

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

I trimestre de 2018





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre de 2018

Banco de la República

Abril de 2018

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

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

Juan Sebastián Rojas  
Director

## **Sección Desarrollo de Mercados**

José Vicente Romero  
Jefe

Juan Sebastián Lemus  
Diego Alejandro Martínez  
Andrés Mauricio Mendoza  
María Fernanda Reyes  
Luis Alejandro Rojas  
Tatiana Venegas  
Daniel Ricardo Vergara

## **Estudiantes en práctica profesional**

Efraín Ramírez  
Jesús Vilardi

# 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 . . . . .	24
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>27</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	27
6.2	Mercado Monetario Colombiano . . . . .	28
6.3	Mercado de Deuda Pública . . . . .	29
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	29
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	32
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	35
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	35
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>37</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>39</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	39
8.2	Europa . . . . .	41
8.3	Asia . . . . .	41
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. . . . .	8
3	Confianza de los consumidores en EE.UU, Reino Unido y la zona euro . . . . .	9
4	PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas . . . . .	9
5	Crecimiento en principales economías desarrolladas . . . . .	10
6	Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas . . . . .	10
7	Crecimiento Económico en economías emergentes . . . . .	10
8	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes . . . . .	11
9	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes . . . . .	11
10	Cambio en la curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas . . . . .	12
11	Cambio en la curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas . . . . .	14
12	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	15
13	Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido . . . . .	17
14	Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU. . . . .	17
15	Índices de Confianza . . . . .	19
16	Incertidumbre en Política Económica para Colombia . . . . .	19
17	Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF) . . . . .	20
18	Expectativas de Inflación (EOF) . . . . .	20
19	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	20
20	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .	21
21	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	21
22	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	21
23	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .	22
24	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	22
25	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	23
26	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	24
27	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	25
28	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	25
29	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	25
30	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	26
31	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	27
32	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	28
33	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	28
34	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	29
35	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2018 . . . . .	29
36	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	30
37	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	31
38	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	32
39	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	33
40	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	33
41	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	33
42	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .	34

43	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . .	34
44	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	34
45	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	35
46	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	35
47	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	35
48	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	36
49	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	36
50	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	36
51	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	36
52	Globales USD vs TES locales . . . . .	37
53	TES Globales vs TES locales . . . . .	37
54	Monto Total Colocado . . . . .	38
55	Monto Colocado por Sector . . . . .	38
56	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	38
57	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	39
58	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	39
59	Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial . . . . .	40
60	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	42
61	COLCAP y Volumen Transado Diario . . . . .	43
62	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	44
63	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB* . . . . .	44
64	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . .	45

## Índice de Tablas

1	Crecimiento 4T17 y Expectativas para 2018 . . . . .	11
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	14
3	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	18
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	22
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	24
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones . . . . .	24
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	24
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a marzo de 2018 para Latam	27
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017 . . . . .	28
10	Emisiones Deuda Privada 1T18 . . . . .	38

## 1 Introducción

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

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

Durante el 1T18, el comportamiento de los mercados financieros internacionales estuvo caracterizado por un entorno macroeconómico favorable, las expectativas sobre una política monetaria más contractiva en economías desarrolladas, los temores sobre medidas proteccionistas en EE.UU, eventos generadores de incertidumbre política en Europa, Asia y América Latina y el buen nivel de los precios de los *commodities* energéticos. Así, el dólar estadounidense continuó debilitándose, el mercado de deuda pública de EE.UU. se desvalorizó mientras que sus mercados accionarios perdieron la dinámica favorable observada durante el año pasado. En la región se presentó un comportamiento heterogéneo en sus mercados, influenciado por la dinámica en el precio de algunos *commodities* y por la incertidumbre política. En Colombia, se observaron valorizaciones en los mercados de renta fija (ante la reducción de la tasa de política monetaria y el comportamiento favorable de la inflación) mientras que el mercado accionario perdió algo de dinamismo.

El documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en el entorno económico internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y el de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios a nivel regional y local.



## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Entorno Internacional

El 1T18 estuvo caracterizado por un entorno macroeconómico favorable en economías desarrolladas. En este contexto, los mercados financieros respondieron principalmente a las noticias sobre las proyecciones de una política monetaria menos expansiva en economías desarrolladas, los anuncios por parte del Gobierno Trump sobre la imposición de tarifas a la importación de ciertos productos, algunos eventos de incertidumbre política y en política económica y el incremento en los precios de los *commodities* energéticos e industriales.

### 2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 1T18 se presentó un panorama positivo en los indicadores de riesgo a nivel local ante los incrementos en las indicadores de confianza de consumidores, comercial e industrial, el incremento en los niveles previstos por el mercado frente al crecimiento del producto en 2018, el fortalecimiento de las proyecciones frente a una convergencia más acelerada de la inflación a su meta y la reducción en los *spreads* entre las tasas del mercado preferencial y de deuda pública.

### 2.3 Mercado cambiario

Durante el 1T18 el dólar se debilitó frente a la mayoría de sus pares y frente a las monedas de países emergentes. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por tensiones comerciales entre EE.UU. y China y por menores brechas de crecimiento en EE.UU. frente a la Zona Euro y Japón. Las monedas de la región se vieron influenciadas adicionalmente por el nivel favorable de los precios de los *commodities*, aunque dicho efecto pudo ser mitigado parcialmente por la incertidumbre electoral y política en algunos de los países de la región.

### 2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

Durante el 1T18, las principales economías de la región, con excepción de México y Chile, presentaron reducciones en sus tasas de interés de referencia. A lo largo del trimestre los bancos centrales de Colombia, Perú y Brasil recortaron sus tasas de intervención, Chile las mantuvo inalteradas y México las incrementó. En Colombia, durante el 1T18 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 1T18 la deuda pública en moneda local presentó valorizaciones relacionadas con los recortes de la tasa de política monetaria y la reducción de la inflación esperada y observada. Durante el trimestre, los bonos del tesoro de los EE.UU. se desvalorizaron ante el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales y las expectativas de una normalización más acelerada de la política monetaria en este país. La deuda pública interna en moneda local de los países de la región presentó valorizaciones durante el trimestre que se explicaron por las mejores condiciones macroeconómicas de estas economías, la reducción en la inflación y en algunos casos con los recortes de sus tasas de interés de referencia. Por su parte, los títulos de deuda externa de la región se desvalorizaron, principalmente en enero, en línea con el comportamiento de los *Treasuries*.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 4T17 con las de finales del 1T18, se observaron variaciones en promedio de -21 p.b. en el tramo corto, 31 p.b. en el tramo medio y 27 p.b. en el tramo largo. Las valorizaciones de los títulos de la parte corta estuvieron relacionados con el mayor apetito por TES UVR en enero ante estrategias estacionales de inflación. Sin embargo, a partir de febrero estas estrategias comenzaron a desmontarse lo cual, junto con la reducción en la inflación, generaron algunas desvalorizaciones en estos títulos. En maduraciones mayores a 2 años las devalorizaciones estuvieron asociadas con la menor inflación esperada.

## 2.6 Mercado accionario

A nivel mundial, los principales índices accionarios revirtieron el buen comportamiento observado en 2017. Los temores de una posible guerra comercial entre las dos principales potencias, al igual que el efecto de las mayores expectativas de inflación por el mercado generaron fuertes ventas. Por regiones, América Latina fue la de mejor desempeño aunque el comportamiento fue diferente según el país que se analice.

### 3 Entorno Internacional

En el 1T18, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: i) un entorno macroeconómico favorable en la mayoría de economías desarrolladas, caracterizado por buenos niveles de crecimiento y niveles de inflación ascendentes, pero inferiores al objetivo de sus bancos centrales; ii) las expectativas sobre una política monetaria más contractiva en economías desarrolladas; iii) los planteamientos proteccionistas del Gobierno de Trump; iv) eventos generadores de incertidumbre política en Europa, Asia y América Latina; y v) el buen nivel de los precios de los *commodities* energéticos.

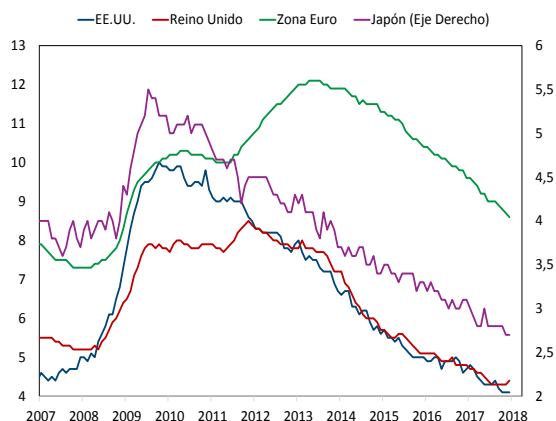
#### Contexto Macroeconómico

Durante el 1T18, en economías desarrolladas resultaron relevantes los argumentos en torno al favorable comportamiento de los mercados laborales, las proyecciones de una política fiscal más expansiva en EE.UU, los elevados niveles en los indicadores de sentimiento del mercado y las sorpresas frente a los niveles de crecimiento.

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

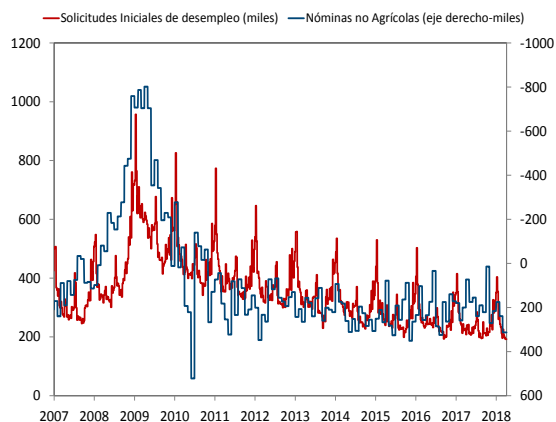
Los anuncios del 4T17 frente a la reducción en las tasas de tributación a personas naturales y jurídicas en EE.UU. se combinaron con la decisión del Congreso estadounidense en el 1T18 de incrementar los límites al gasto público del Gobierno del presidente Trump

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

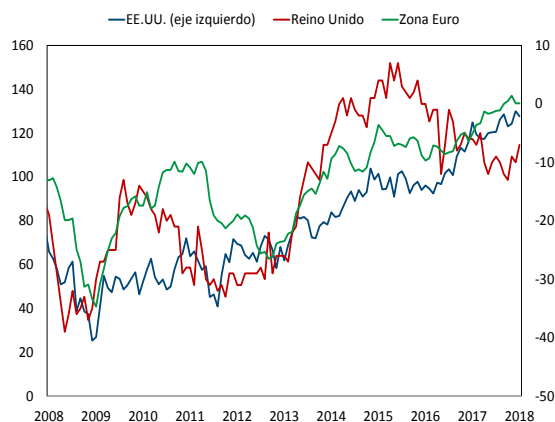
durante el 2018 y el 2019<sup>1</sup>. En agregado, se espera que

<sup>1</sup>El 9 de noviembre, el Congreso estadounidense autorizó el incremento en USD \$300 mil millones en el gasto público durante el 2018 y el 2019.

estas medidas fiscales expansivas generen en el corto plazo aumentos en los niveles de crecimiento del producto, explicados por incrementos en el consumo privado, la inversión y el gasto público. En este sentido, los agentes del mercado esperan reducciones en el ahorro agregado estadounidense, y frente a los déficits gemelos se esperan tanto incrementos en el déficit fiscal como en el déficit de cuenta corriente.

En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado: i) en promedio, la confianza de los consumidores en EE.UU, el Reino Unido y la zona euro presentaron incrementos frente a lo observado en el 4T17 (Gráfico 3); y ii) los PMI manufactureros de EE.UU. y Japón incrementaron, mientras que en el Reino Unido y la zona euro descendieron ligeramente. En el caso de la zona euro, de acuerdo a algunos agentes, esta disminución llevó a este indicador a niveles que son acordes con los niveles de crecimiento observados en su producto (Gráfico 4).

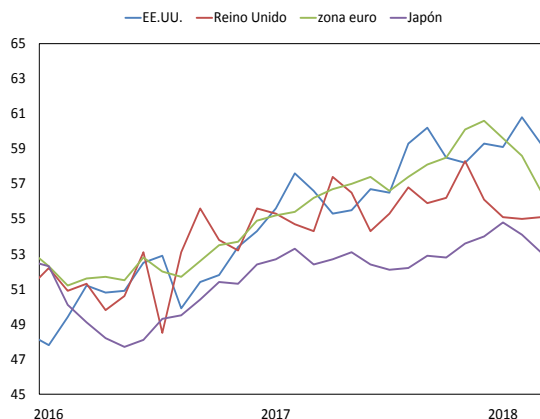
Gráfico 3: Confianza de los consumidores en EE.UU, Reino Unido y la zona euro



Fuente: Bloomberg.

De esta forma, durante el 2017 el crecimiento del producto en economías desarrolladas presentó un incremento frente a los niveles observados en 2016 en EE.UU, Japón y la Zona Euro, mientras que en el

Gráfico 4: PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas

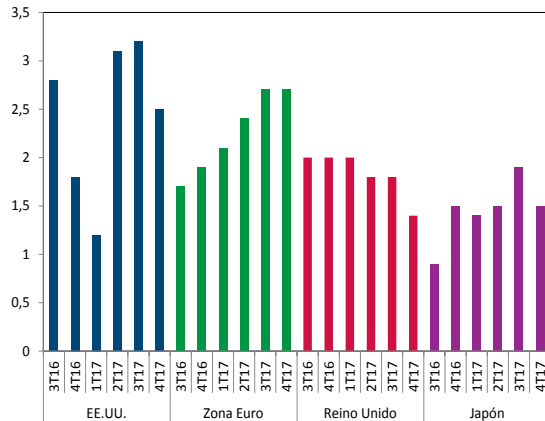


Fuente: Bloomberg.

Reino Unido se redujo (Gráfico 5). La reducción en el crecimiento del Reino Unido durante el 2017 se explica por los efectos de la incertidumbre frente al *Brexit* en los niveles de consumo e inversión, y por los bajos niveles de crecimiento en construcción que contrarrestaron los incrementos en el crecimiento del sector manufacturero y de servicios. En particular, las brechas del crecimiento económico estadounidense frente al de la economía japonesa y de la zona euro se han reducido. En este sentido, han aumentado las proyecciones para el 2018 y el 2019 de crecimiento del producto a nivel global y en las principales economías desarrolladas, a excepción del Reino Unido.

A pesar de la fortaleza en el crecimiento del producto en economías desarrolladas, la inflación ha presentado una respuesta moderada con incrementos claros en Japón, leves en EE.UU, y reducciones en la zona euro y el Reino Unido (Gráfico 6). En Japón, entre el 4T17 y el 1T18 se presentó un incremento del promedio de la inflación al pasar de 0,6% a 1,45%. Por su parte en EE.UU, aunque la inflación se mantuvo en niveles similares a los del 4T17, la inflación PCE núcleo, la cual es la medida preferida de inflación de la Fed, aumentó en las observaciones de los últimos meses. La

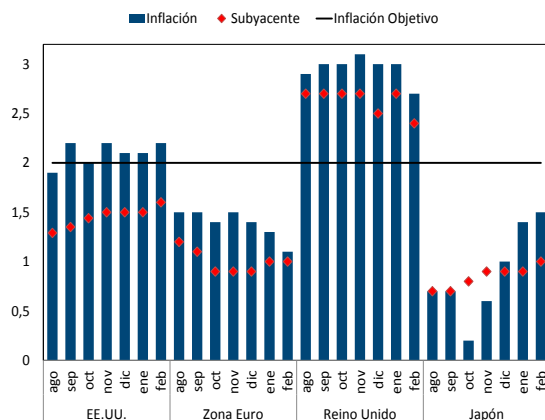
Gráfico 5: Crecimiento en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

reducción de la inflación en la zona euro y el Reino Unido está explicada por el fortalecimiento de sus divisas, y se ha observado a pesar de las presiones salariales que se observaron en el 1T18.

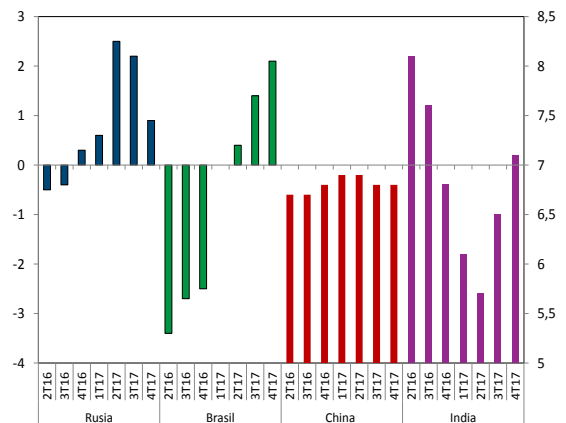
Gráfico 6: Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías emergentes, China e India presentaron un fortalecimiento en su crecimiento económico que superó las expectativas del mercado, y en el caso de India permitió que retomara su posición frente a China como la economía con mayor crecimiento en su producto a nivel global (Gráfico 7). Los demás países asiáticos continúan presentando niveles favorables de crecimiento ante la demanda de productos intermedios por parte de China. De la misma forma, los elevados niveles de crecimiento en la zona euro han favorecido el crecimiento en los países de Europa emergente, principalmente de Polonia y Turquía.

Gráfico 7: Crecimiento Económico en economías emergentes

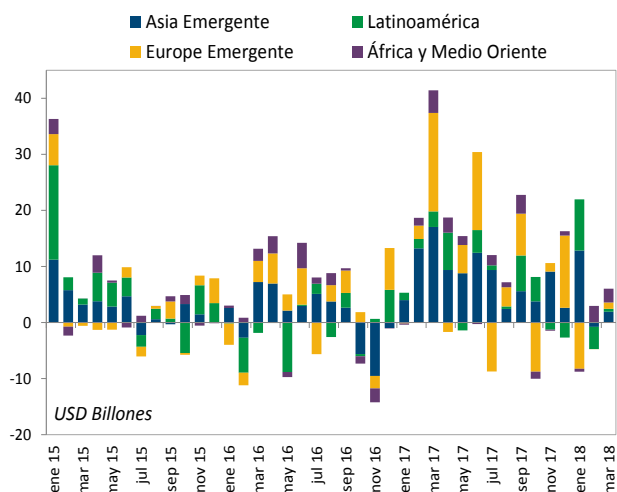


Fuente: Bloomberg.

