante el mes de julio y alcanzó niveles máximos históricos<sup>51</sup> debido a un panorama más favorable en materia comercial tras el acuerdo de reanudación de las conversaciones alcanzado por el presidente Trump y su homólogo Xi Jinping en la cumbre del G-20. Además del acuerdo de China de compras de productos agrícolas estadounidenses y el anuncio de algunas concesiones por parte de EE.UU las cuales incluirían no imponer más aranceles a bienes chinos y flexibilizar las restricciones impuestas a

los países ponderados en el índice fueron Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos)

<sup>51</sup>El índice *Dow Jones* cerró en niveles máximos históricos durante la jornada del 15 de julio, mientras los índices *S&P 500* y *NASDAQ* cerraron en niveles máximos históricos durante la jornada del 26 de julio

Huawei. Durante este mes también influyó en el comportamiento del mercado las expectativas de mayores recortes por parte de la Fed, la publicación del PIB de 2T19 de EE.UU, que se ubicó por encima de lo esperado por los analistas y la publicación de resultados corporativos positivos de empresas como Alphabet, Twitter e Intel.

En agosto las acciones se desvalorizaron impactadas principalmente por el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU y China, luego de que el presidente Trump anunciara la imposición de nuevos aranceles a bienes importados chinos y luego de que China anunciara medidas retaliatorias a dichos aranceles. Finalmente, durante septiembre las acciones se recuperaron en medio de un entorno internacional favorable explicado principalmente por menores tensiones comerciales luego de que EE.UU y China acordaran una reunión en octubre para continuar con las negociaciones y luego que China anunciara exenciones arancelarias a productos estadounidenses al tiempo que el presidente Trump aplazó la entrada en vigencia de nuevos aranceles. Pese a esto durante las últimas jornadas del trimestre parte de las ganancias se vieron recortadas debido a preocupaciones respecto al juicio político del presidente Trump y por rumores de que EE.UU. estaría considerando la posibilidad de excluir a compañías chinas de los mercados bursátiles.

## 8.2 Europa

Las acciones europeas iniciaron el trimestre con valorizaciones debido a un mejor panorama respecto a la relación comercial entre EE.UU y China, expectativas de que la nueva presidenta del BCE Christine Lagarde continúe con las políticas expansivas de la institución y luego de que Italia evitara sanciones de la UE por su elevado déficit de presupuesto. Sin embargo, parte de dichas valorizaciones se revirtieron, cerrando el mes de julio con una variación de 0,2%, debido a las preocupaciones sobre el impacto que ha tenido la prolongada guerra comercial sobre las ganancias de las empresas, tras la publicación de resultados corporati-

vos mixtos, la reducción de ganancias esperadas por parte de algunas empresas y el continuo deterioro de confianza económica de la zona.

A principios de agosto las acciones cayeron debido al aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU y China, la incertidumbre política en Italia, la incertidumbre respecto al Brexit y la publicación de datos económicos negativos de PMI manufacturero<sup>52</sup>, producción industrial en Alemania<sup>53</sup> y PIB<sup>54</sup>. Pese a esto, desde finales de agosto y hasta el final del trimestre las acciones se recuperaron ante la formación de un gobierno de coalición en Italia, las menores tensiones comerciales entre EE.UU y China y el anuncio de nuevas medidas de estímulo por parte del BCE.

### 8.3 Asia

El mercado bursátil de Asia presentó el peor comportamiento a nivel regional durante el trimestre debido principalmente a la publicación de datos económicos negativos en China<sup>55</sup>, las tensiones políticas entre Japón y Corea y el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU y China.

Al analizar los principales mercados de la región de manera individual, se observa un comportamiento divergente, en tanto el *Nikkei 225* de Japón presentó valorizaciones de 2,3% durante el trimestre, siguiendo el comportamiento del mercado de EE.UU y de Europa y favorecido además por expectativas de que el BOJ aumente las medidas de estímulo y por el dato positivo de PIB del 2T19 que se ubicó por encima de lo esperado. En contraste, el índice *Shanghai composite*

<sup>52</sup>El dato de PMI manufacturero de la zona euro disminuyó en julio a su menor nivel desde finales de 2012 ubicándose en 46.5.

<sup>53</sup>El dato MoM cayó 1,5% en junio.

<sup>54</sup>El del PIB del 2T19 de la zona euro creció un 0,2% y el PIB de Alemania se contrajo un 0,1%.