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 1T18 continuaron las entradas de flujos de capital hacia economías emergentes. En el trimestre se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD31,2 miles de millones (en el 4T17 se reportaron entradas por USD40,2 miles de millones), de las cuales USD17,4 miles de millones fueron hacia mercados de renta fija y USD13,8 miles de millones hacia el mercado de renta variable (Gráficos 8 y 9). Los flujos de capitales estuvieron dirigidos principalmente al mercado de deuda y accionario de Asia emergente (USD13,4 mi-

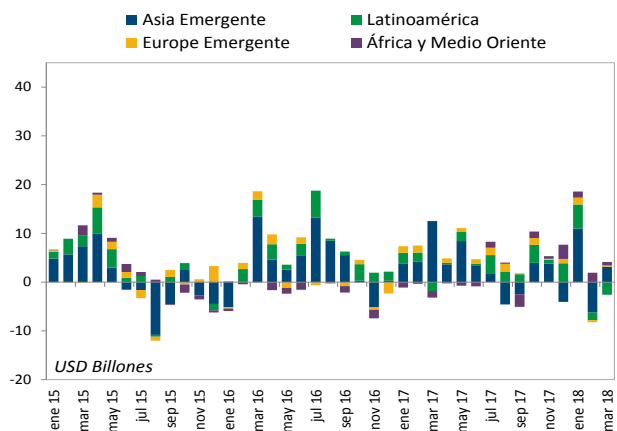
les de millones y USD7,9 miles de millones respectivamente).

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



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

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



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

En el caso de Latinoamérica, a diferencia de lo observado en China, India y otras economías emergentes, la variación en el crecimiento, respecto al trimestre anterior fue mixta; no obstante, en la mayoría de los países

el dato de crecimiento observado fue inferior al pronosticado por los analistas. En particular, el dato observado del 4T17 fue inferior frente al esperado para Brasil, México y Colombia, fue superior para Chile; y no cambió para Perú. Entre diciembre de 2017 y marzo de 2018, la expectativa de crecimiento para el año en curso aumentó para Chile y Brasil, cayó para Perú y Colombia y se mantuvo estable para México (Cuadro 1).

Por su parte los indicadores de riesgo en los países de la región medido a través de los CDS, presentaron un comportamiento relativamente estable a los observados al final del año pasado y se mantienen en niveles bajos. Estos indicadores se pudieron ver afectados en el trimestre, además del riesgo internacional, por las coyunturas políticas de cada uno de los países.

Cuadro 1: Crecimiento 4T17 y Expectativas para 2018

País	Esp. 4T17	Obs. 4T17	Esp. 2018 (Dic. 17)	Esp. 2018 (Mar. 18)
COL	1,80%	1,60%	2,60%	2,50%
BRA	2,52%	3,12%	2,50%	2,70%
CHL	2,90%	3,25%	2,70%	3,00%
MEX	1,75%	1,52%	2,20%	2,20%
PER	2,50%	2,50%	4,00%	3,70%

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg

En línea con la mayoría de países emergentes y dados los bajos niveles en los indicadores de CDS, en el periodo se presentaron entradas de capital hacia América Latina (entradas netas al mercado accionario por USD1,2 miles de millones y entradas netas al mercado de renta fija por USD5,7 miles de millones).

### Política monetaria

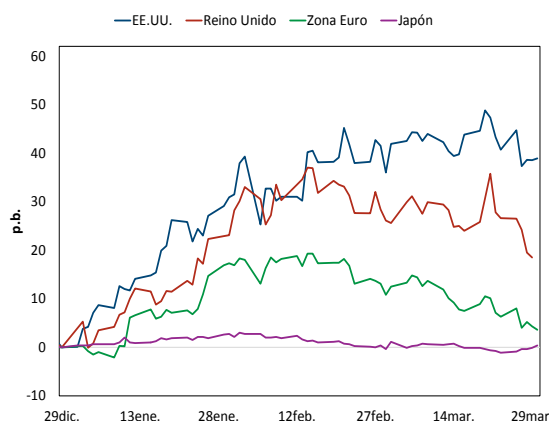
En política monetaria, durante el trimestre se concretaron algunos eventos que estaban parcialmente descontados, mientras que a mediano y largo plazo, las perspectivas sobre una política monetaria más contractiva en economías desarrolladas tomaron mayor relevancia.

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, el Banco Central de

Canadá y la Fed incrementaron sus tasas de política monetaria en 25 p.b. De esta forma, la tasa de política monetaria en Canadá aumentó a 1,25%, y el rango de la tasa de fondos federales se ubica entre 1,50% y 1,75%. Las expectativas frente a estos incrementos se fortalecieron durante el 1T18, en el caso de EE.UU. de forma continua durante el periodo por las razones que se explicarán a continuación, y en el caso de Canadá, en respuesta a los datos del mercado laboral de diciembre que mostraron una reducción en la tasa de desempleo a niveles mínimos históricos<sup>2</sup>.

Frente a las proyecciones de política monetaria en economías desarrolladas, las expectativas de los agentes frente al mediano y largo plazo muestran que se anticipa una reducción del estímulo monetario (Gráfico 11).

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



Fuente: Bloomberg.

En el caso de EE.UU., el fortalecimiento de las expectativas sobre una política monetaria más contractiva estuvo motivado por tres razones. En primer lugar, los bajos niveles de crecimiento en la productividad acompañados de medidas fiscales expansivas que impactarán de forma negativa el ahorro agregado han

<sup>2</sup>En diciembre, la tasa de desempleo se redujo a 5,7%, el nivel más bajo desde que se tiene registro.

dado lugar a discusiones sobre el posible incremento de la tasa de interés real de equilibrio de largo plazo, que junto al incremento en las proyecciones de inflación, dan lugar a un incremento en la tasa de interés nominal de equilibrio de la economía estadounidense. Posiblemente por esta razón, las proyecciones de los miembros del *FOMC*<sup>3</sup> frente a la tasa de largo plazo presentaron un ligero incremento durante la reunión de marzo<sup>4</sup>. En segundo lugar, las expectativas de mayor crecimiento, fortalecimiento en los salarios e incrementos en la inflación estadounidense han acelerado las proyecciones sobre incrementos en la tasa de fondos federales durante el 2018, 2019 y 2020<sup>5</sup>. Por último, algunos comentarios del presidente de la Fed, Jerome Powell, y otros miembros del *FOMC* sobre la percepción de una mejora en el crecimiento económico estadounidense y global han dado señales sobre la continuidad de una política monetaria contractiva pero con un sesgo *hawkish*<sup>6</sup>.

Frente al Banco Central Europeo (*BCE*), las expectativas sobre la terminación del programa de compra de activos en septiembre del 2018 se han fortalecido. El fortalecimiento de estas proyecciones se encuentra explicado por los comentarios de algunos miembros del *BCE* sobre la confianza en cómo la zona euro se encuentra en un ciclo expansivo<sup>7</sup> y cambios en el lengua-

<sup>3</sup>Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed.

<sup>4</sup>Entre diciembre de 2017 y marzo del 2018, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la tasa de política monetaria de largo plazo aumentó desde 2,8% a 2,9%.

<sup>5</sup>Para 2018, la probabilidad asignada por el mercado de que la tasa de fondos federales presente por lo menos tres incrementos ascendió entre el 29 de diciembre y el 29 de enero desde 35,6% a 10,2%. Entre las mismas fechas, la probabilidad de que se llevan por lo menos cuatro incrementos en el 2018 ascendió desde 10,2% a 32,1%. Por su parte, en las proyecciones de los miembros del *FOMC*, la mediana de la tasa para el 2018 se mantuvo en 2,1% entre diciembre de 2017 y marzo del 2018, mientras que, entre las mismas fechas, la mediana de la tasa proyectada para el 2019 y el 2020 ascendió desde 2,7% a 2,9% y desde 3,1% a 3,4%, respectivamente.

<sup>6</sup>El mercado estuvo atento a las declaraciones de Jerome Powell del 27 de febrero ante el Congreso de EE.UU. En particular resaltó el señalamiento de que su perspectiva personal era que la economía se había fortalecido desde diciembre.

<sup>7</sup>En el comunicado publicado el 11 de enero para la reunión de diciembre de 2017, los miembros expresaron su confianza en qué la

je de sus comunicados, en particular el retiro en marzo de la frase mediante la cual otorgaban evidencia sobre la presencia de un sesgo expansivo frente a su política monetaria de compra de activos<sup>8</sup>. El fortalecimiento de estas proyecciones estuvo atenuado por la dinámica descendente que se observó en la inflación y en la inflación núcleo de la zona euro, y la insistencia en los comunicados del BCE sobre la expectativa de que la tasa de política monetaria continúe en sus niveles actuales durante un periodo prolongado que supere con creces el horizonte de la compra neta de activos.

En el Reino Unido, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (BoE) mostró señales sobre una posible aceleración en el ritmo de incrementos de su tasa de política monetaria. En particular, el reporte de inflación publicado en el mes de febrero y una carta del gobernador del Banco de Inglaterra, Mark Carney, al Canciller de Hacienda del Reino Unido, hicieron evidente la perspectiva *hawkish* unánime del Comité sobre cómo el BoE no estaría dispuesto a tolerar niveles de inflación superiores a la meta del 2% durante los próximos tres años, por lo cual *la política monetaria debería ajustarse antes de lo anticipado y en una magnitud mayor a lo previsto*. Ante esto, las proyecciones del mercado sobre la probabilidad de un incremento en la tasa de política monetaria para la reunión de mayo se fortalecieron. Estas proyecciones continuaron fortaleciéndose en marzo, una vez dos de nueve miembros del Comité votaron a favor de incrementar la tasa de intervención en 25 p.b. y el nuevo señalamiento de que la continuidad gradual en un ciclo contractivo sería apropiada para retornar la inflación a su meta en un horizonte más convencional<sup>9</sup>.

*recuperación económica de la zona euro se encontraba en un terreno expansivo.*

<sup>8</sup>La frase que se retiró del comunicado en la reunión de marzo rezaba que *si las perspectivas fueran menos favorables, o si las condiciones financieras fueran incompatibles con el progreso del ajuste sostenido de la senda de inflación, estamos preparados para ampliar el volumen y/o la duración del programa de compra de activos.*

<sup>9</sup>Entre el 29 de diciembre y el 29 de marzo, la probabilidad asignada por el mercado de que el Comité de Política Monetaria lleve a cabo un incremento de 25 p.b. en la reunión de mayo ascendió desde 35,3% a 78,8%.

Por último, la reelección de Haruhiko Kuroda como gobernador del Banco de Japón (*BoJ*) reafirmó las proyecciones sobre la continuidad en la política monetaria expansionista del *BoJ*. Durante el trimestre, el *BoJ* dejó su tasa de política monetaria en -0,10%, conservó la política de una tasa de retornos en la curva de rendimientos a 10 años cercana a 0%, y mantuvo la compra de activos de renta fija en ¥80 billones al año y de participaciones en ETF's de renta variable en ¥6 billones al año. Esto estuvo acompañado de proyecciones sobre una política monetaria más contractiva en el mediano plazo ante dos noticias: i) la reducción durante enero en los montos de compra de activos de renta fija ante la supuesta dificultad con la que ha contado el *BoJ* para suplir su demanda debido a que la participación en el mercado de sus tenencias ya asciende al 40%, frente a lo cual algunos agentes han empezado a acuñar el término de *tapering* sigiloso o *stealth tapering* ante la dificultad con la que va a contar esta institución para cumplir con su objetivo de intervención; y ii) los incrementos en la inflación que justificaron el anuncio de Kuroda sobre la necesidad de estudiar una salida frente a las políticas expansionistas para alrededor de marzo del 2020. Frente a las posibles opciones de salida con las que podría contar esta institución se ha debatido la posibilidad de incrementar el objetivo de la tasa de retornos en la curva de rendimientos a 10 años o de reducir la madurez frente a la cual se evalúa esta política. Ahora bien, de acuerdo a algunos analistas, el fortalecimiento del yen observado durante el periodo dificultará la consecución del objetivo inflacionario del *BoJ* y aplazará cualquier esfuerzo contractivo de esta institución.

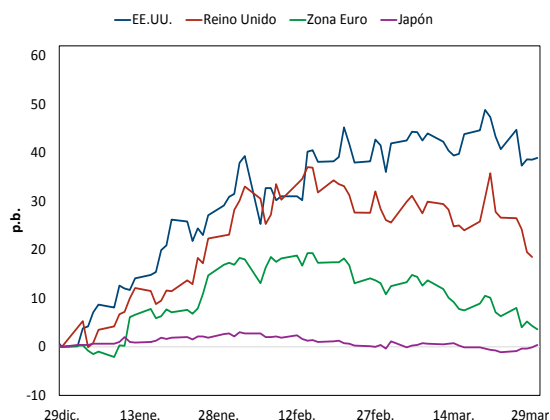
Mientras que las economías desarrolladas continúan en un proceso de normalización de sus políticas monetarias y las expectativas de incrementos de sus tasas en el mediano plazo se han fortalecido, los movimientos de tasas en economías emergentes no presentan direcciones mixtas (*Cuadro 2*).

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

Desde el comienzo de la administración del presidente Trump en EE.UU, las preocupaciones frente al cum-



Gráfico 11: Cambio en la curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

plimiento de sus promesas de campaña en lo referente a políticas proteccionistas han estado latentes. Durante el 2017 estas propuestas se materializaron parcialmente con el retiro de EE.UU. del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP) y la apertura de renegociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con Canadá y México. A pesar de esto, debido a unas investigaciones que a mediados del 2017 Trump había solicitado que fueran llevadas a cabo por el Departamento de Comercio, existían expectativas frente a la posibilidad de que las medidas proteccionistas fueran expandidas durante el 2018.

En el 1T18 la Casa Blanca anunció tarifas frente a las importaciones de: i) lavadoras y paneles solares; ii) aluminio y hierro; y iii) algunos productos tecnológicos provenientes de China. Estas medidas fueron justificadas por el Gobierno estadounidense como una respuesta frente a las presuntas violaciones a los derechos de propiedad intelectual, principalmente por parte de China, y la necesidad de que algunos gobiernos extranjeros redujeran sus subsidios frente a las exportaciones de ciertos productos. Debido a que el tamaño

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

	Dic 2017	Mar 2018	Δ 1T18 (P.b)
Argentina	28,75 %	27,25 %	-150
Egipto	18,75 %	17,75 %	-100
Brasil	7,00 %	6,50 %	-50
Rusia	7,75 %	7,25 %	-50
Perú	3,25 %	2,75 %	-50
Zambia	10,25 %	9,75 %	-50
Colombia	4,75 %	4,50 %	-25
Japón	-0,10 %	-0,10 %	0
Zona Euro	0,00 %	0,00 %	0
China	4,35 %	4,35 %	0
Chile	2,50 %	2,50 %	0
Estados Unidos	1,25-1,50 %	1,50-1,75 %	25
Canadá	1,00 %	1,25 %	25
México	7,25 %	7,50 %	25
Malasia	3,00 %	3,25 %	25
Rumania	1,75 %	2,25 %	50
Ucrania	14,50 %	17,00 %	250

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

de las exportaciones que cubren las dos primeras medidas es pequeño en la balanza comercial de EE.UU., los principales temores estuvieron relacionados con la posibilidad de una guerra comercial, una vez algunas economías como la Unión Europea, Japón y China, entre otras, anunciaron la imposición de retaliaciones frente a ciertas exportaciones estadounidenses<sup>10</sup>. Frente a las tarifas en importaciones de aluminio y hierro, las expectativas de sus impactos macroeconómicos se redujeron una vez EE.UU. anunció que Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Corea del Sur, la Unión Europea y México estarían temporalmente exentos de estas medidas<sup>11</sup>.

Frente a la magnitud del impacto económico de estas medidas y de las posibles retaliaciones aún existe una

<sup>10</sup>A la fecha de redacción de este documento aún no se tenía información detallada sobre la forma en que se impondrían las tarifas sobre las importaciones de productos tecnológicos provenientes de China.

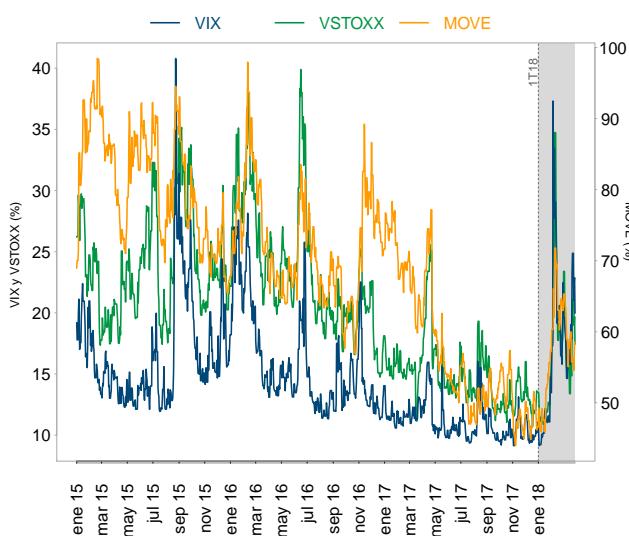
<sup>11</sup>En términos de toneladas métricas de hierro, Canadá, la Unión Europea, Brasil, Corea del Norte y México son los cinco principales exportadores de este commodity a EE.UU. Rusia, Turquía, Japón, Taiwan y China son los cinco siguientes países en la lista, y la sumatoria de sus exportaciones en hierro a EE.UU. no supera a la suma conjunta de las exportaciones en hierro canadienses y europeas.

gran incertidumbre. En todo caso, lo que parece claro es que el Gobierno estadounidense está abandonando el discurso a favor del libre comercio que ha abandonado desde la segunda guerra mundial, o que quiere aprovechar estas medidas como una amenaza frente a otros gobiernos para que modifiquen algunas prácticas comerciales que no son vistas como justas por el Gobierno del presidente Trump. En uno u otro caso, el riesgo latente es la posibilidad de una guerra comercial y el impacto que ésta tendría sobre los volúmenes de comercio exterior y el actual ciclo expansivo de la economía global. En el caso de los países emergentes, los riesgos frente a su crecimiento estarían explicados por la posible reducción del precio de algunos *commodities* ante la menor demanda de materias primas.

**Incertidumbre en mercados financieros**

Durante el trimestre, la volatilidad de los mercados accionarios en EE.UU. y Europa, y la volatilidad del mercado de renta fija estadounidense, se incrementaron, con lo cual se dio por terminado el estado de volatilidad bajo que se observó durante el 2017 (Gráfico 12).

Gráfico 12: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

En particular, durante enero, la volatilidad de los mercados accionarios, medida a través del *Vix* y el *Vstox*, se mantuvo baja. Ante el sorpresivo crecimiento en los salarios estadounidenses, el mercado generó expectativas sobre los incrementos en la inflación de EE.UU. superiores a lo esperado, desencadenándose ventas generalizadas de acciones en dicho país que se tradujeron en desvalorizaciones a nivel global en las primeras semanas de febrero (véase Cap. 8 de este *Reporte*). Frente a estas ventas, adicionalmente se ha señalado que productos ligados a la volatilidad de los mercados y al *trading* algorítmico pudieron contribuir a estas desvalorizaciones. Después de estos eventos, los principales incrementos en estos indicadores coincidieron con los anuncios de proteccionistas del Gobierno Trump referentes a la imposición de tarifas a las importaciones de hierro, aluminio y productos tecnológicos de origen chino.

Por su parte, la volatilidad en el mercado estadounidense de renta fija medida a través del *Move* presentó sus principales incrementos durante el mes de enero, en medio de la incertidumbre frente a la magnitud de las desvalorizaciones en los *treasuries* explicadas por cuatro argumentos. En primer lugar, en respuesta a las narrativas que indicaban la terminación del ciclo alcista en precios (*bullish*) en estos activos, y la iniciación de un ciclo bajista con reducciones en los precios e incrementos en las tasas de rendimiento (*bearish*)<sup>12</sup>. En segundo lugar, ante el fortalecimiento de las proyecciones de aumentos en la inflación. En tercer lugar, los incrementos en las expectativas y la robustez en los datos de crecimiento de la economía global y estadounidense. Por último, la consolidación y el fortalecimiento de las proyecciones sobre un mayor número de incrementos por parte de la Fed en la tasa de fondos federales en el corto y mediano plazo.

**Incertidumbre en política y en política económica**

Durante el trimestre se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política

<sup>12</sup>Durante el periodo se han observado varios comentarios en torno a la terminación del superciclo *bullish* que comenzó en 1981.

económica con posibles resonancias económicas que se reflejaron en mercados financieros.

El continente europeo concentró la mayor parte de los eventos de incertidumbre en política económica. Durante el trimestre, Alemania, el Reino Unido, Italia y España presentaron eventos de esta naturaleza. En primer lugar, en Alemania, durante los meses de enero y febrero, el Gobierno del partido Cristiano Demócrata consolidó un acuerdo de coalición parlamentaria con el partido Social Demócrata. En este pacto, la principal concesión por parte del partido de Ángela Merkel consistió en apoyar la propuesta del presidente francés, Emmanuel Macron, frente a la reestructuración institucional de la Unión Europea, en la referente a la transformación del Mecanismo Europeo de Estabilidad en un fondo monetario europeo que se encuentre bajo el control del Parlamento Europeo. En segundo lugar, en las negociaciones del *Brexit* entre el Reino Unido y la Unión Europea se lograron dos avances: i) se estableció un periodo de transición de 21 meses hasta diciembre de 2020 dentro de los cuales existiría una continuidad frente a la normatividad actualmente vigente; y ii) la Unión Europea propuso un borrador a partir del cual se han estructurado las negociaciones, y en donde los puntos con mayor controversia están relacionados con los controles comerciales entre Irlanda e Irlanda del Norte, y la competencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea para dirimir las controversias que surjan en el marco de este proceso. En tercer lugar, en Italia se llevaron a cabo elecciones parlamentarias al principio de marzo, en donde el movimiento de las Cinco Estrellas y la Liga del Norte obtuvieron las mayores participaciones. El principal temor de los mercados es un escenario en donde estos dos partidos consoliden una coalición de gobierno debido a que ambos han sido vocales frente a su oposición a la continuidad de Italia en la zona euro. Por último, las tensiones frente a la posible separación de Cataluña de España se redujeron.

Por su parte, en China, el parlamento realizó una enmienda constitucional mediante la cual eliminó el límite máximo de dos periodos presidenciales, con lo cual existiría la posibilidad que el actual presidente Xi

Jinping ocupe este cargo de por vida.

De otro lado en Latinoamérica, se mantuvo la alta incertidumbre política observada en el trimestre anterior en la mayoría de los países. En México, la incertidumbre estuvo principalmente asociada nuevamente a las negociaciones del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte), en este sentido en la sexta y séptima ronda de negociaciones, se avanzó en temas como prácticas regulatorias, transparencia, anexos sectoriales de químicos y formulas patentadas, entre otros; lo cual permitió que se cerraran diferencias que se tenían en las rondas anteriores y disminuyó la probabilidad de que EE.UU. abandone el tratado. Adicionalmente las elecciones políticas de este año, en las que el candidato de izquierda López Obrador aparece liderando las encuestas, influyeron la incertidumbre de este país en el trimestre.

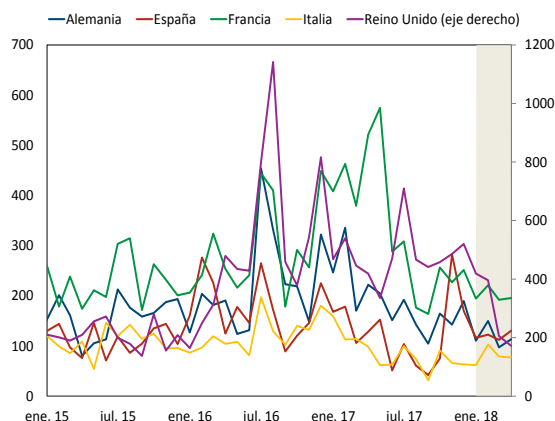
En Perú la incertidumbre política giró en torno a la renuncia del presidente Kuczinsky de su cargo ante acusaciones por hechos de corrupción, y una presunta compra de votos, por parte del gobierno, en el congreso para evitar la destitución. El congreso de Perú aceptó la renuncia de Kuczinsky, y el primer vicepresidente Martin Vizcarra asumió la presidencia del país.

Así mismo, en Brasil la incertidumbre giró en torno a la encarcelación del expresidente Lula, quien se encontraba en el primer lugar de las encuestas presidenciales, por presuntos hechos de corrupción, lo cual mantiene a Brasil en su crisis política. Finalmente al igual que en México y Brasil, en Colombia, influyeron en la incertidumbre, los resultados de las elecciones legislativas de marzo y las expectativas sobre las elecciones presidenciales de mayo.

Por otro lado, se destaca que *Standard & Poor's* rebajó la calificación de Brasil de BB a BB- debido al retraso en la aprobación del ajuste fiscal y de la reforma pensional, al igual que *Standard & Poor's*, *Fitch Ratings* disminuyó la calificación de Brasil a BB- argumentando el persistente déficit fiscal y la suspensión en el Congreso del trámite de la reforma de pensiones. Finalmente *Moody's* rebajó el panorama crediticio de

Colombia de estable a negativo, señalando un menor ritmo de consolidación fiscal y un debilitamiento de las métricas públicas del país.

Gráfico 13: Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido



Fuente: Bloomberg.

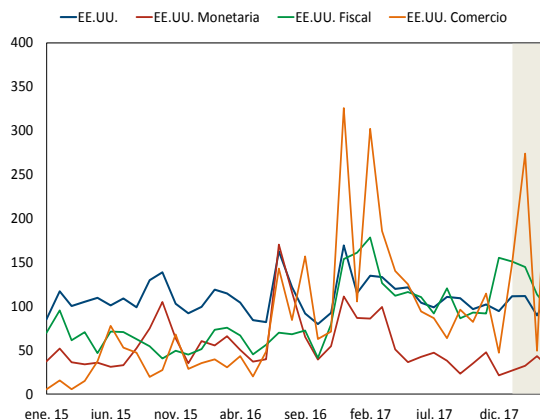
En línea con estos eventos, y frente a lo observado en el 4T17, la incertidumbre sobre la política económica se redujo en el Reino Unido, España, Alemania y Francia, y aumentó en Italia<sup>13</sup> (Gráfico 13). En EE.UU., el indicador agregado y el indicador específico<sup>14</sup> de política monetaria presentaron un ligero incremento, mientras que el indicador específico de política fiscal se redujo una vez pasó la discusión en torno a la aprobación de la reforma tributaria del 4T17, y el indicador de comercio exterior ascendió a sus nivel máximo histórico en marzo ante los planteamientos proteccionistas del Gobierno Trump<sup>15</sup> (Gráfico 14).

<sup>13</sup>El indicador de incertidumbre política económica de Baker, Bloom y Davis (2016) descendió en promedio entre el 4T17 y el 1T18 en el Reino Unido desde 475 a 258, en España desde 190 hasta 122, en Alemania desde 148 hasta 120 y en Francia desde 224 a 203, mientras que en Italia ascendió al pasar de 64 a 87.

<sup>14</sup>Para EE.UU., Baker, Bloom y Davis (2016) construyeron un indicador general e índices específicos en materia de política monetaria, fiscal, salud, comercial, entre otras.

<sup>15</sup>En EE.UU. el promedio del indicador agregado de Baker, Bloom y Davis (2016) se mantuvo relativamente constante al pasar de 103

Gráfico 14: Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU.



Fuente: Bloomberg.

### Comportamiento del precio de los Commodities

Durante el 1T18 los precios del petróleo continuaron aumentando, aunque con una menor velocidad que la del trimestre anterior, no obstante llegaron a máximos que no se observaban desde diciembre de 2014 (en el caso del Brent entre el 29 de diciembre de 2017 y el 29 de marzo de 2018 los precios aumentaron en 5,08%<sup>16</sup>). El incremento del precio del crudo en el trimestre se explicó principalmente por: i) expectativas de aumento de demanda global debido a datos favorables de crecimiento, ii) turbulencias políticas en Irán y tensiones en el medio oriente, ii) disminuciones en los inventarios de petróleo en EE.UU. durante el mes de enero y iv) el compromiso de países miembros de la OPEP y no miembros liderados por Rusia de continuar cooperando en la reducción de suministros y extender

en el 4T17 a 104 en el 1T18, al igual que el indicador específico a política monetaria que ascendió ligeramente de 32 a 35, mientras que el indicador específico a política fiscal presentó una reducción desde 133 a 117, y el indicador específico a comercio exterior aumentó desde 103 a 228.

<sup>16</sup> El Brent pasó de USD66,9 por barril a USD70,3 por barril, y el WTI de USD60,4 por barril a USD64,9 por barril (aumento de 7,5%).

el mismo. A pesar del aumento de precio del crudo en el trimestre, se destaca que durante la primera mitad de febrero los precios presentaron fuertes caídas, que posteriormente se corrigieron, ante aumentos en la producción de petróleo en EE.UU. e incrementos en el número de plataformas de extracción activas de ese país.

Por otra parte, los precios de los metales industriales continuaron, hasta mediados de febrero, con la tendencia alcista del año pasado. Esto, estuvo explicado principalmente por el aumento en perspectivas de crecimiento a nivel global y la debilidad del dólar. Sin embargo, desde mediados de febrero los metales industriales presentaron una corrección ante preocupaciones por la guerra comercial entre China y EE.UU. y datos desfavorables en materia hipotecaria de China, y cerraron en niveles levemente inferiores a los observados al cierre de 2017. Por su parte, los metales preciosos registraron volatilidad sin una tendencia definida, y cerraron el trimestre en niveles similares a los de diciembre de 2017.

Finalmente los productos agrícolas cambiaron la tendencia que habían presentado durante el año pasado y presentaron ligeros aumentos durante el trimestre, lo cual se explica por registros bajos de oferta de plantaciones de trigo durante la temporada de invierno estadounidense, aumento en la demanda de commodities agrícolas y condiciones adversas de clima en Latinoamérica. Cabe señalar que ante la posible guerra comercial de China y EE.UU. los *commodities* agrícolas presentaron retrocesos. (Cuadro 3).

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Dic 2017	31 Mar 2018	Variación
Cacao	1899,1	2540,4	33,8%
Maíz	3,2	3,6	12,8%
Soya	951,8	1044,8	9,8%
Niquel	12260	13245	8,0%
Pétroleo WTI	60,4	64,9	7,5%
Arroz	11,7	12,4	5,8%
Pétroleo BRENT	66,9	70,3	5,1%
Trigo	4,2	4,4	5,0%
Algodón	79,6	82,2	3,2%
Oro	1302,8	1325,5	1,7%
Café Arabigo	145,3	145,3	0,0%
Hierro	71,3	69,7	-2,2%
Carbón	59,9	58,5	-2,3%
Ganado	122,9	119,0	-3,1%
Plata	16,9	16,4	-3,3%
Café	1,26	1	-6,4%
Cobre	7157	6685	-6,6%
Azúcar	14,3	12,9	-9,7%
Aluminio	2242	1997	-10,9%
Aceite de palma	1320,0	1120,0	-15,2%
<b>CRB INDEX</b>	<b>193,9</b>	<b>195,4</b>	<b>0,8%</b>

Fuente: Bloomberg.

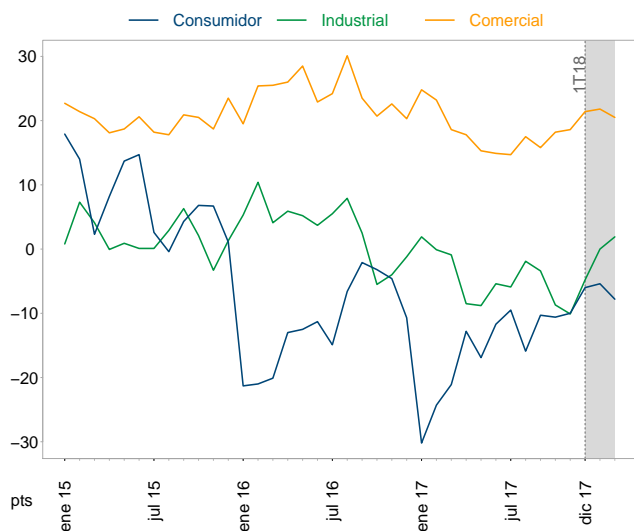
## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 1T18, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica positiva ante incrementos en la confianza de los consumidores, comercial e industrial, incrementos en las proyecciones de crecimiento para 2018, reducciones en las expectativas de inflación para 2018 y reducciones en los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES.

En el *Gráfico 15* se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo<sup>17</sup>. Se observa que durante el trimestre los índices de confianza al consumidor, comercial e industrial aumentaron, al pasar entre el 4T17 y el 1T18 desde un promedio de -8,9%, 19,4% y -7,9%

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

Gráfico 15: Índices de Confianza



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

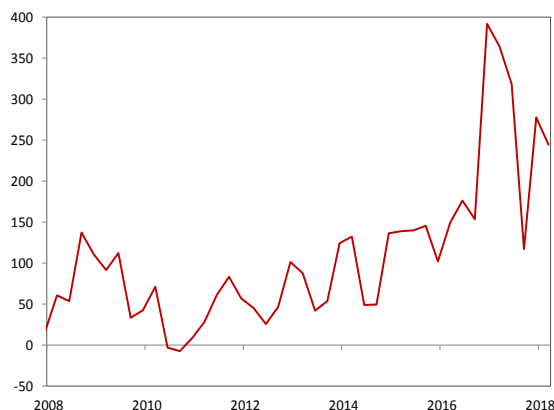
a -6,6%, 21,2% y 1,0%, respectivamente. En el caso de la confianza del consumidor este incremento estuvo explicado principalmente por una mejoría en el índice de condiciones económicas, particularmente frente a la percepción del desempeño económico de los hogares. Por su parte, la confianza comercial e industrial aumentaron ante una mejoría en las expectativas frente a la situación económica y las expectativas de producción para el próximo trimestre.

Durante el trimestre se conoció que el crecimiento en la producción industrial presentó resultados superiores a las expectativas del mercado para los meses de noviembre (obs: 0,3%; esp: -1,1%) y diciembre (obs: -0,8%; esp: -2,3%), mientras que en enero resultó inferior a estas proyecciones (obs: 1,0%; esp: 1,9%). Por su parte, el crecimiento en las ventas al por resultó inferior a las proyecciones en noviembre (obs: -1,2%; esp: -1,0%) y diciembre (obs: -3,8%; esp: -1,6%), y superior a lo previsto por el mercado en enero (obs: 6,2%; esp: 1,3%). Por último se conoció que el Indicador de Seguimiento de la Economía<sup>18</sup> desestaciona-

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

lizado presentó incrementos anuales de 1,6% en noviembre (esp: 1,6%), 1,3% en diciembre (esp: 1,6%) y 2,2% en enero (esp: 1,9%). Por su parte, el índice de incertidumbre en política económica para Colombia presentó una leve reducción frente a los niveles del 4T17 pasando de 277 a 244, pero se mantuvo niveles históricamente altos como consecuencia del agitado debate electoral en la región con elecciones en Colombia, México y Brasil, la situación de Venezuela, la renegociación del TLCAN, y algunos comentarios frente a la sostenibilidad déficit fiscal local (Gráfico 16)<sup>19</sup>.

Gráfico 16: Incertidumbre en Política Económica para Colombia



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

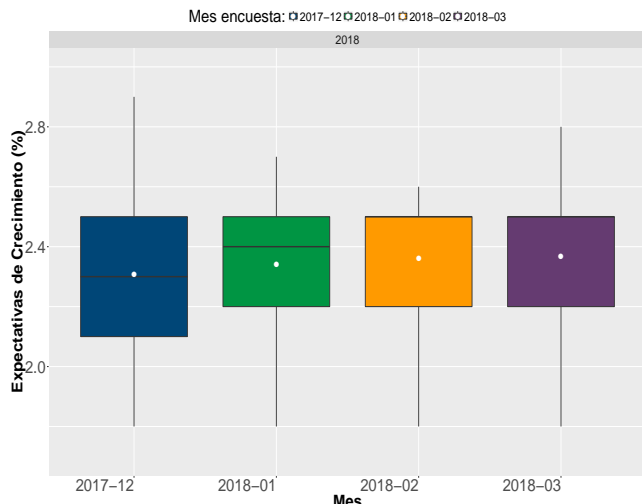
Cálculos: DODM.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>20</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2017 disminuyeron desde 1,66% en diciembre de 2017 a 1,62% en enero de 2018. Por su parte, para 2018, las proyecciones de crecimiento para 2018 pasaron de 2,27% a 2,36% (Gráfico 17). El crecimiento del producto en 2017 superó estas proyeccio-

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

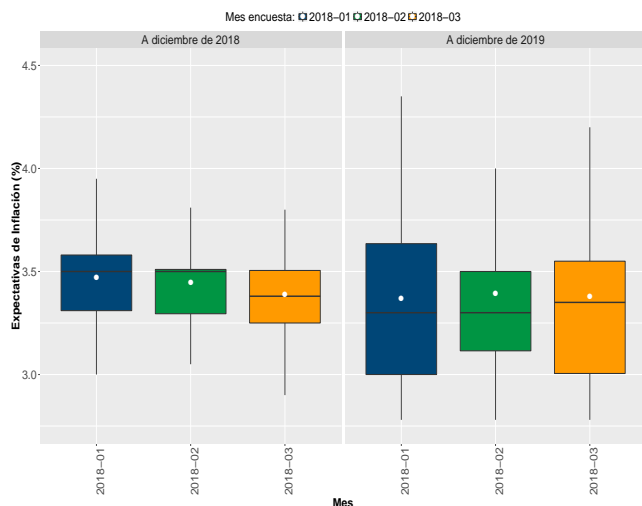
<sup>20</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 17: Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF)



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

Gráfico 18: Expectativas de Inflación (EOF)

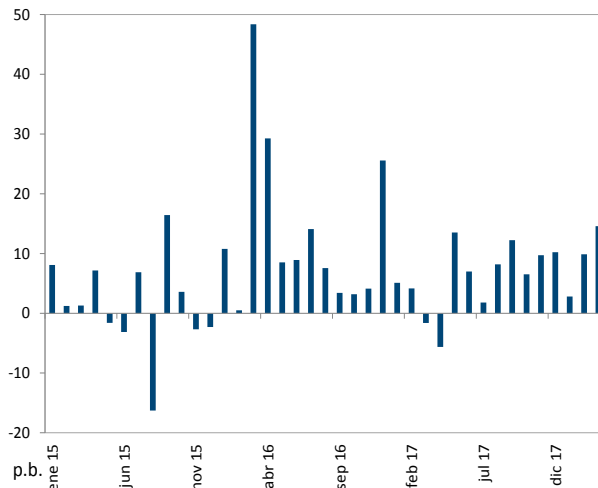


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

nes con un nivel de 1,8%. Respecto a la inflación, las expectativas para 2018 se redujeron al pasar de 3,49% en diciembre de 2017 a 3,39% en marzo. Por su parte,

las expectativas para 2019 se mantuvieron estables en 3,37% entre enero y marzo (Gráfico 18).