<sup>55</sup>El PIB del 2T19 se ubicó en 6,2%, su menor ritmo en cerca de 27 años, el sector de servicios de China presentó el crecimiento más bajo en 4 meses en junio, ubicándose en 52, mientras en julio el ritmo de crecimiento de la producción industrial se desaceleró a un 4.8%.

perdió un 2,5% en el trimestre, pese a que se anunciaron varias medidas de estímulo a la economía como la reducción del costo de los préstamos bancarios y el recorte de la cantidad de efectivo que los bancos deben mantener como reservas por parte del Banco popular de China y un plan que busca elevar las rentas las familias con el propósito de fortalecer el consumo. Cabe resaltar que el 22 de julio se estrenó un nuevo índice accionario (*STAR*) que emula el índice *NASDAQ* y que en su primera jornada las 25 empresas listadas se valorizaron en promedio un 140%.

### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Durante el 3T19 el índice compuesto de Latinoamérica se valorizó 0,2% en tanto el comportamiento positivo del mercado bursátil de Brasil y Colombia durante el periodo, se vio contrarrestado en gran medida por el comportamiento negativo de los mercados de Chile, México y Perú. En detalle, el *IBOVESPA* de Brasil se valorizó un 3,7%, el *COLCAP* de Colombia se valorizó 1,9%, mientras cayó el *S&P/CLX IPSA* de Chile (0,2%), el *S&P/BMV IPC* de México 0,3% y el *S&P/BVL* de Perú (4,9%).

El *IBOVESPA* de Brasil presentó un comportamiento positivo durante la primera parte del trimestre y alcanzó niveles máximos históricos<sup>56</sup>, influenciado por la aprobación de la reforma pensional en la cámara baja del congreso, sin embargo, a finales de agosto se rewertieron las ganancias observadas dado que el mercado se vio afectado por el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU y China. Pese a esto, el mercado de Brasil presentó el mejor desempeño en la región, debido a un entorno internacional favorable en septiembre y debido a la publicación del dato de PIB de 2T19 se ubicó por encima de lo esperado por los analistas. Por su parte la valorización del *COLCAP* estuvo explicado por el comportamiento del sector financiero, las acciones que presentaron el mejor comportamiento fueron Banco de Bogotá (19,6%), Corficolombiana (12,6%) y Canacol (11,3%). (*Gráfico 63*).

<sup>56</sup>El 10 de julio el índice alcanzó un nivel de 105.817,1

Gráfico 62: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El comportamiento negativo de Perú estuvo influenciado por incertidumbre respecto a la propuesta del presidente Vizcarra de adelantar un año las elecciones generales, la suspensión de la licencia de construcción de un proyecto de *Suthern Copper* (una de las mayores productoras de cobre del mundo) por parte del gobierno así como por la reducción de las estimaciones de crecimiento de este año de 4,2 %, a 3 %.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>57</sup> aumentó durante el 3T19 para Colombia, México, Chile y Perú, respecto a lo observado en el 2T19. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 1,33 %), seguida por Colombia (*COLCAP*: 1,01 %, México (*S&P/BMV IPC*: 0,99 %), Chile (*S&P/CLX IPSA*: 0,91 %) y Perú (*S&P/BVL*: 0,88 %). (Gráfico 64).

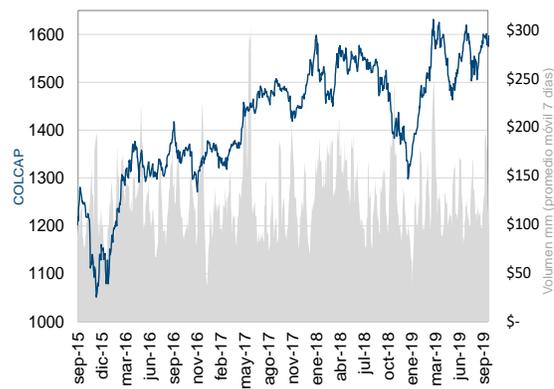
Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil<sup>58</sup> como porcentaje del PIB<sup>59</sup> se observa que a septiembre Chi-

<sup>57</sup>Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

<sup>58</sup>Ajustada por flotante disponible.