Gráfico 19: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024<sup>21</sup> los agentes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre (Gráfico 19). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones en enero y marzo, y previeron desvalorizaciones en febrero<sup>22</sup> (Gráfico 20).

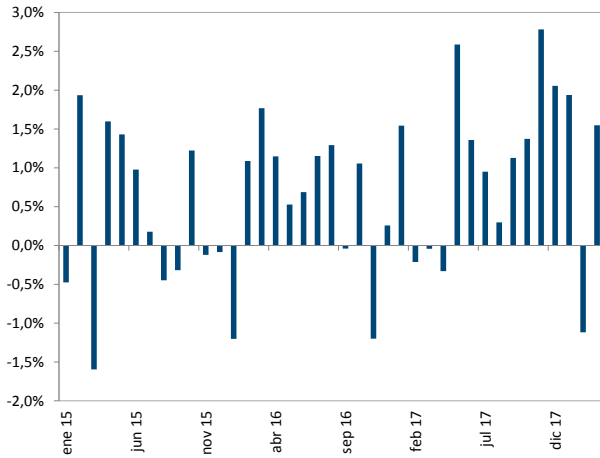
Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje que esperaba que esta medida se incrementara aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que se redujera o permaneciera igual disminuyó<sup>23</sup> (Gráfico 21).

<sup>21</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 la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

<sup>22</sup>En la encuestas de enero, febrero y marzo, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 1,94%, -1,12% y 1,55%, respectivamente.

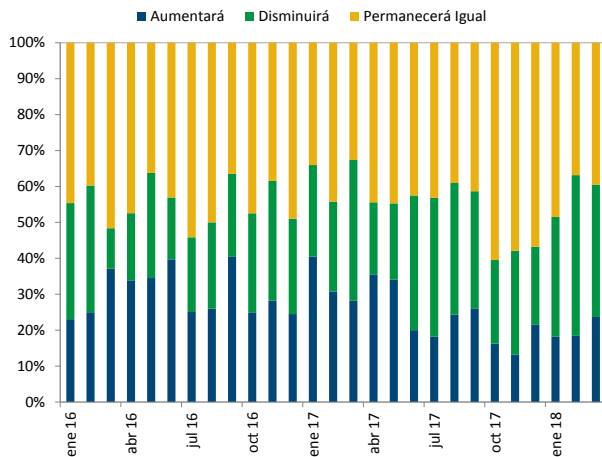
<sup>23</sup>Entre diciembre de 2017 y enero de 2018, el porcentaje de agentes que consideró que la duración aumentaría pasó de 21,6% a

Gráfico 20: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 21: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



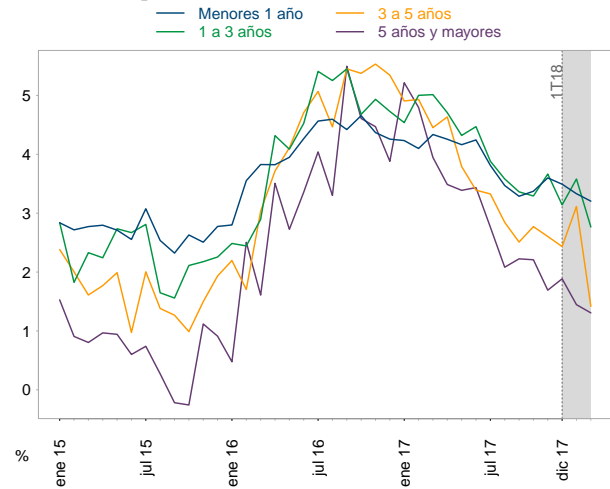
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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

23,7%, mientras que el porcentaje que consideró que esta medida se reduciría o permanecería igual paso de 78,4% a 76,3%

los plazos<sup>24</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 1T18, frente al promedio del 4T17, se observó una reducción en todos los plazos (Gráfico 22 y Gráfico 23)<sup>25</sup>.

Gráfico 22: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



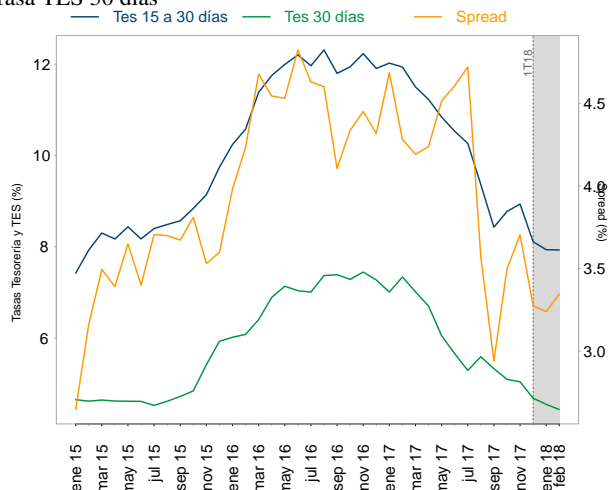
Fuente: Banco de la República.

<sup>24</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -29 p.b, entre 1 y 3 años: -38 p.b, entre 3 y 5 años: -102 p.b. y 5 años o más: -58 p.b.

<sup>25</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -22 p.b, entre 1 y 3 años: -19 p.b, entre 3 y 5 años: -34 p.b. y 5 años o más: -55 p.b.



Gráfico 23: 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 1T18 el dólar se debilitó frente a la mayoría de sus pares y frente a las monedas de países emergentes. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por: i) tensiones comerciales entre EE.UU. y China, ii) menores brechas de crecimiento en EE.UU. frente a la Zona Euro y Japón; iii) algunos comentarios por parte de funcionarios del gobierno de EE.UU. que indicarían que un dólar débil es favorable para su economía, y iv) un tono interpretado como *dovish* por parte de la Fed en su reunión de marzo, al no confirmarse la posibilidad de 4 aumentos de la tasa de los fondos federales este año. (Cuadro 4 y Gráfico 24)

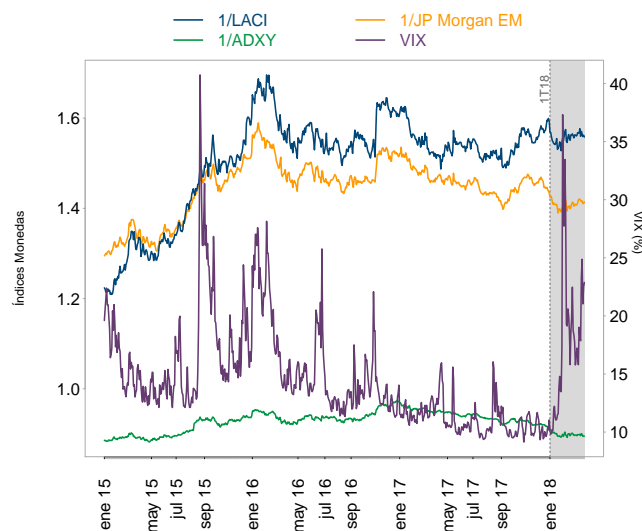
Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso argentino (8,1%), la lira turca (3,8%), la dólar canadiense (2,5%), y la rupia india (2,0%), mientras que las que presentaron la mayor apreciación fueron el peso mexicano (7,5%), el yen japonés (5,6%), el rand sudafricano (4,4%), y la corona islandesa (4,4%).

Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2017	1T 2018	País	2017	1T 2018
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	-12,4%	-2,4%	Korea del Sur	-11,36%	-0,4%
Gran Bretaña	-8,7%	-3,6%	India	-6,0%	2,0%
Australia	-7,7%	1,7%	Hong Kong	0,75%	0,44%
Nueva Zelanda	-2,3%	-1,9%	China	-6,3%	-3,3%
Canadá	-6,5%	2,5%	Malasia	-9,8%	-4,38%
Dinamarca	-12,2%	-2,4%	Tailandia	-9,0%	-4,1%
Suiza	4,6%	1,9%	Indonesia	0,7%	1,5%
Japón	-3,7%	-5,6%	índice I/ADXY	-6,2%	-1,8%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	-0,6%	-4,3%	Islandia	-8,5%	-4,39%
Brasil	1,8%	-0,1%	Rusia	-5,9%	-0,6%
México	-5,2%	-7,5%	Polonia	-16,8%	-1,8%
Argentina	17,3%	8,1%	Turquía	7,8%	3,8%
Perú	-3,5%	-0,2%	Israel	-9,5%	0,9%
Chile	-8,2%	-1,7%	Sur África	-9,9%	-4,39%
índice I/LACI	-0,7%	-2,6%	USTW	-8,62%	-1,3%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 24: VIX vs. Índices de Monedas

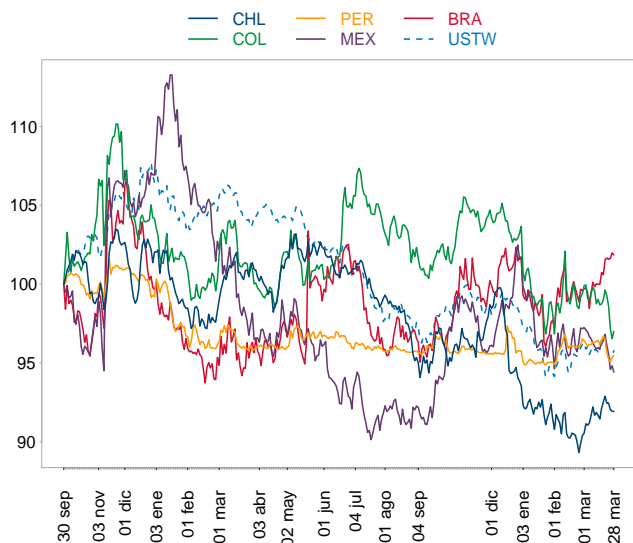


Fuente: Bloomberg.

Al igual que en la mayoría de economías emergentes, las monedas de América Latina presentaron un fortalecimiento frente al dólar. Las tasas de cambio de México, Colombia y Chile se apreciaron (7,5%, 4,3% y 1,7%) y las de Perú y Brasil se mantuvieron relativamente estables (-0,2% y -0,1%) (Gráfico 25). El comportamiento de las monedas de la región, además de los factores que explicaron el comportamiento del dólar a nivel global, estuvo influenciado por el incremento en el precio del petróleo, la dinámica en los pre-

cios de los metales industriales, factores idiosincráticos locales e incertidumbre electoral en algunos de los países de la región.

Gráfico 25: Tasas de Cambio LATAM



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

Para el caso del peso mexicano las apreciaciones estuvieron explicadas principalmente por el incremento en 25 p.b. en la tasa de política monetaria, los avances en las negociaciones del TLCAN y el aumento en el precio del petróleo. Esta dinámica se presentó a pesar que se postergó para 2019 la fecha en que debería terminarse la negociación del TLCAN, e incertidumbre frente a las elecciones presidenciales.

De otra parte, la apreciación del real brasileño en enero obedeció a incrementos en los flujos externos de capitales hacia los mercados de renta fija y renta variable brasileños y aumento en el precio del hierro. Durante febrero y marzo la incertidumbre política referente a la detención de Lula, las preocupaciones de los inversionistas por el postergamiento de la reforma pensional y la incertidumbre electoral favorecieron la depreciación del real.

El sol peruano y el peso chileno se apreciaron durante

enero debido al comportamiento del dólar a nivel global. En febrero, el sol peruano presentó depreciaciones ante una caída en el precio del cobre, que posteriormente fue corregida hacia finales de marzo. En el caso del peso chileno su apreciación pudo estar afectada por las perspectivas de mayores niveles de inversión extranjera directa en 2018.

En materia de intervención cambiaria se destaca que el Banco Central de Brasil renovó la totalidad de los *swaps* cambiarios tradicionales<sup>26</sup> con vencimiento en enero y marzo (en febrero no se presentaban vencimientos de *swaps*).

Por su parte, el Banco Central de Perú intervino mediante compras en el mercado de contado, continuó realizando subastas de CDR (certificado de depósito reajutable) y realizó *swaps* cambiarios de venta, operación que no realizaba desde mayo de 2017. Finalmente se destaca que el Banco Central de México renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta NDF con vencimientos entre enero y marzo y realizó operaciones tanto de compra como de venta con Pemex y el Gobierno Federal.

De igual forma el Banco Central de Chile (BCCH) realizó las 3 subastas faltantes de su programa de compras para facilitar el funcionamiento normal del mercado monetario en moneda extranjera y la liquidez interbancaria de dicha moneda. No obstante, en estas subastas de *swaps* realizadas por el BCCH durante inicios de enero, no hubo demanda.

En el Cuadro 5 se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado, y en el Cuadro 6 se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria dife-

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

rentes a compras o ventas en el mercado de contado<sup>27</sup>. Por su parte, en el *Cuadro 7* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Ene.	0	184	0	0	0
Feb.	0	0	0	0	0
Mar.	0	0	0	0	0
<b>1T18</b>	0	184	0	0	0

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Ene.	0	-1	0	-2	2795
Feb.	0	-509	0	0	-1204
Mar.	0	6	0	-1	-1002
<b>1T18</b>	0	-503	0	-3	589

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

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

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

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

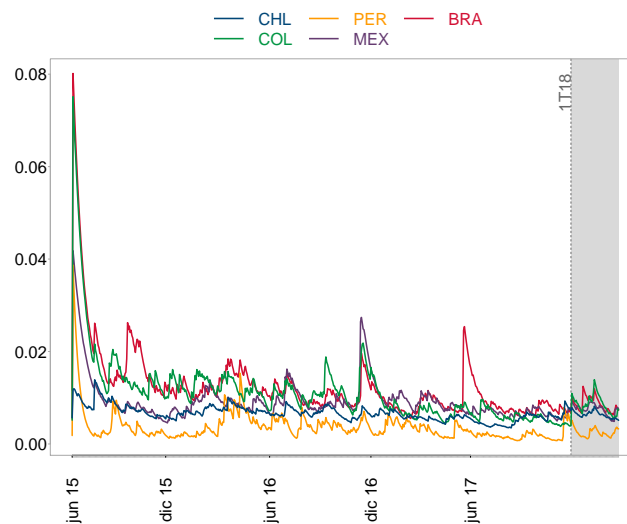
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

Con respecto al promedio registrado en el 4T17, en el 1T18 la volatilidad promedio aumentó para todas las monedas de la región. El peso colombiano presentó, en promedio, la mayor volatilidad seguida por el real

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

brasileño, el peso mexicano, el peso chileno, y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (*Gráfico 26*).

*Gráfico 26:* Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

## 5.2 Mercado Cambiario Colombiano

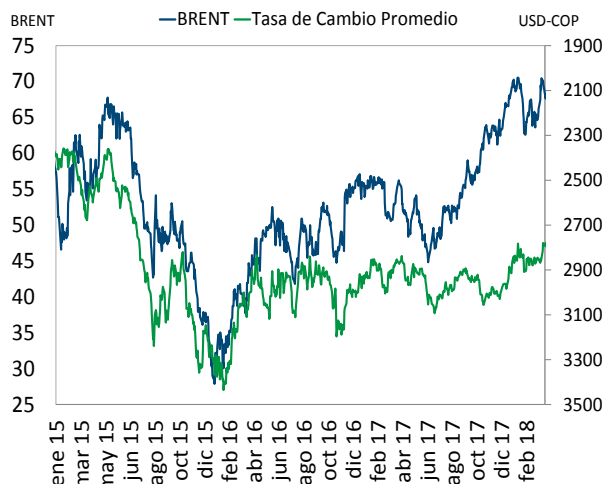
Entre el 28 de diciembre del 2017 y el 28 de marzo de 2018 el peso se apreció 6,78<sup>28</sup>. En el trimestre el comportamiento del peso estuvo influenciado por la evolución del precio del petróleo y por factores internacionales que afectaron el comportamiento del dólar a nivel mundial (*Gráfico 27*). A nivel local pudieron afectar el comportamiento del peso el aumento en la proyección de crecimiento para Colombia por parte del Fondo Monetario Internacional y el incremento en la demanda de deuda pública por parte de inversionistas extranjeros (*Gráfico 28*).

La Posición Propia de Contado (PPC)<sup>29</sup> de los Inter-

<sup>28</sup>La variación en enero fue de -4,98%, en febrero de 1,17% y en marzo -3,03%. Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

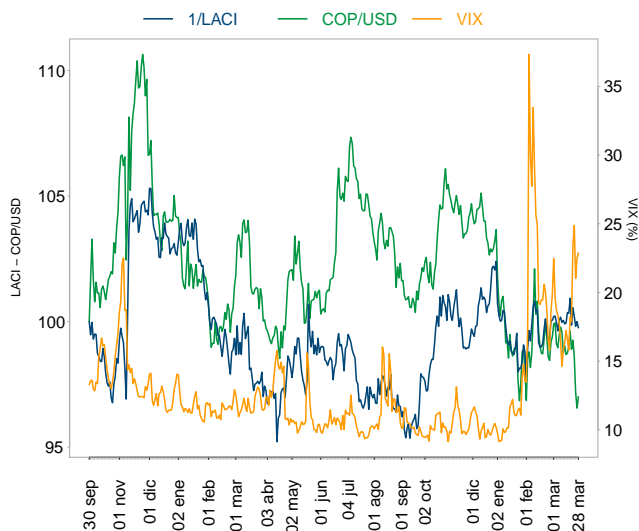
<sup>29</sup>La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obliga-

Gráfico 27: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX.

Gráfico 28: COP/USD - LACI - VIX

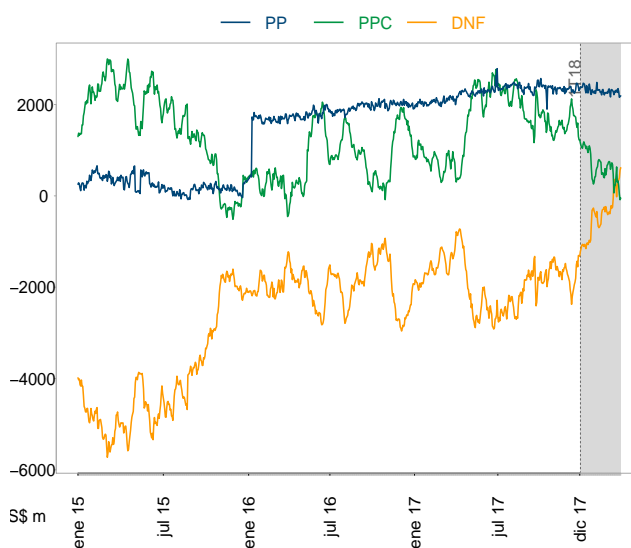


Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/-COP: 30 de diciembre de 2016

ciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser

mediarios del Mercado Cambiario (IMC) se redujo entre el 29 de diciembre de 2017 y el 28 de marzo de 2018 en USD1269 millones, lo cual cubrió parcialmente el aumento de USD1930 millones presentado en los derechos netos a futuro de los IMC. Cabe señalar que los principales oferentes de operaciones forward peso-dólar en el 1T18 fueron los agentes extranjeros (Gráfico 29).

Gráfico 29: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

En el mercado *forward* peso-dólar<sup>30</sup>, el monto promedio diario negociado en el primer trimestre se ubicó en USD1809 millones, por encima de los niveles observados en 2017 y alcanzando el máximo promedio trimestral observado hasta ahora<sup>31</sup>. De forma similar, en el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación<sup>32</sup> en el 1T18 (USD1290 millones) fue superior a los observados en el tercer y el cuarto trimestre de 2017, aunque continuó ubicándose por debajo del

denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

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

<sup>31</sup>Promedios diarios: 1T17: USD1375 millones, 2T17: USD1463 millones, 3T17: 1716 millones y 4T17: 1726 millones. Fuente: Banco de la República.

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

promedio observado en 2015 y en 2016<sup>33</sup>.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron de manera significativa, y pasaron de USD19,85 miles de millones en el 4T17 a USD23,91 miles de millones en el 1T18 (*Gráfico 30*), por su parte la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 31 de marzo se ubicó en USD7,81 miles de millones.

Durante el 1T18 se negociaron un total de 112.855 futuros de TRM<sup>34</sup>, volumen superior al negociado durante el 4T17 (76.307 contratos), por un monto total de USD5.643 millones. Al 31 de marzo de 2018 la posición abierta era de 8.548 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2018. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>35</sup>, se negociaron un total de 40.512 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (23.788 contratos) por un total de USD203 millones (*Gráfico 30*). La posición abierta de mini futuros al 31 de marzo fue de 1514 contratos, la mayoría con vencimiento en abril.

Se destaca además que durante el trimestre la CRCC comenzó a compensar opciones estandarizadas de TRM, no obstante durante el trimestre su negociación fue baja, ya que únicamente se negociaron 6 contratos.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>36</sup>, en el 1T18 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD221 millones, lo que se explica por salidas netas de USD334 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD555 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD244 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD3574 millones y

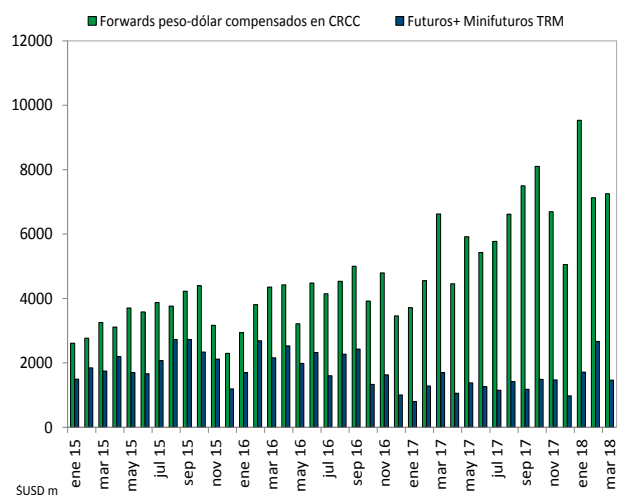
<sup>33</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

<sup>34</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>35</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

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

Gráfico 30: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

de reintegros netos de capital oficial por USD767 millones y de otras operaciones especiales por USD2564 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta de USD1789 millones<sup>37</sup>, por inversión extranjera de portafolio neta<sup>38</sup> de USD1686 millones y por préstamo neto de USD682 millones, mientras que se presentaron salidas netas de divisas por el rubro de operaciones especiales del sector privado<sup>39</sup> de USD7732 millones. Frente a los flujos presentados en el 4T17, se destaca un aumento en los ingresos por inversión de portafolio neta (USD507 millones a USD1686 millones) y en las salidas de operaciones especiales (USD6425 millones

<sup>37</sup>De estos flujos, USD585 millones se presentaron en enero, USD581 millones en febrero y USD623 millones en marzo.

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

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

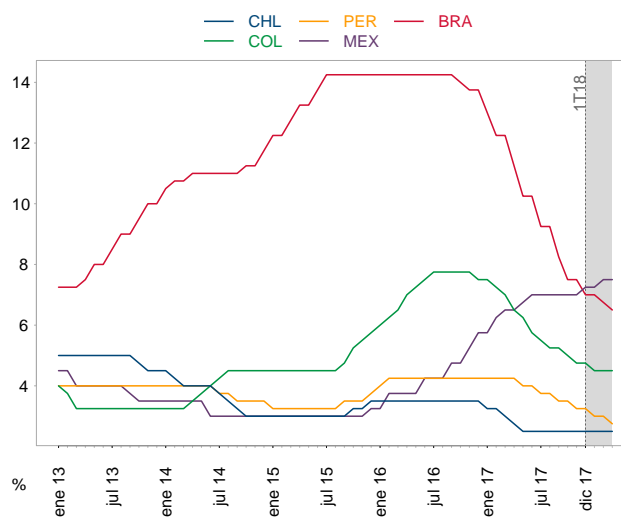
a USD7732 millones), y una disminución en los flujos por inversión extranjera directa neta (USD2.636 millones a USD1.789 millones) y por préstamo neto (USD903 millones a USD682 millones).

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 1T18, las principales economías de la región, con excepción de México y Chile, presentaron reducciones en sus tasas de interés de referencia. A lo largo del trimestre los bancos centrales de Colombia, Perú y Brasil recortaron sus tasas de intervención, Chile las mantuvo inalteradas y México las incrementó. En Brasil se presentaron recortes de 50 puntos básicos (p.b.) en el periodo, cerrando el trimestre en 6,5%, y reflejando una moderación en la intensidad de los recortes de la tasa de política después de los importantes recortes observados durante el 2017. En el caso de Perú, el banco central recortó su tasa de interés en 25 p.b. durante dos ocasiones en el trimestre. Así, la tasa de interés de política cerró el primer trimestre en 2,75%. En las sesiones de enero y marzo, el Banco Central de la Reserva del Perú decidió adicionalmente reducir las tasas de interés de las operaciones activas y pasivas en moneda nacional del BCRP con el sistema financiero efectuadas fuera de subasta. En el caso de México, siguiendo su objetivo de disminuir las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio, el Banco Central decidió incrementar la tasa 25 p.b. en la reunión de febrero, cerrando el año en 7,5% (Gráfico 31 y Cuadro 8).

Gráfico 31: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

País	Variación 1T18*	TPM Mar-18**
COL	-25,0	4,50 %
CHL	-	2,50 %
PER	-50,0	2,75 %
BRA	-50	6,50 %
MEX	+25,0	7,50 %

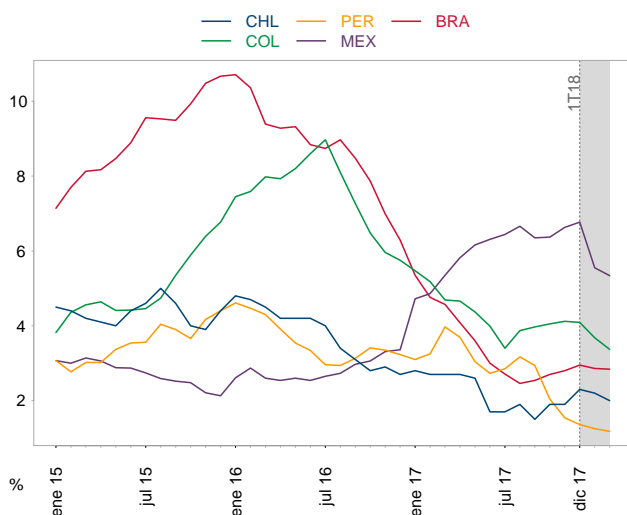
Fuente: Bloomberg.

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

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

A nivel local, la JDBR redujo su tasa de política monetaria 25 p.b. en la reunión de enero y la mantuvo constante en la reunión de marzo. De esta manera la tasa de referencia se situó al final del primer trimestre de 2018 en 4,50%. Para la decisión de enero, la JDBR mencionó que *de acuerdo con los datos observados, el repunte económico todavía no se evidencia de forma clara*. En su sesión de marzo la Junta destacó los buenos resultados de la inflación a comienzo de año.

Gráfico 32: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

En Colombia la inflación presentó una importante reducción, cerrando el primer trimestre del año en 3,14%. Por su parte, la inflación en Chile se redujo 50 p.b. en el periodo analizado, cerrando el 1T18 en 1,80%. En México, la inflación disminuyó y cerró el 1T18 en 5,04%. En Perú, la inflación se desaceleró de manera significativa durante el trimestre y termino en 0,36%. Por su parte, el indicador en Brasil se mantuvo relativamente constante a lo largo del trimestre y finalizó en 2,68% (Cuadro 9).

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Dic 2017	Anual Mar 2018	Rango meta 2018*
COL	4,09%	3,14%	2,0% - 4,0%
BRA	2,95%	2,68%	3,0% - 6,0%
CHL	2,30%	1,80%	2,0% - 4,0%
MEX	6,77%	5,04%	2,0% - 4,0%
PER	1,36%	0,36%	1,0% - 3,0%

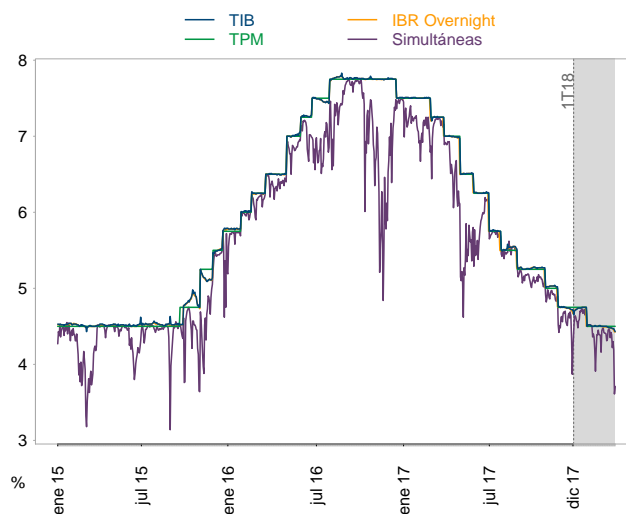
Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

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

## 6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 1T18 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) presentaron reducciones en línea con la tasa repo. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de días del trimestre, acentuándose a finales de marzo reflejando condiciones holgadas de liquidez durante el trimestre (Gráfico 33).

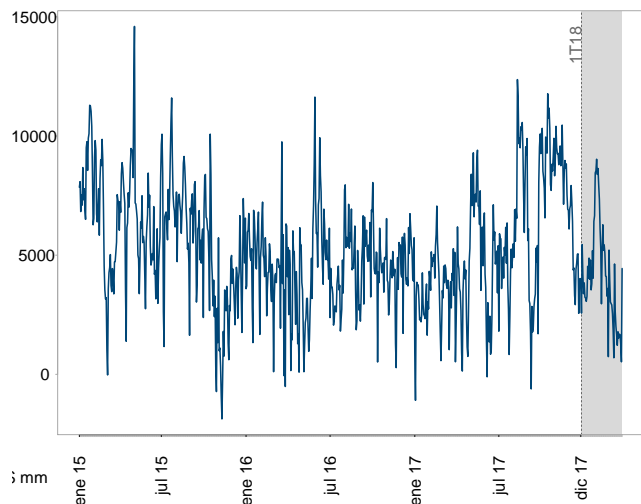
Gráfico 33: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora en todos los días del trimestre, aunque mantuvo una tendencia decreciente durante el trimestre (Gráfico 34).

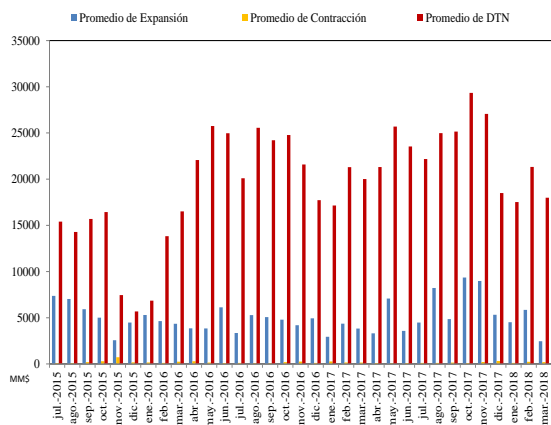
Gráfico 34: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, respecto al promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$24.964 mm en promedio durante el 4T17 a \$18.947 mm al finalizar el 1T18 (Gráfico 35).

Gráfico 35: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2018



Fuente: Banco de la República.

## 6.3 Mercado de Deuda Pública

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

En el 1T18 los bonos del tesoro de los EE.UU. presentaron desvalorizaciones, particularmente en el tramo corto lo que se explicó por el incremento del rango de los fondos federales por parte de la Fed, así como por las señales positivas de la economía estadounidense que reforzaron las expectativas de un proceso de normalización de la política monetaria más acelerado frente a los pronósticos de diciembre (Gráfico 36). Lo anterior también estuvo soportado por el anuncio de tarifas a las importaciones de aluminio y hierro hacia este país, y las expectativas de respuestas comerciales por parte de China, Japón y la Unión Europea, que generaron incrementos en las proyecciones de inflación del mercado<sup>40</sup>.

Además, durante el periodo el Departamento del Tesoro anunció incrementos en el tamaño de las subastas de *treasuries* en todos los tramos e indicó que en enero aumentaron las ventas por parte del *offshore*<sup>41</sup>.

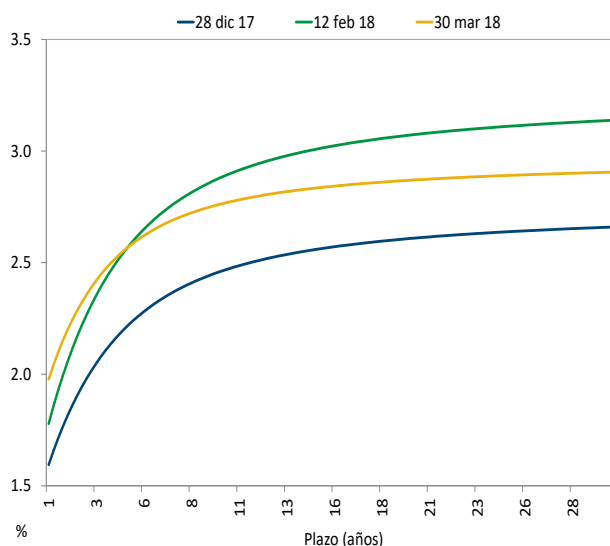
Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de diciembre del 2017 con las del cierre de marzo del 2018, se observaron valorizaciones generalizadas explicadas por las mejores condiciones macroeconómicas.

<sup>40</sup>De acuerdo a la encuesta de *Bloomberg*, la expectativa del IPC ascendió de 2,3% a 2,4% entre febrero y marzo, mientras que las proyecciones de inflación para el PCE aumentaron de 1,9% a 2,0% en el mismo periodo. De acuerdo con la encuesta realizada por *Focus Economics*, la expectativa de inflación medida por el IPC aumentó de 2,1% en enero a 2,2% en febrero y 2,3% en marzo. Por último, entre el 29 de enero y el 14 de marzo el BEI a 5 ascendió a 2,05% desde 1,92%.

<sup>41</sup>El 31 de enero el Departamento del Tesoro anunció un incremento mensual en las subastas a partir de febrero de USD2 mm para los tramos a 2 y 3 años, y de USD 1 mm para los tramos a 5, 7, 10 y 30 años. Por su parte, a mediados de febrero, esta entidad dio a conocer que durante enero los inversionistas internacionales vendieron USD16 mm en *treasuries* de largo plazo, mientras que en los inversionistas locales privados y públicos vendieron USD9 mm y USD16 mm, respectivamente.



Gráfico 36: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

cas de estas economías, la reducción de la inflación y, para Brasil, Colombia y Perú, con los recortes de sus tasas de interés de referencia (*Gráfico 37*).

Las mayores valorizaciones las registraron los títulos de deuda pública de Brasil, lo cual estuvo soportado por datos sorprendentes de crecimiento en la producción industrial para diciembre y enero<sup>42</sup>, un escenario fiscal favorable con reducciones en el déficit superiores a las proyectadas por el gobierno<sup>43</sup> y una mayor inversión de portafolio por parte de inversionistas extranjeros<sup>44</sup>.

Otros factores idiosincráticos que pudieron reforzar

<sup>42</sup>Para diciembre el crecimiento de la producción industrial se ubicó en 4,4%, mientras que el mercado anticipaba uno de 3,3%.