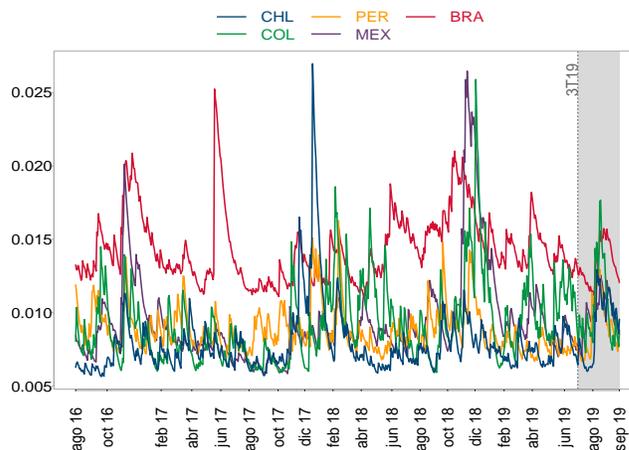
<sup>59</sup>Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* más reciente y que publica el Fondo Monetario Interna-

Gráfico 63: COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 64: Volatilidad condicional índices accionarios

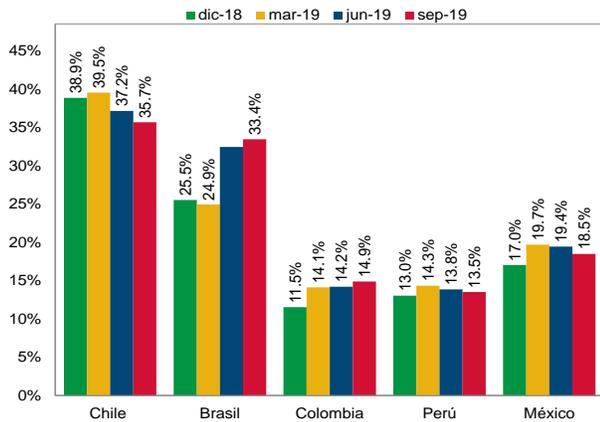


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

le continua presentando el dato más alto (35,7 %) pese a la caída que ha presentado desde marzo de este año, por otra parte, el indicador para el mercado de Brasil ha venido aumentando y en septiembre se ubicó en 33,4 %, acercándose al nivel de Chile. El mercado de Colombia ha venido aumentando moderadamente y en

septiembre se ubicó en 14,9%, mientras los mercados de México y Perú han permanecido en niveles similares a los observados en periodos anteriores ubicandose en 18,5% 13,5 %, respectivamente.(Gráfico 65).

Gráfico 65: Capitalización bursátil ajustada/PIB\*

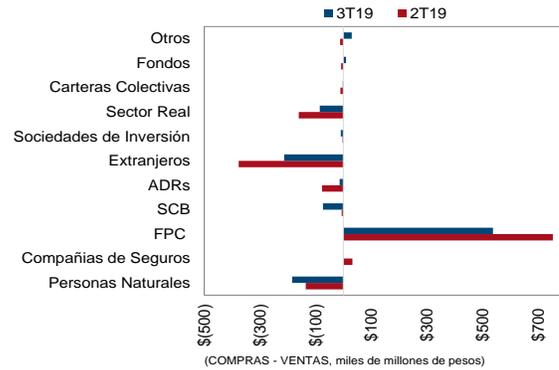


Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.  
 Cálculos: Banco de la República.  
 \*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2018. Dato de Brasil no disponible para el mes de junio

Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que durante el 3T19 los fondos de pensiones continuaron siendo los mayores demandantes netos de acciones (\$538 mm), mientras que los mayores oferentes netos fueron los extranjeros (\$212 mm), seguidos por las personas naturales (\$184 mm) y el sector real (\$85 mm). Los agentes mencionados mantuvieron la posición que presentaron durante el 2T19 (Gráfico 66).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 3T19 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones por \$7.731 millones resultantes de ventas netas por \$1.428 millones en el mercado peruano y ventas netas por \$6.303 millones en el mercado chileno. Esto representa un aumento en las ventas netas de los inversionistas colombianos en el mercado MILA, respecto a lo observado en el trimestre anterior (durante el 2T19 las ventas netas fueron de

Gráfico 66: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

\$339 millones).

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 3T19 se negociaron 875 contratos frente a 1.484 contratos negociados en el 2T19<sup>60</sup>.

<sup>60</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicado por el valor del COLCAP.