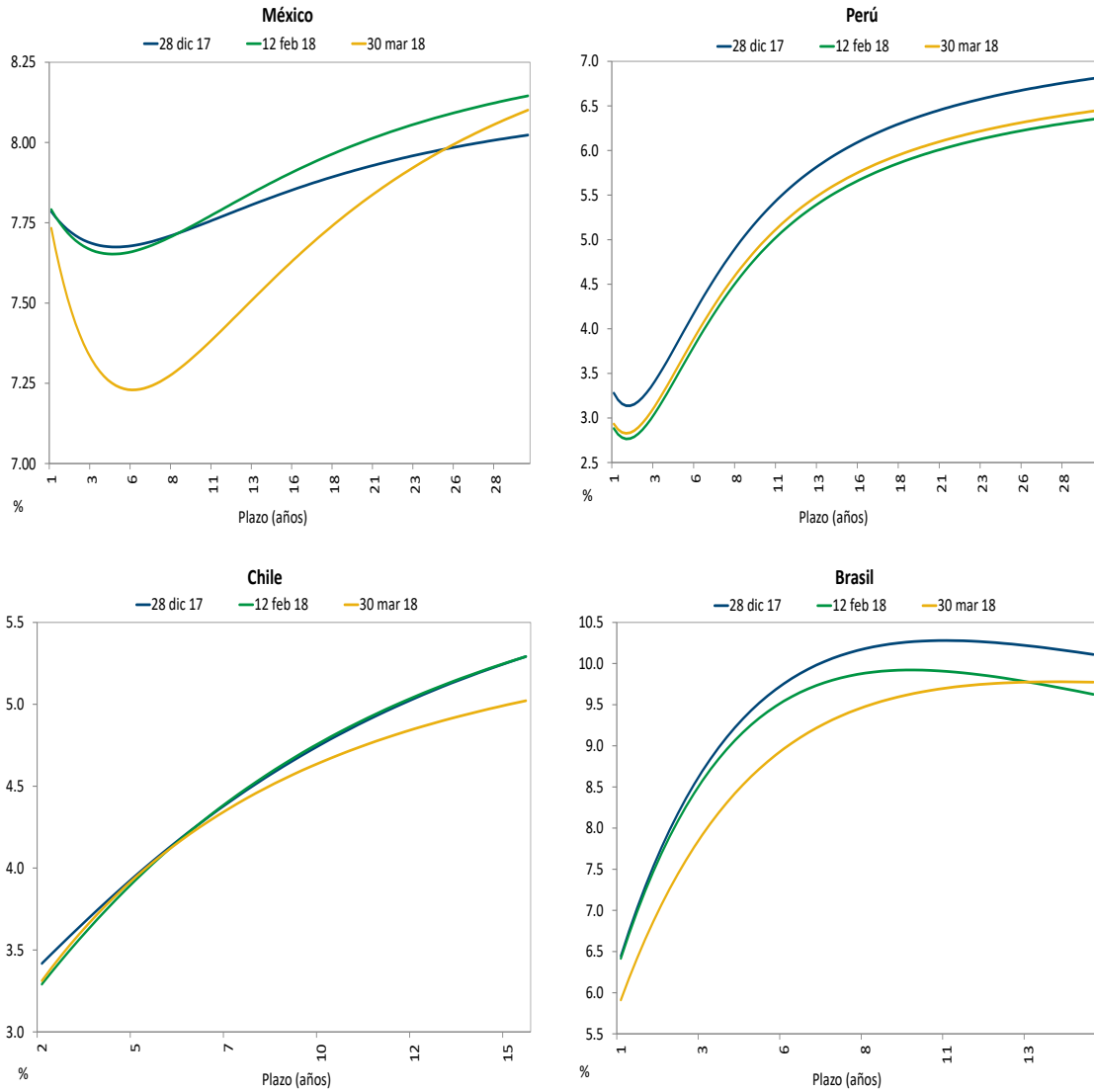
<sup>43</sup>El déficit primario de 2017 fue de 1,7% del PIB, inferior al objetivo del gobierno de 2,5% del PIB. Por su parte, en el mes de enero se presentó un superávit fiscal de 1,5% del PIB, con lo cual, el déficit anual descendió a 1,5%.

<sup>44</sup>De acuerdo con el IIF, durante el mes de enero se observaron entradas a los mercados de renta fija y renta variable de Brasil por USD 7741 millones y USD 4110 millones, respectivamente. Flujos de inversión de portafolio de esta magnitud no se observaban desde enero del 2015.

las valorizaciones de la deuda pública en la región fueron: i) en Chile, Sebastián Piñera resultó ganador en las elecciones presidenciales, lo cual fue interpretado positivamente por el mercado; y ii) en México, se observaron datos favorables de crecimiento en el producto del 4T17<sup>45</sup>.

<sup>45</sup>El crecimiento anualizado desestacionalizado del 4T17 fue de 4,0%, mientras que el mercado tenía proyecciones de 2,2%. Esta estimación se redujo a 3,2% en la segunda publicación.

Gráfico 37: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 28 de diciembre de 2017 y el 28 de marzo de 2018 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$255 billones a \$267 billones. En el 1T17 se emitieron \$10,9 billones<sup>46</sup> de TES de largo plazo de los \$39 billones aprobados para 2018. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2017 es de \$12 billones y al 28 de marzo se expidieron \$3,2 billones.

Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 1T18 se destaca la publicación del crecimiento del PIB del cuarto trimestre del 2017 el 15 de febrero, el cual se ubicó en 1,6%, por debajo del 1,8% esperado por el mercado, mientras que el crecimiento del año completo se ubicó en 1,8%, por encima del 1,6% esperado. Lo anterior, dado que el DANE revisó al alza el crecimiento del PIB para los trimestres anteriores de la siguiente manera: para el 1T17 de 1,3% a 1,5%, para el 2T de 1,3% a 1,5% y para el 3T17 de 2,0% a 2,2%.

El 2 de Febrero la agencia calificadora *Standard & Poor's* (S&P) mantuvo en *BBB-* la calificación de la deuda soberana del país con perspectiva *estable*, señalando que la reducción de la calificación de diciembre del año pasado<sup>47</sup> no implicaba un menor atractivo de la economía local como destino de inversión, y que la perspectiva *estable* era un factor positivo toda vez que se observaba fortaleza de la economía para sortear los bajos precios de los *commodities*. Posteriormente, el 22 de febrero la agencia calificadora *Moody's* mantuvo la calificación crediticia del país en *Baa2*, pero rebajó el panorama crediticio de Colombia de *estable* a *negativo* señalando expectativas de un menor ritmo de consolidación fiscal y un debilitamiento de las métricas públicas del país. Esta decisión también fue soportada por el riesgo de que el próximo Gobierno tenga un mandato débil (ante la polarización política) que le impida adoptar medidas

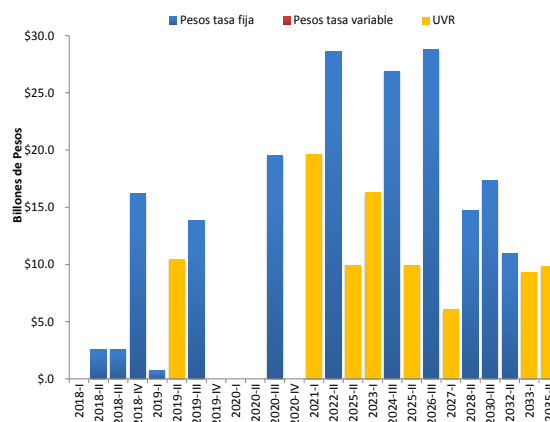
<sup>46</sup>Valores nominales. \$6,5 billones de TES en pesos y \$4,4 billones de TES UVR.

<sup>47</sup>Cuando pasó de *BBB* a *BBB-*.

fiscales adicionales para preservar la fortaleza fiscal de Colombia.

En el 1T18 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 31 de Marzo, en el 2018 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$24 billones correspondientes al 8,8% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pagos por cupones por \$689 m, \$280 m y \$204 m en los TES en UVR que vencen en 10 de marzo de 2021, 25 de marzo de 2033 y 17 de Marzo de 2027, respectivamente. Por último, se presentó el vencimiento de un TES de corto plazo el 13 de marzo del 2018 por \$2,6 billones. En el *Gráfico 38* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 38: Proyección de Vencimientos TES



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

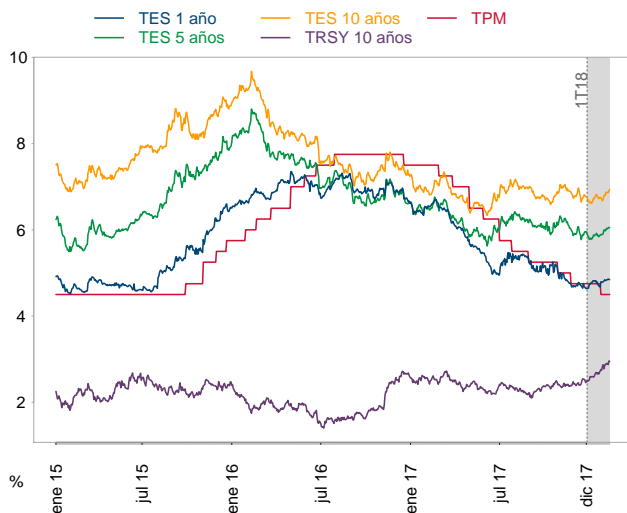
Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 4T17 con las del cierre del 1T18, se observan variaciones en promedio de -10 p.b. en el tramo corto, de -7 p.b. en el tramo medio y de -1 p.b. en el tramo largo<sup>48</sup> (*Gráficos 39, 40 y 41*).

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

Las valorizaciones de la curva estuvieron relacionadas con los recortes de la tasa de política monetaria y la reducción de la inflación observada y esperada.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 4T17 con las de finales del 1T18, se observaron variaciones en promedio de -21 p.b, 31 p.b. y 27 p.b. en los tramos corto, medio y largo<sup>49</sup>, respectivamente. Las valorizaciones de la parte corta estuvieron relacionadas con el mayor apetito por títulos indexados a UVR a principios del año ante estrategias estacionales de inflación; no obstante, a partir de febrero estas estrategias comenzaron a desmontarse lo que, junto con los datos de menor inflación, generaron desvalorizaciones de estos títulos que no llegaron a disolver las valorizaciones previas. En maduraciones mayores a 2 años las devaluaciones estuvieron asociadas con la menor inflación esperada que generaron una reducción en la demanda por cobertura.

Gráfico 39: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



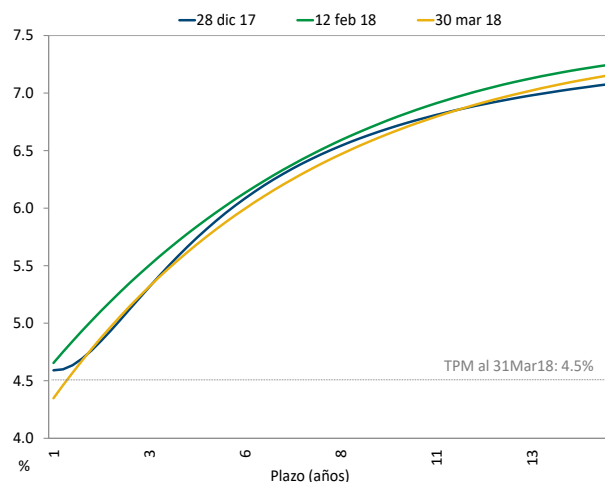
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En el 1T18, los inversionistas extranjeros compraron en neto TES pesos por \$2717 miles de millones<sup>50</sup>.

<sup>49</sup>Ídem.

<sup>50</sup>Compras netas en el mercado *spot* por \$3674 miles de millo-

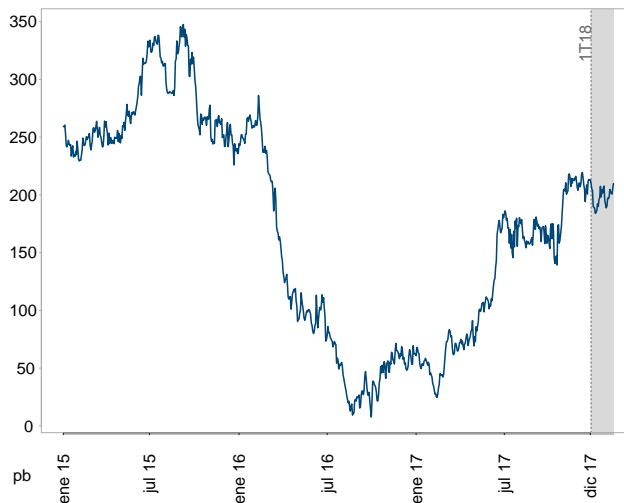
Gráfico 40: Curvas Spot Colombia



Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
-10 p.b.	-7 p.b.	-1 p.b.

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 30 de junio de 2017 y el 30 de septiembre. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 41: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)

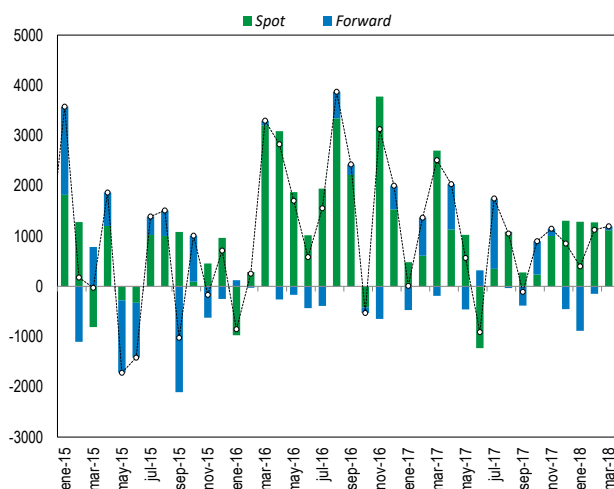


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En relación con los saldos en el mercado de contanes y ventas netas en el mercado de *forwards* por \$958 miles de millones.

do, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 36,42% el 28 de diciembre del 2017 a 37,03% el 28 de marzo del 2018, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 3,33% a 2,59% en el mismo periodo (Gráficos 42 y 43).

Gráfico 42: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros



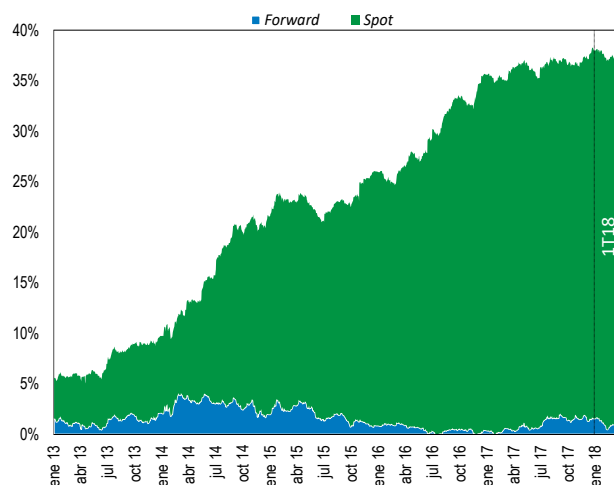
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Miles de millones de pesos.

Durante el 1T18 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T17. El promedio diario de negociación fue \$6,63 billones<sup>51</sup>, por debajo del observado en el 4T17 (\$6,68 billones) pero superior a lo observado en el mismo período de 2017 (\$5,1 billones) (Gráficos 44 y 45). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación disminuyó de 18% a 15% respecto al trimestre anterior, seguidos de los que vencen en abril del 2035 denominados en UVR, cuya participación pasó de 12% a 13%. Cabe mencionar que el tramo medio de la curva de rendimientos fue el más negociado (Gráfico 44).

Por su parte, el número de contratos negociados de fu-

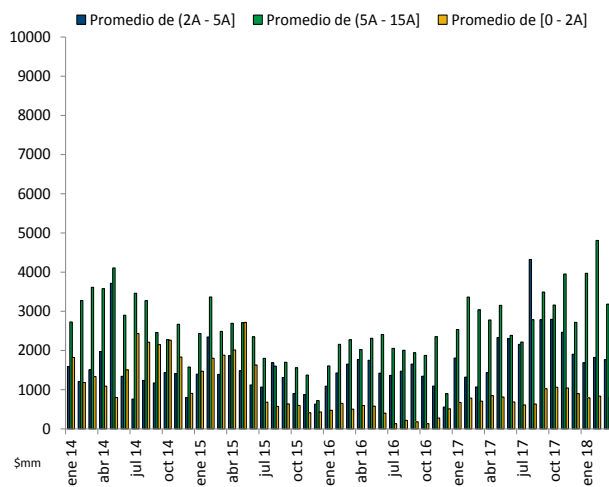
<sup>51</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 43: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

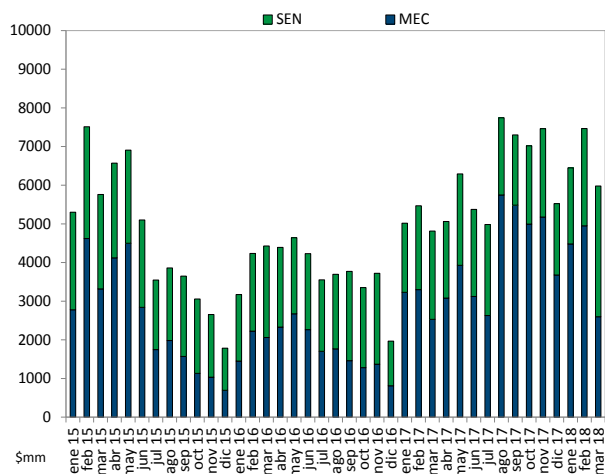
Gráfico 44: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

turos de TES disminuyó al pasar de 73.542 contratos en el 4T17 a 68.740 contratos en el 1T18 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$17.185 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas disminuyeron a 7810 contratos el 31 de marzo de 2018.

Gráfico 45: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

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

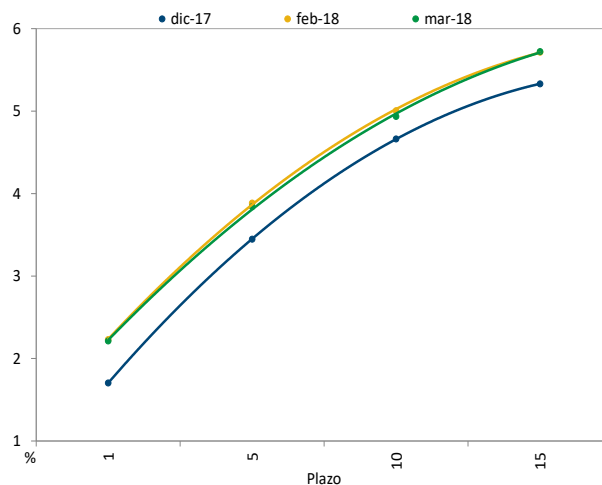
En el 1T18 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región se desvalorizaron, principalmente en la primera mitad del periodo, en línea con el comportamiento de los *treasuries* (Gráficos 46, 47 y 48).

Las primas de riesgo de los países de la región aumentaron. En promedio, los EMBI para una muestra de países se incrementaron 5,4 p.b. (4,2%)<sup>52</sup>, mientras que el EMBI+ aumentó 14,6 p.b. (4,4%) (Gráfico 49) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región aumentaron en promedio 3,9 p.b. (4,8%)<sup>53</sup> (Gráfico ??).

<sup>52</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -1 p.b. (-0,6%), Brasil: 5 p.b. (2,1%), México: 1 p.b. (0,5%), Perú 11 p.b. (9,7%) y el EMBI Global Chile: 11 p.b. (9,4%).

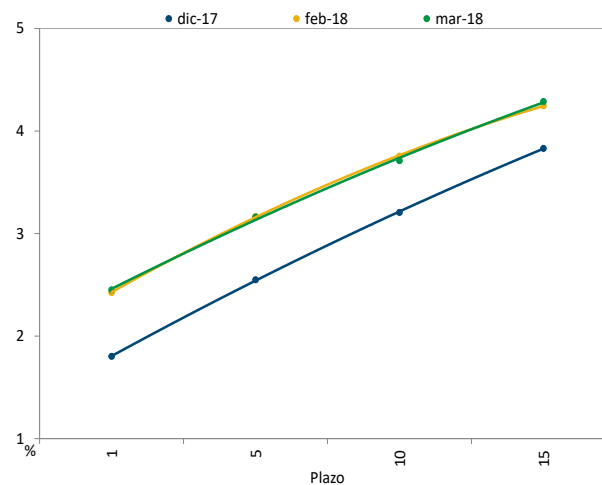
<sup>53</sup>Variaciones: Colombia: 2,0 p.b. (1,9%), Brasil: 2,2 p.b. (1,4%), México: 3,2 p.b. (3,1%), Chile: 2,2 p.b. (4,4%) y Perú: 9,7 p.b. (3,4%).

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



Fuente: Bloomberg.

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

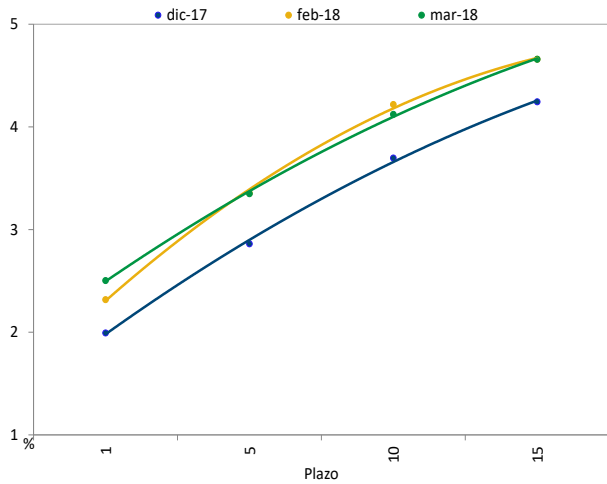


Fuente: Bloomberg.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

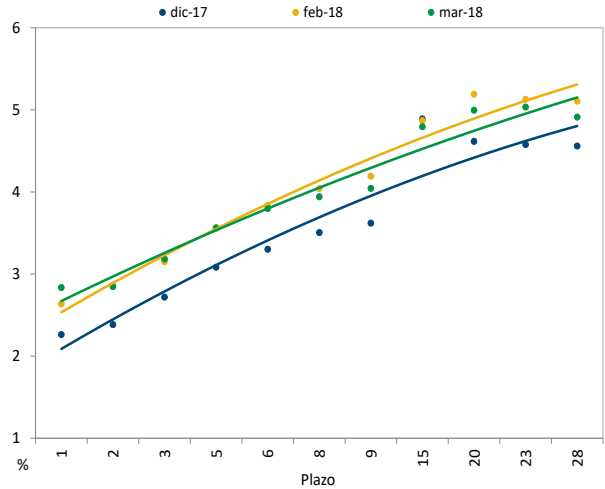
En el 1T18 la deuda externa de Colombia denominada en dólares se desvalorizó (Gráficos 50 y 51), similar

Gráfico 48: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



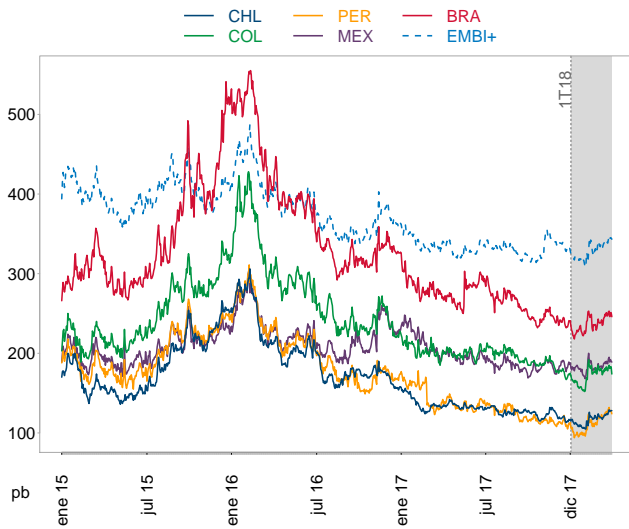
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 50: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



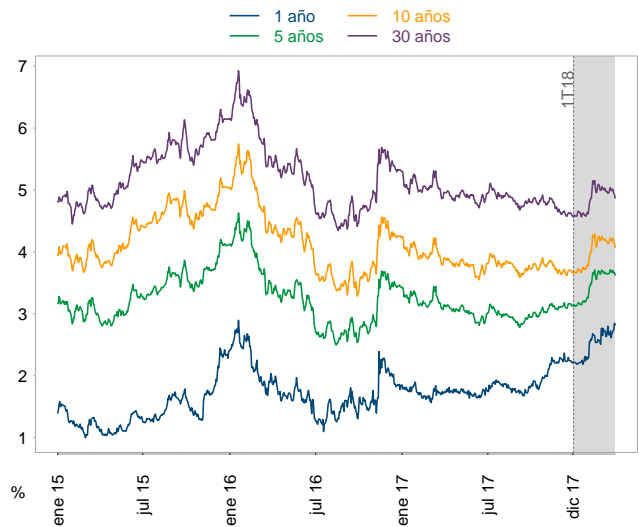
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 51: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



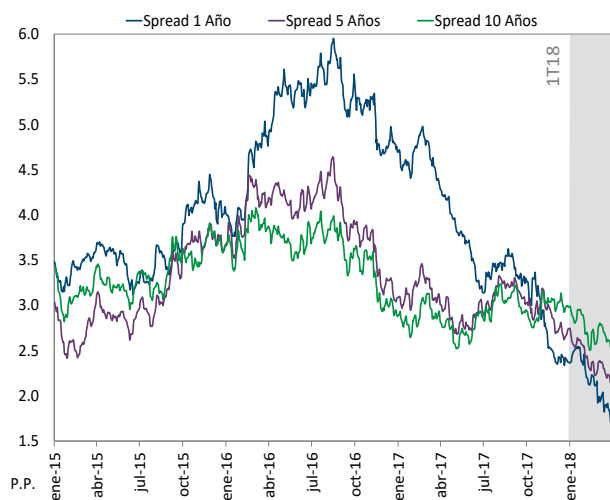
Fuente: Bloomberg.

a lo ocurrido con la deuda externa de la región, y lo anterior estuvo en línea con el comportamiento de los bonos del tesoro de EE.UU.

En el Gráfico 52 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales

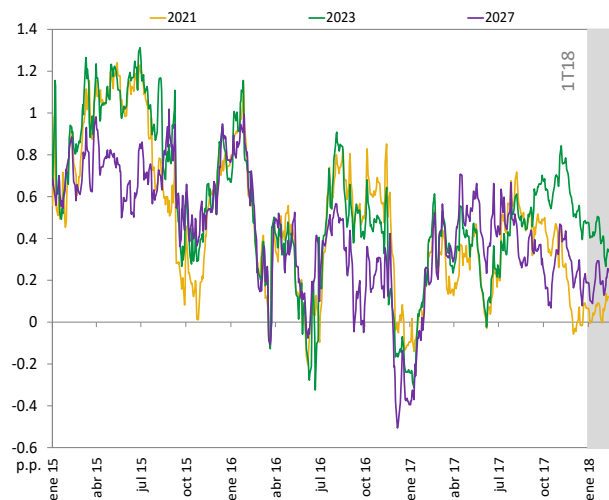
denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el trimestre para todos los tramos debido a desvalorizaciones de los bonos externos y valorizaciones de los bonos locales. Por su parte, en el *Gráfico 53* se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes disminuyeron para los títulos con vencimiento en 2021 por desvalorizaciones de los TES Globales y valorizaciones de los bonos locales, mientras que el *spread* para los bonos con vencimiento en 2023 y 2027 aumentó por las mayores valorizaciones de los bonos globales frente a las de los locales.

*Gráfico 52: Globales USD vs TES locales*



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

*Gráfico 53: TES Globales vs TES locales*



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

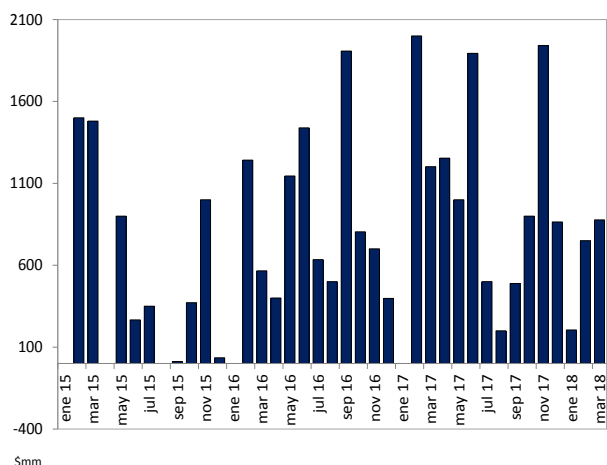
## 7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 1T18, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada disminuyeron frente a lo observado en el 4T17, aunque fueron superiores a las del 3T17; de tal forma que pasaron de \$3,7 billones en el 4T17 a \$1,8 billones en el 1T18 (*Gráfico 54*).

El sector no financiero realizó el 85% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 15% de las colocaciones, lo cual representó una disminución en el porcentaje de participación de emisiones del sector financiero con respecto a los trimestres anteriores (*Gráfico 55*).

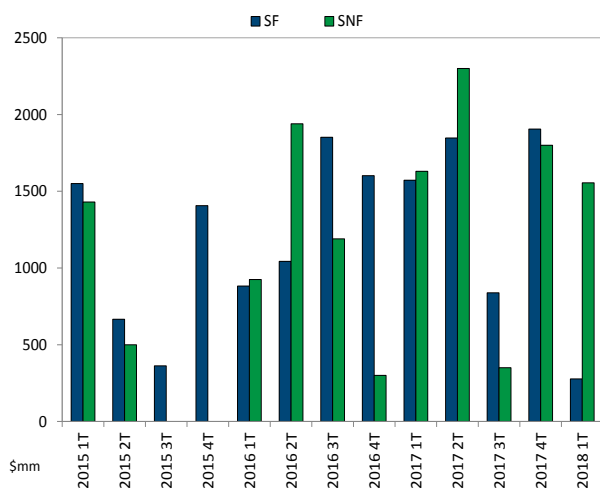


Gráfico 54: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 55: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

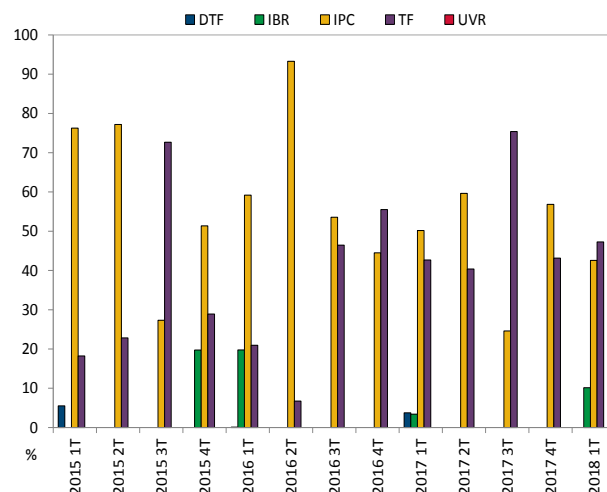
Durante el trimestre, cinco entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (43%), tasa fija (47%) e IBR(10%). (Gráfico 56).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 1T18

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Gases de Occidente	300	7 a 25	IPC
Isagen	750	7 a 30	TF, IPC
Titularizadora Colombiana	277,1	10	TF
Promioriente	205	5 a 7	IPC y TF
Construcciones el condor	300	0 a 1	TF e IBR

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

Gráfico 56: Colocaciones por Tasa de Interés

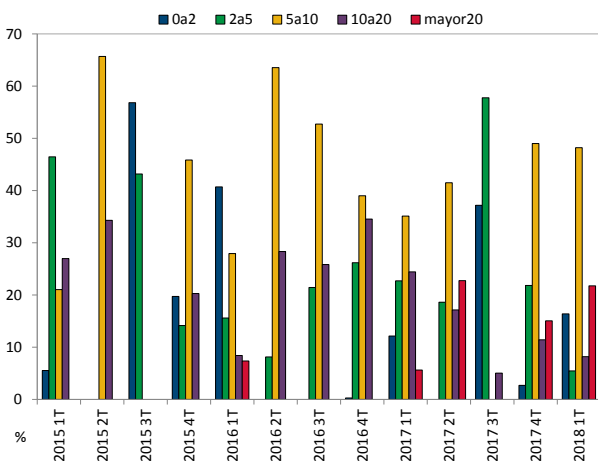


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El 16,4% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 0 y 2 años, un 5,5% a plazos entre 2 y 5 años, un 48,1% a plazos entre 5 y 10 años, un 8,2% a plazos entre 10 y 20 años, y el 21,8% restante a plazos mayores de 20 años (Gráfico 57).

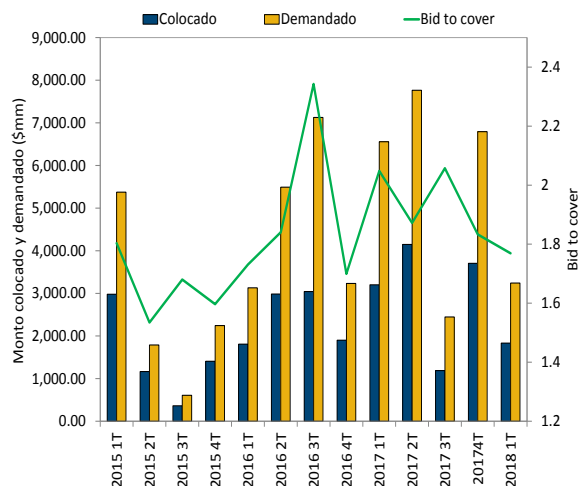
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 1,77 (ant: 1,83). La demanda por colocaciones fue de \$3,24 billones (Gráfico 58).

Gráfico 57: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 58: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

Al cierre del 1T18 los principales índices agregados de renta variable a nivel mundial cerraron en rojo: Europa (-4,1%), Asia (-3,0%) y Estados Unidos (-0,5%). Lo

anterior contrasta con lo observado para Latinoamérica, cuya valorización trimestral se ubicó en 5,2%<sup>54</sup>. Con excepción de América Latina, estas cifras se encuentran por debajo de lo observado para el 4T17 y el 2017<sup>55</sup>. A continuación, se presenta un breve recuento de los principales hechos y eventos que más incidieron en la dinámica de los mercados bursátiles en el 1T18, para cada una de las regiones anteriores.

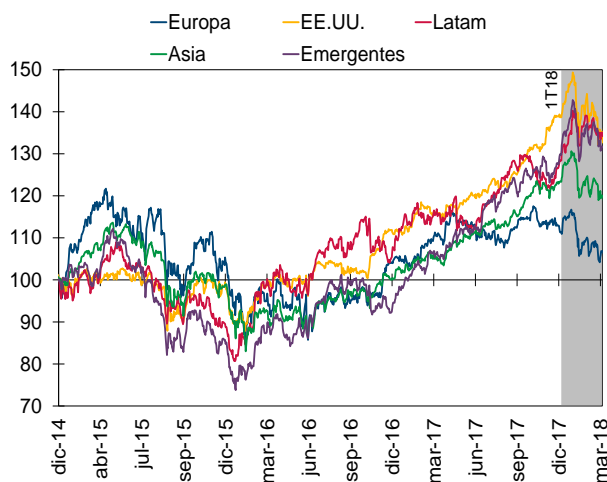
### 8.1 Estados Unidos

En los Estados Unidos, en enero, el *Dow Jones Industrial Average* cruzó por primera vez los niveles de 25.000 (enero 4) y 26.000 puntos (enero 17), continuando la buena racha observada en el 2017 (año en el que cruzó la marca de 1.000 puntos en cinco ocasiones). Lo mismo ocurrió para el *S&P 500*, que superó la marca de 2.700 puntos por primera vez el 3 de enero y el *Nasdaq Composite* un día antes. El buen reporte de utilidades contables para la mayoría de las firmas

<sup>54</sup> Al 30 de marzo de 2018, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se promediaron las valorizaciones en el 1T18 del *Dow Jones*, *S&P 500* y *Nasdaq Composite*: -2,49%, -1,22% y 2,32%, en su orden. Para Europa se utilizó el *Euro Stoxx 50* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (al 30 de marzo de 2018, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por último, cuando se mira el desempeño agregado de las acciones del grupo de los países emergentes, mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (al 30 de marzo de 2018, los países ponderados en el índice fueron Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Catar, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos), se encuentra una valorización en el 1T18 de 1,3%, significativamente por debajo de la observada en lo corrido de 2017 (37,3%) y el 4T17 (7,4%).

<sup>55</sup> En el 4T17, las valorizaciones fueron de -2,5% para Europa, 10,3% para el promedio de los índices en EE.UU, 1,2% para América Latina y para Asia de 6,9%. Dichas cifras se ubicaron para el 2017 en 6,5%, 25,1%, 19,2% y 23,1%, en su orden.

Gráfico 59: Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial



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

listadas y las expectativas positivas del mercado sobre los beneficios contables que traería consigo la reforma tributaria, que se radicó en diciembre de 2017, fueron los principales determinantes del desempeño boyante de las acciones en EE.UU.

Al finalizar el mes y en los primeros días de febrero, las preocupaciones de que mayores niveles de inflación obligarían a la Fed a acelerar su política monetaria, generaron preocupaciones en los mercados y mayores niveles de volatilidad en los precios de las acciones. En efecto, al cierre de la jornada bursátil del 2 de febrero, el *Dow Jones Industrial Average* perdió 666 puntos, traduciéndose en la desvalorización porcentual diaria más alta registrada en 12 meses. Asimismo, el desempeño semanal del *S&P 500* fue el más bajo desde inicios del 2016, y para el *Nasdaq Composite* desde febrero de 2016. Las ventas generalizadas de los activos de renta variable, junto con las marcadas valorizaciones en el mercado de bonos del tesoro, se iniciaron luego de que se conociera que en enero el empleo creció más de lo esperado y se registró el mayor aumento de los salarios en 8 años y medio. Lo anterior alimentó las expectativas del mercado de una inflación

al alza, que a su vez derivaron mayores preocupaciones de un ritmo más acelerado en los incrementos de las tasas de fondos federales frente a lo presupuestado luego de la reunión de la Fed de enero. Las fuertes caídas en los precios de las acciones continuaron en la segunda semana del año, con incrementos notorios en la volatilidad<sup>56</sup>. Los principales índices accionarios del país mostraron un comportamiento mixto en la segunda parte del mes, pues se mantuvo la incertidumbre en el mercado sobre el futuro de la política monetaria. Al cierre de febrero, el *Dow Jones Industrial Average* se desvalorizó 4,3 %, el *S&P 500* lo hizo en 3,9 % y para el *Nasdaq Composite* esta cifra se ubicó en 1,9 %, a pesar de que para esa fecha el 76 % de los constituyentes del *S&P 500* habían reportado utilidades mayores a lo esperado por el mercado, siendo este dato mayor al promedio de los últimos cuatro trimestres (72 %).

En los primeros días de marzo las acciones continuaron a la baja luego del anuncio del Presidente Trump de imponer aranceles a las importaciones de acero y aluminio que recibe los EE.UU. La incertidumbre en el mercado accionario tuvo como causas principales las preocupaciones sobre cómo las naciones afectadas por esta medida responderían, probablemente mediante la imposición de tarifas sobre las exportaciones que reciben de EE.UU, y el impacto negativo que las tensiones comerciales traerían consigo en el largo plazo sobre la economía y mercados financieros estadounidenses. A medida que transcurría el mes, la intención de parte del gobierno de imponer tarifas sobre algunas importaciones de China y las posibles retaliaciones del país asiático trajeron nerviosismo en los mercados, traduciéndose en desvalorizaciones de los índices accionarios. Adicionalmente, las caídas generalizadas en los precios de las especies del sector tecnológico contribuyeron de forma importante al desempeño pobre de las acciones en EE.UU debido principalmente a la divulgación de noticias negativas que involucraban a jugadores importantes del sector<sup>57</sup>.

<sup>56</sup> Al cierre de la jornada bursátil del viernes 2 de enero, el *VIX* presentó el mayor incremento diario observado desde noviembre de 2016. En la siguiente sesión, la del 5 de enero, aumentó 20 puntos porcentuales, el alza más alta desde el anuncio del *Brexit*.

<sup>57</sup> 1) La prohibición de la fusión de Qualcomm con Broadcom por

## 8.2 Europa

A nivel regional, los mercados europeos continúan mostrando el desempeño más bajo. En enero, el comportamiento fue mixto debido principalmente a dos factores opuestos. Primero, por el fortalecimiento del dólar que se observó de forma generalizada durante el mes, y que no favorece a las firmas exportadoras (las cuales representan la mayoría de los constituyentes de los principales índices accionarios). Lo anterior ocurrió de forma simultánea con mejoras en las perspectivas económicas, que a su vez mejoraron los pronósticos de las ganancias contables del 4T17 de las firmas listadas en bolsa.

En febrero, el ritmo fuerte y acelerado de ventas de acciones que se observaron en las primeras semanas del mes en los mercados accionarios de Estados Unidos se observaron de forma generalizada también en las acciones europeas. El sector con el desempeño consistentemente más bajo fue el bancario, para el cual, el reporte de utilidades durante el último trimestre de 2017, hasta ese momento, fue catalogado como regular, al mirar los resultados de los principales agentes. En la segunda parte del mes, la volatilidad en los precios de las acciones de la región disminuyó, lo cual contribuyó a un repunte en los activos de renta variable. En efecto, al finalizar el mes, *Thomson Reuters* revisó al alza la tasa de expansión de las ganancias de las firmas europeas de 11 % a 14,6 %, ligeramente por debajo de la cifra promedio esperada para el *S&P 500* (14,8 %).

En marzo, el anuncio de la imposición de aranceles sobre las importaciones de acero y aluminio que recibe EE.UU. generó desvalorizaciones marcadas en los mercados accionarios europeos. El sector más afectado fue el de vehículos y el *DAX*, cuyos principales constituyentes son firmas exportadoras, llegó a una caída diaria del 2,3 %, la más alta en seis meses.

parte del presidente Trump, 2) el escándalo una vez se conoció la filtración de datos privados de *Facebook*, la retórica antimonopolio del presidente del país contra *Amazon* y la debilidad financiera de *Tesla* llevaron a fuertes desvalorizaciones en los precios de las acciones de firmas tecnológicas.

La persistencia en el fortalecimiento del euro, debido principalmente a la situación política en EE.UU. y las tensiones diplomáticas entre Rusia con el Reino Unido y Francia, propició caídas generalizadas en las acciones del continente. Al finalizar el trimestre, en términos de ganancias contables, los analistas del mercado llamaron la atención de que la mayoría de los resultados de los bancos europeos sorprendieron al alza, debido principalmente a mejoras en los ingresos, menores costos y aumento de los márgenes financieros. No obstante, el deterioro persistente de la cartera, que ha sido más notorio en las entidades italianas, se observó de forma generalizada en los bancos de la región haciendo que, de acuerdo con algunos analistas, tan solo un poco más del 50 % de los bancos reportaran utilidades mayores a lo anticipado por el mercado.

## 8.3 Asia

En Asia, los mercados de renta variable presentaron un comportamiento boyante en las primeras tres semanas de enero debido a mejoras en las perspectivas de ganancias contables sólidas y récords de los índices accionarios principales de la región. Luego del repunte en el dato de crecimiento de China (siendo la primera aceleración en siete años), los principales mercados accionarios mostraron valorizaciones marcadas, llegando a récords históricos, como en el caso de Vietnam, que alcanzó un máximo de diez años y el de China, que llegó al nivel más alto en un lapso de 24 meses. Al finalizar el mes, el repunte en las tasas de los bonos de tesoro, junto con el fortalecimiento del dólar de los EE.UU., que desfavoreció la compra de activos emergentes, revirtió el buen comportamiento de las acciones asiáticas y generó fuertes desvalorizaciones, siendo marcadas en Japón, Filipinas e Indonesia.

En febrero, el comportamiento fue mixto y en los primeros días del mes hubo ventas importantes de acciones en respuesta al pánico de los mercados por el contagio mundial del efecto que tuvo en las acciones de EE.UU. los temores del mercado que una inflación creciente podría tener en el ritmo de la política mo-

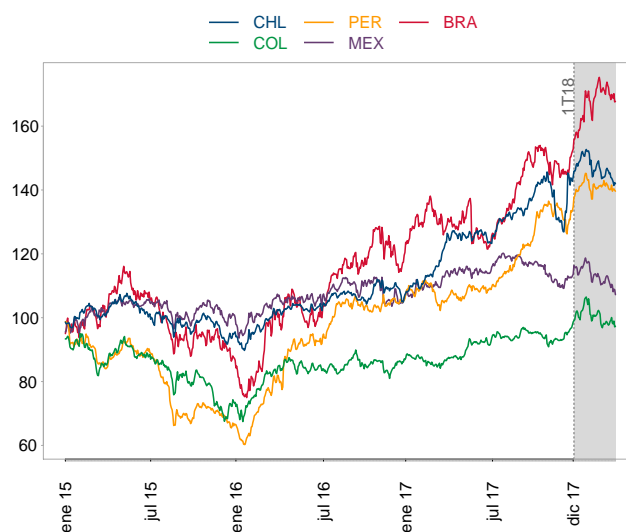
netaria. En efecto, al 9 de febrero la desvalorización semanal del *MSCI Asia Pacific Index* fue la más alta registrada desde 2011. Por país, la fortaleza del *yen*, que afecta las perspectivas de ganancias de las firmas exportadoras, que son la mayoría de constituyentes del *Nikkei* y *Topix*, generó presiones a la baja en los precios activos de renta variables japoneses. Al finalizar el mes, la noticia de que el crecimiento del sector manufacturero chino fue el más débil en 18 meses, y que reavivó las perspectivas de un debilitamiento de la economía de China, generó fuertes desvalorizaciones en las acciones del país y en los principales mercados del sudeste asiático. De otro lado, un aumento inesperado de los créditos morosos en los bancos públicos de la India, generó fuertes caídas en las acciones de bancos del país y desvalorizaciones importantes en el índice bursátil agregado, el *Sensex*.

El inicio de marzo no fue positivo para las bolsas asiáticas. Un incremento en las expectativas por parte del mercado de que la Fed incrementaría las tasas de los fondos federales a lo largo de 2018 en cuatro ocasiones, más no en tres como se había anticipado, luego del primer discurso de Jerome Powell, generó temores sobre una mayor inflación, traduciéndose en desvalorizaciones de las acciones asiáticas. De manera afín a lo observado en los principales mercados accionarios a nivel mundial, las bolsas de China, Corea del Sur y Taiwán presentaron retrocesos importantes en sus índices bursátiles, una vez se conoció la intención del gobierno de los EE.UU. de imponer aranceles sobre las importaciones de aluminio y acero. En los países citados, las acciones de productores de vehículos y acero fueron las más desfavorecidas. A lo largo del mes, las mayores expectativas de una posible materialización de las tensiones comerciales entre las principales economías detonaron debilidad en los mercados de renta variable asiáticos. Por último, el fortalecimiento del *yen*, además de los temores de una guerra comercial, fue uno de los factores determinantes de la debilidad de las acciones japonesas durante el tercer mes del año.

### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Como se mencionó, América Latina tuvo el mejor desempeño regional en sus mercados accionarios. Por país, sin embargo, el comportamiento fue divergente, pues en Brasil y Perú sus principales índices bursátiles se valorizaron en el 1T18 (*IBOVESPA* de Brasil: 9,8% e *IGBVL* de Perú: 2,9%), mientras que ocurrió lo contrario para el resto de países (*MEXBOL* de México: -6,5%, *COLCAP* de Colombia: -3,8% e *IPSA* de Chile: -1,8%). En todos los casos, el desempeño trimestral fue inferior a lo observado en lo corrido de 2017.

Gráfico 60: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

En enero, las bolsas latinoamericanas mostraron un buen desempeño en un contexto global de menor aversión al riesgo y precios al alza de las materias primas. Las dos bolsas destacadas fueron las de Brasil y México. En el primer caso, por el crecimiento en los precios de sus principales materias primas de exportación y luego de que el país reportara un superávit comercial récord en 2017 impulsado principalmente por un crecimiento de 19% a/a en las exportaciones. Adicionalmente, al finalizar el mes se registró una fuerte valorización del *IBovespa* luego de que las altas cortes esbozaran un orden de captura contra el presiden-

te Lula. Por el contrario, los mayores riesgos en materia del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y las noticias de menores compras de activos del Tesoro de los EE.UU. por parte de China propiciaron caídas en acciones de México.

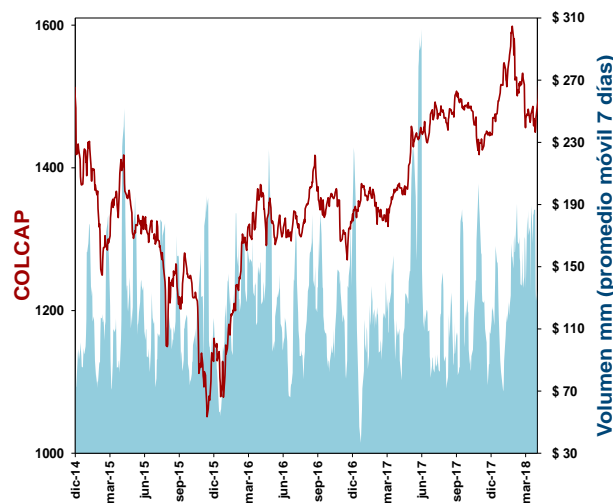
En febrero, a pesar de un alza sostenida de los precios del crudo, la única bolsa que se destacó fue la de Brasil, en respuesta a mayor confianza de los inversionistas y buenos datos económicos. Para el resto de los países, la menor aversión al riesgo global derivada por temores en los mercados de los efectos que las presiones inflacionarias en EE.UU. podrían tener en la política monetaria de la Fed, propició debilidad en las acciones latinoamericanas. En México, la incertidumbre sobre el TLCAN, la revisión a la baja del crecimiento del producto en el 4T17 y la caída de la confianza del consumidor fueron factores idiosincrásicos que repercutieron negativamente los activos de renta variable del país.

En marzo, los precios al alza del petróleo favorecieron las bolsas de Brasil, Colombia y México, aunque las valorizaciones se interrumpieron para Brasil, una vez se conoció que, a diferencia de México, no estaría incluido en el primer grupo de países que estarían exentos de las tarifas sobre importaciones de aluminio y acero que EE.UU. impondría. Adicionalmente, un menor respaldo en el Congreso para la aprobación de la reforma pensional, frente a lo observado en meses anteriores, generó desvalorizaciones en los activos de renta variable del país. De otro lado, la bolsa mexicana retomó sus pérdidas una vez el mercado tuvo en cuenta una victoria cada vez más probable del candidato Andrés López Obrador y lo difícil de que un consenso o avance material en las negociaciones del TLCAN se logre antes de las elecciones presidenciales del país. En la región, las bolsas estuvieron debilitadas por la incertidumbre global sobre una posible guerra comercial entre China y EE.UU., y solo se recuperaron al finalizar el mes debido a un fuerte ascenso de los precios del crudo y el cobre.

Por su parte, en Colombia el desempeño trimestral del COLCAP continuó ubicándose en el cuarto lugar en la

región al cierre del 1T18. Por sectores de las empresas que componen el índice, el mejor desempeño lo tuvo el energético, cuya desvalorización trimestral fue -0,6% seguido por el financiero (-4,7%) y el real (-10,5%). Adicionalmente, el monto transado (promedio diario) se ubicó en \$151,5 mm a lo largo del primer trimestre del año, recuperándose 24% en promedio frente a los niveles de 2017 (Gráfico 61).

Gráfico 61: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

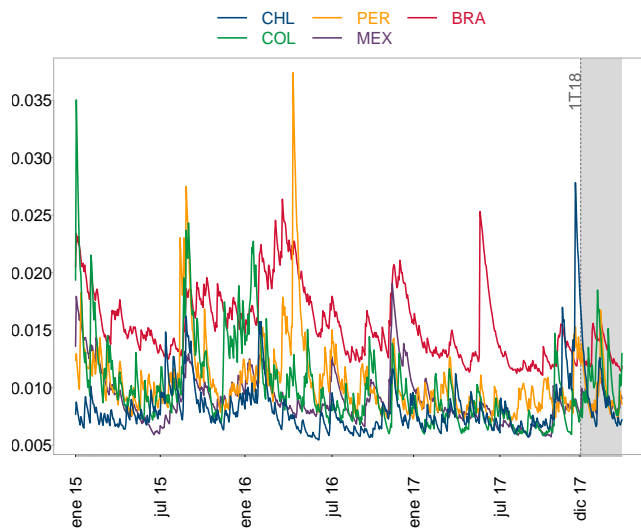
En materia de volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>58</sup>, su promedio en el 1T18 aumentó 0,02% frente al dato del trimestre anterior (Gráfico 62). A nivel individual se presentaron incrementos en Colombia y Brasil. Al ordenar las volatilidades promedio durante el cuarto trimestre del año, se encuentra que la cifra promedio más alta fue para Brasil (BOVESPA: 1,31%), seguida por Perú (IGBVL: 0,97%), Colombia (COLCAP: 0,95%), Chile (IPSA: 0,92%) y México (MEXBOL: 0,90%).

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región, mediante la capitalización bursátil<sup>59</sup> como porcenta-

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

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

Gráfico 62: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

je del PIB<sup>60</sup>, se observa que a febrero de 2018<sup>61</sup> la Bolsa de Chile sigue presentando la más alta de la región (56%), seguida por la de las bolsas de Brasil (27,3%), México (20,5%), Colombia (16,8%)<sup>62</sup> y Perú (14,0%) (Gráfico 63). El indicador aumentó para todos los casos respecto a los cálculos al cierre del 4T17<sup>63</sup>.

Frente al 4T17, en el 1T18 los programas de ADR se ubicaron como los mayores demandantes de acciones

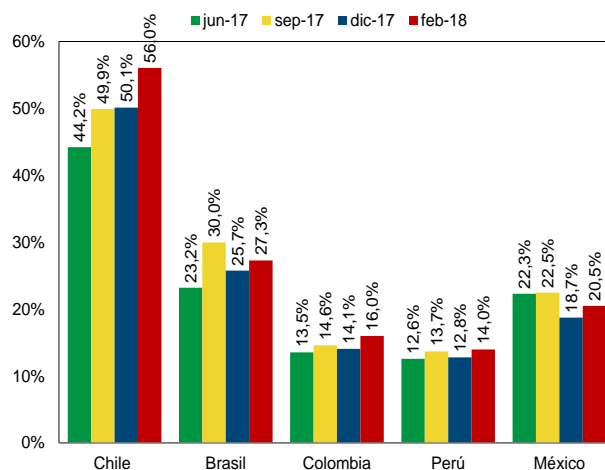
<sup>60</sup>Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* más reciente y que publica el Fondo Monetario Internacional.

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

<sup>62</sup>Al finalizar febrero de 2018, la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB se ubicó en 42%, de la cual, la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 11,8%, cifra considerablemente mayor al promedio de 2017 (7,2%).

<sup>63</sup>De otro lado, al finalizar febrero de 2018, el indicador de velocidad de rotación, medido a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil, y que compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios, fue más alto en la región para Brasil en 80%, seguido por las bolsas de México con 21%, Chile con 14%, Colombia con 13% y Perú con 2% (Fuente: *World Federation of Exchanges*).

Gráfico 63: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB\*



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

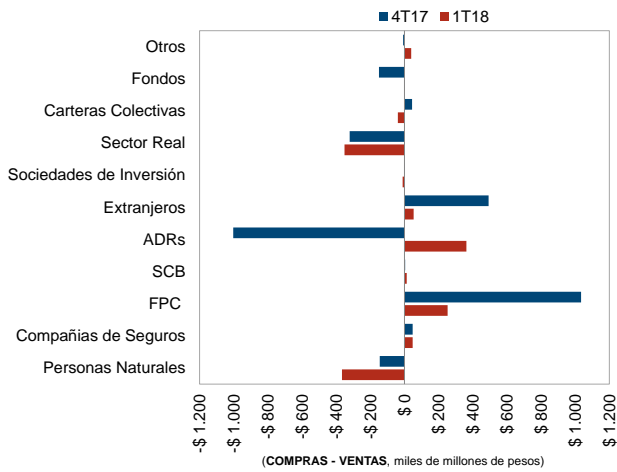
Cálculos: Banco de la República.

\*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2017 para la cifra de febrero 2018. Para las restantes, se utiliza la cifra anualizada a diciembre de 2016.

(\$363 miles de millones (mm)), cambiando su posición de oferentes netos a demandantes netos de activos de renta variable y por encima de los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC), cuyas compras netas (\$253 mm) cayeron de forma importante frente a lo registrado en el último trimestre del 2017 (\$1035 mm). Por su parte, los principales oferentes netos de acciones fueron las personas naturales (\$366 mm) y el sector real (\$351 mm) (Gráfico 64).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 1T18 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones por \$3435 millones (compras por \$4744 millones y ventas por \$1309 millones), mientras que para el 2017 esta cifra se ubicó en \$3933 m. Para el caso colombiano, de las operaciones de compra en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el 15,3% correspondieron a acciones colombianas; mientras que para las ventas de activos locales esta cifra se ubicó en 47,4%.

Gráfico 64: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

Por otro lado, de acuerdo con cálculos realizados por el Banco de la República<sup>64</sup>, el porcentaje del saldo de las inversiones de extranjeros en el mercado de renta variable pasó de 23,2% en diciembre de 2017 a 22,3% en febrero de 2018.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 1T18 se negociaron 826 contratos frente a 194 contratos negociados en el 4T17<sup>65</sup>.

<sup>64</sup>Con la información que se recibe a través del formato de inversión extranjera de portafolio (IPEX.)

<sup>65</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP