

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

III trimestre de 2021





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre del 2021

Banco de la República

Octubre de 2021

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

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

Juan Sebastián Rojas  
Director

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

Carlos Andrés Quicazán  
Jefe

Sara Ariza  
Ittza Alejandra Barreto  
Nicolás Herrera  
Laura Viviana León  
Julián Camilo Mateus  
Camilo Andrés Orozco  
Cristhian Hernando Ruiz  
Nicolás Fernando Torres

## **Estudiantes en práctica profesional**

Sergio Julian Alonso Murillo  
Natalia Rodriguez Pineda

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>5</b>
2.1	Entorno internacional . . . . .	5
2.2	Percepción de riesgo a nivel local . . . . .	5
2.3	Mercado cambiario . . . . .	5
2.4	Política monetaria y mercado monetario local . . . . .	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	6
2.6	Mercado accionario . . . . .	6
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de riesgo a nivel local</b>	<b>17</b>
<b>5</b>	<b>Mercado cambiario</b>	<b>20</b>
5.1	Mercado cambiario global . . . . .	20
5.2	Mercado cambiario colombiano . . . . .	24
<b>6</b>	<b>Mercado monetario y renta fija</b>	<b>26</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	26
6.2	Mercado monetario colombiano . . . . .	28
6.3	Mercado de deuda pública . . . . .	30
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región . . . . .	30
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia . . . . .	33
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región . . . . .	36
<b>7</b>	<b>Mercado de deuda privada</b>	<b>39</b>
<b>8</b>	<b>Mercado accionario</b>	<b>40</b>

## Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante el 3T21 . . . . .	7
2	Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent . . . . .	8
3	Cambio en los precios de productos generadores de energía . . . . .	8
4	Cambio en los precios de productos básicos . . . . .	9
5	Inflación en economías desarrolladas . . . . .	9
6	Desempleo en economías desarrolladas . . . . .	9
7	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU . . . . .	10
8	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas . . . . .	10
9	Personas con una dosis y totalmente vacunados por cada cien habitantes . . . . .	11
10	Número de nuevas muertes semanales de Covid-19 por cien mil habitantes . . . . .	12
11	Vacunación y mortalidad por Covid-19 en EE.UU. . . . .	12
12	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas . . . . .	13
13	PMI manufacturero en economías desarrolladas . . . . .	13
14	PMI de servicios en economías desarrolladas . . . . .	13
15	Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del FMI para 2021 . . . . .	13
16	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa . . . . .	14
17	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica . . . . .	14
18	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI) . . . . .	15
19	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes . . . . .	16
20	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes . . . . .	16
21	Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes . . . . .	17
22	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	18
23	Índices de confianza . . . . .	19
24	Expectativas de crecimiento (EOF) . . . . .	19
25	Expectativas de inflación (EOF) . . . . .	20
26	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES . . . . .	20
27	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días . . . . .	20
28	DXY vs índices de monedas . . . . .	21
29	Tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	22
30	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	23
31	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	25
32	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC . . . . .	25
33	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*) . . . . .	26
34	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos . . . . .	27
35	Inflación IPC en los países de la región . . . . .	28
36	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N . . . . .	29
37	Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario . . . . .	29
38	Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021 . . . . .	29
39	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local . . . . .	30
40	Evolución IBR O/N, 1M, 3M y 6M y tasas OIS 9M y 1A . . . . .	30
41	Curva cero cupón de EE.UU. . . . .	31
42	Curvas cero cupón de países de la región . . . . .	32
43	Proyección de vencimientos TES . . . . .	33

44	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR . . . . .	34
45	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia . . . . .	34
46	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia . . . . .	35
47	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros . . . . .	35
48	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación . . . . .	35
49	Monto promedio negociado por plazos de TES . . . . .	36
50	Monto promedio diario negociado de TES por sistema . . . . .	36
51	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia . . . . .	37
52	Rendimientos deuda externa en USD Colombia . . . . .	37
53	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil . . . . .	37
54	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú . . . . .	37
55	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México . . . . .	38
56	Globales USD vs TES locales . . . . .	38
57	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada . . . . .	39
58	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada . . . . .	39
59	Colocaciones por tasa de interés . . . . .	40
60	Participación de las emisiones por plazo de colocación . . . . .	40
61	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial . . . . .	40
62	Evolución de los índices accionarios de la región . . . . .	42
63	<i>MSCI COLCAP</i> y volumen transado diario . . . . .	43
64	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente . . . . .	43
65	Volatilidad condicional índices accionarios . . . . .	44
66	Capitalización bursátil ajustada/PIB* . . . . .	44

## Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense . . . . .	21
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	23
3	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	23
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	24
5	Intervención cambiaria del Banxico . . . . .	24
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia . . . . .	24
7	Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a septiembre de 2021 . . . . .	27
8	Inflación año completo y meta de inflación 2021 . . . . .	28
9	Emisiones deuda privada 3T21 . . . . .	39
10	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (3T21) . . . . .	43

## 1 Introducción

El Banco de la República (Banrep) 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.

El aumento de las expectativas de inflación a nivel global ante el incremento de los precios de la mayoría de los *commodities* junto con las interrupciones de las cadenas globales de suministro caracterizaron al tercer trimestre del 2021 (3T21). Estas mayores expectativas de inflación se han traducido en una senda de política monetaria menos expansiva a nivel global. Además, la incertidumbre asociada con la evolución de la pandemia, los temores de una desaceleración económica, así como eventos idiosincráticos de diferente índole en países desarrollados y varios países de la región, han llevado a que la aversión al riesgo aumente.

En este contexto, durante el 3T21 el dólar estadounidense se fortaleció, aumentaron las tasas de los títulos de deuda pública en economías emergentes y en menor medida en economías desarrolladas y se observó un comportamiento mixto en los índices bursátiles. A nivel local, la inflación anual aumentó del 3,63 % en junio a 4,51 % en septiembre, el peso colombiano se depreció 1,7 %, la tasa IBR *overnight* así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia y se observaron desvalorizaciones de la deuda pública local y la denominada en dólares.

Durante el 3T21, los bancos centrales de la región aumentaron sus tasas de política en medio de una coyuntura de rápida recuperación económica y mayores presiones inflacionarias. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo su tasa de interés en un mínimo 1,75 % y el 30 de septiembre de 2021 la aumentó en 25 puntos básicos (pb) a 2 %.

En esta edición, 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 describe el mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios.



## 2 Resumen ejecutivo

### 2.1 Entorno internacional

Durante el 3T21 los mercados financieros se caracterizaron, en primer lugar, por un aumento de los precios de los *commodities* energéticos. Esto, sumado a las interrupciones de las cadenas globales de suministro, llevó a un aumento de las expectativas de inflación, lo que a su vez se tradujo en expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva y una mayor aversión al riesgo a nivel global. Esta mayor percepción de riesgo también se dio como consecuencia de: *i*) la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia; *ii*) los temores de una desaceleración económica global; y *iii*) eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en EE.UU. y varios países de la región. Todo lo anterior se vio reflejado en un fortalecimiento del dólar, un aumento de las tasas de los títulos de deuda pública en economías emergentes, y en menor medida en economías desarrolladas, y un comportamiento mixto de los índices bursátiles a nivel global.

### 2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 3T21, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, los aumentos de los CDS y del EMBI reflejaron, además de la mayor aversión al riesgo a nivel global: *i*) la decisión de Fitch Ratings el 1 de julio de retirar el grado de inversión del país en moneda local y extranjera, la cual se sumó a la que tomó S&P Global el 19 de mayo<sup>1</sup>; y *ii*) la mayor incertidumbre política ante la proximidad de las elecciones presidenciales del próximo año. A lo anterior se sumaron las mayores expectativas de inflación durante el trimestre, lo que llevó al Banrep a comenzar en septiembre un ciclo de aumentos de tasas de interés. Sin embargo, las cifras de confianza y actividad económica publicadas durante el 3T21 evidenciaron una resiliencia de la economía colombiana, lo que llevó a los analistas del mercado a aumentar sus proyecciones de crecimiento para 2021.

### 2.3 Mercado cambiario

Durante el 3T21 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de monedas de países desarrollados y monedas de emergentes (de acuerdo con el DXY, el dólar se fortaleció 1,9%). Las monedas de países emergentes y de la región se debilitaron en línea con el fortalecimiento del dólar y se vieron presionadas además por factores idiosincráticos dentro de los que se destaca la incertidumbre política y fiscal, y la disminución de las cotizaciones de algunas materias primas como el cobre, el hierro y la soya.

El peso colombiano se depreció 1,7% durante el trimestre en línea con el fortalecimiento del dólar. Hasta inicios de agosto, el peso acumuló una depreciación de alrededor del 6% y alcanzó su mayor nivel en lo corrido del año, presionado adicionalmente por la caída de los precios del petróleo y el amplio diferencial de tasas de interés entre Colombia y otros países de la región. Sin embargo, a partir de mediados de agosto, la depreciación de la

---

<sup>1</sup>El 19 de mayo S&P Global redujo en un nodo la calificación del país en moneda local a BBB- (grado de inversión) y en moneda extranjera a BB+ (grado especulativo).

moneda corrigió parcialmente gracias a la recuperación de las cotizaciones del petróleo y las mayores expectativas de monetizaciones por parte del Gobierno.

## 2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 3T21, los bancos centrales de la región aumentaron sus tasas de política monetaria en medio de una coyuntura de rápida recuperación económica y mayores presiones inflacionarias. El Banco central de Brasil aumentó en 200 pb debido al aumento de los precios al consumidor y las dudas sobre el panorama fiscal. En Chile, el Banco central sorprendió al mercado al aumentar por unanimidad en 75 pb en el mes de agosto.

En el 3T21 la JDBR mantuvo su tasa de interés en un mínimo 1,75 % con el objetivo de seguir brindando estímulo a la economía y el 30 de septiembre de 2021 la JDBR aumentó la tasa de política monetaria en 25 pb, de 1,75 % a 2 %. Esta decisión estuvo soportada por aspectos como las presiones inflacionarias y el mejor dinamismo del PIB observado durante el 3T21. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

La curva de EE.UU. presentó desvalorizaciones como consecuencia del retiro del estímulo monetario a nivel global más rápido de lo esperado y las presiones inflacionarias. Los títulos de la región continuaron por la misma senda de los Tesoros del Gobierno Americano, los tramos cortos de las curvas se pudieron ver afectados por las expectativas de una política monetaria menos expansiva, mientras que los de largo plazo se vieron afectados por factores idiosincráticos.

En Colombia, la deuda pública local presentó desvalorizaciones antes los aumentos de inflación presentados durante el trimestre y el inicio del retiro del estímulo monetario. En cuanto a la deuda publica externa de igual manera tuvo el mismo comportamiento ante mayores depreciaciones del peso.

## 2.6 Mercado accionario

En el 3T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría un comportamiento negativo ante las preocupaciones sobre el retiro del estímulo monetario por parte de los bancos centrales y preocupaciones sobre la inflación. A nivel regional, el mercado bursátil europeo presentó el mejor comportamiento con una valorización de 0,4 %. En contraste, el mercado estadounidense se desvalorizó un 0,7 %, seguido por el asiático (4,1 %) y el latinoamericano (9,1 %)

A nivel local el índice *MSCI Colcap* se vio favorecido principalmente por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero, servicios públicos y materiales, los cuales ponderan más de un 70 % del índice. El buen desempeño de las acciones del sector financiero respondió a la publicación de resultados corporativos positivos.

### 3 Entorno internacional

Durante el 3T21 los mercados financieros se caracterizaron, en primer lugar, por un aumento de los precios de los *commodities* energéticos. Esto, sumado a las interrupciones de las cadenas globales de suministro, llevó a un aumento de las expectativas de inflación, lo que a su vez se tradujo en expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva y una mayor aversión al riesgo a nivel global. Esta mayor percepción de riesgo también se dio como consecuencia de: *i*) la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia; *ii*) los temores de una desaceleración económica global; y *iii*) eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en EE.UU. y varios países de la región. Todo lo anterior se vio reflejado en un fortalecimiento del dólar, un aumento de las tasas de los títulos de deuda pública en economías emergentes, y en menor medida en economías desarrolladas, y un comportamiento mixto de los índices bursátiles a nivel global (Gráfico 1).

Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante el 3T21

	Cambios entre el 30 de junio de 2021 y el 30 de septiembre de 2021										
	Tasa de política			Tasa moneda local		Tasa USD		Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI
	2 años	10 años	2 años	10 años	2 años	10 años					
Reino Unido	0	25	22					-2,58%	0,70%		
Japón	0	-1	1					-0,16%	2,30%		
Alemania	0	-3	3					-2,34%	-0,40%	5,1	
EE.UU.	0	3	1	3	1			1,94%	0,23%	7,3	3,8
Colombia	25	45	47	43	56			-1,69%	9,06%	33	54
UVR		3	9					-3,41%	2,18%	41	48
Brasil	200	196	180	11	50			-8,70%	-12,48%	9	12
México	50	49	39	28	12			-3,41%	2,18%	9	12
Perú	75	243	87	19	34			-6,50%	-3,03%	23	17
Chile	100	221	59					-9,35%	0,72%	30	15
Otros EM	0	11	14					-0,89%	-8,84%	26	29

**Fuente:** Bloomberg, Banrep. Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la moneda frente al dólar americano. En EE.UU, la tasa de cambio corresponde al DXY (un aumento corresponde a un fortalecimiento del dólar). Los indicadores de percepción de riesgo en EE.UU. corresponden al Vix y al Move, mientras que en Alemania corresponde al Vstoxx. Las variaciones de las tasas de política, tasas de interés de los bonos soberanos en moneda local y extranjera, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb). Los *commodities* corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soja en Brasil. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

#### Mayores precios de los *commodities*

Durante el 3T21, el precio del petróleo mostró un comportamiento volátil y al 30 de septiembre los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron 2,1% y 4,9%<sup>2</sup>, respectivamente. Inicialmente, el precio dis-

<sup>2</sup>Finalizando septiembre, el Brent y el WTI alcanzaron su precio

minuyó por el aumento del suministro por parte de la OPEP+<sup>3</sup> y las preocupaciones tanto por la recuperación de la actividad económica global como por la demanda del *commodity*, dado el avance en la variante Delta y la desaceleración en el crecimiento de China. Sin embargo, a partir de mediados de agosto, las cotizaciones de crudo se recuperaron impulsadas por: *i*) el menor suministro del Golfo de México, luego de la interrupción de la producción como consecuencia de un incendio en una plataforma petrolera y el paso de huracanes, entre ellos el Ida; *ii*) menores inventarios de crudo de EE.UU; y *iii*) las mejores perspectivas de demanda y un posible mayor uso como sustituto energético dados los aumentos importantes del precio del gas natural.

En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) en sus perspectivas energéticas a corto plazo de inicios del mes de octubre incrementó sus estimaciones frente a las proyecciones de julio. La agencia estima precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 71,38 dólares por barril (d/b) y USD 71,91 d/b en 2021 y 2022, respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, pronostica un precio promedio anual de USD 68,48 d/b y USD 68,24 d/b para estos mismos años. De acuerdo con la AIE, los precios al contado de la referencia Brent y WTI promediaron USD 74 y USD 72 d/b durante septiembre, respectivamente (USD 4 d/b más que en agosto y más de USD 30 d/b superior al precio promedio de septiembre del año pasado). Un factor importante que ha contribuido al incremento de los precios de acuerdo con la agencia ha sido la constante y considerable disminución de los inventarios de petróleo a nivel mundial<sup>4</sup> (Gráfico 2).

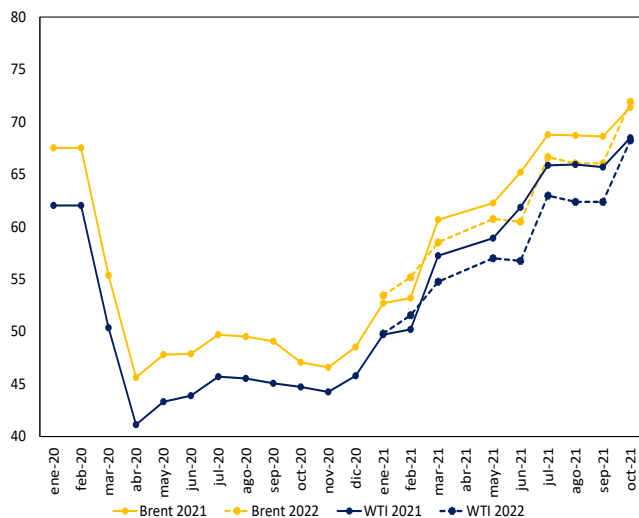
El precio de otras materias primas generadoras de energía como el carbón y gas natural aumentó durante el 3T21. Los analistas del sector de la energía citaron

más alto desde 2018.

<sup>3</sup>En su reunión de julio, la OPEP+ acordó incrementar la oferta en 2 millones (m) de barriles por día (bpd), a partir de agosto y hasta diciembre de 2021, lo cual implica aumentos de 400 mil bpd por cada mes.

<sup>4</sup>La AIE estima que los inventarios globales cayeron 1,9 m de barriles por día en el 3T21.

Gráfico 2: Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent



Fuente: Short-Term Energy Outlook (STEO) de la AIE. Los valores en 2020 corresponden a los pronósticos de precios spot promedio de la AIE para el 2021. A partir del 2021 la AIE incorporó pronósticos para 2022. Los últimos valores corresponden al STEO de octubre.

entre las razones del incremento del carbón: el repunte de la demanda de energía en China<sup>5</sup>, la prohibición informal de Pekín de importar carbón de Australia, las interrupciones del suministro en algunos países<sup>6</sup>, y el aumento de los precios mundiales del gas. El precio del gas natural ha venido aumentando principalmente por problemas de oferta, ya que mientras la actividad económica se ha recuperado la producción no lo ha hecho al mismo ritmo; además, se ha presentado algunos problemas de suministro por parte de Noruega y Rusia (Gráfico 3).

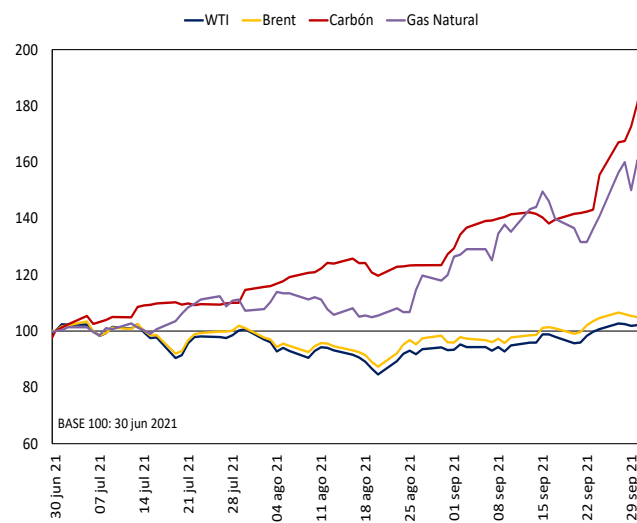
Por otra parte, durante el trimestre se presentaron valorizaciones de los productos industriales y desvalorizaciones de los productos agrícolas y metales preciosos. En particular, el precio del aluminio alcanzó máximos desde 2008 debido a las preocupaciones por el golpe de estado en Guinea<sup>7</sup> y la limitada oferta; mientras que

<sup>5</sup>De acuerdo con la Agencia Nacional de Energía de China, el consumo total de energía mensual promedio del 3T21 se ubicó en 744 billones de kWh, mayor al del 2T21 de 671 billones kWh.

<sup>6</sup>Australia, Sudáfrica y Colombia.

<sup>7</sup>Guinea es uno de los principales productores de la bauxita, insumo necesario para la elaboración del aluminio.

Gráfico 3: Cambio en los precios de productos generadores de energía



Fuente: Bloomberg.

el precio del hierro cayó 48%, afectado por las restricciones de China a la actividad industrial. Finalmente, la disminución del precio del oro y la plata estuvo impulsada por el fortalecimiento del dólar ante las expectativas de que la Fed empiece pronto a reducir su estímulo monetario (Gráfico 4).

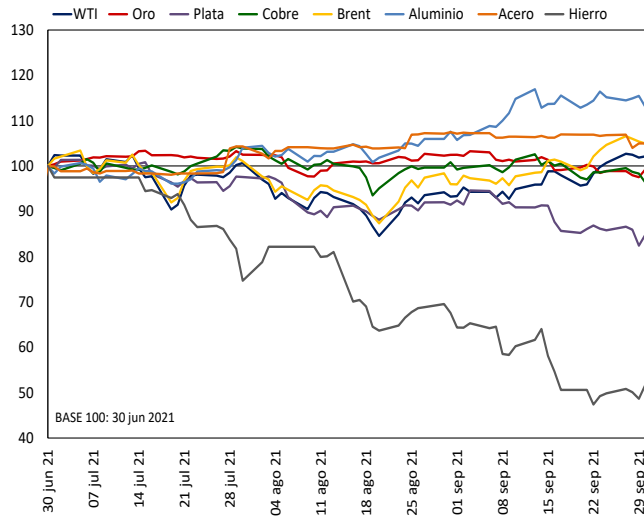
**Expectativas de menor estímulo monetario**

Además de los precios más altos de la mayoría de los commodities, la inflación ha aumentado en las economías desarrolladas (excepto en Japón) como consecuencia de las interrupciones de las cadenas de suministro y la rápida recuperación económica durante el primer semestre del año. En el Gráfico 5 se observa que tanto la inflación total como la inflación núcleo<sup>8</sup> se han ubicado durante los últimos meses cerca, o por encima, de la meta de 2% establecida por los Bancos Centrales de EE.UU. (Fed), la eurozona (BCE) e Inglaterra (BoE). Lo anterior ha llevado a un aumento de las expectativas de inflación<sup>9</sup>, y por consiguiente

<sup>8</sup>Medida de inflación que excluye los artículos más volátiles como alimentos y energía.

<sup>9</sup>En EE.UU., por ejemplo, las expectativas de inflación que se ex-

Gráfico 4: Cambio en los precios de productos básicos



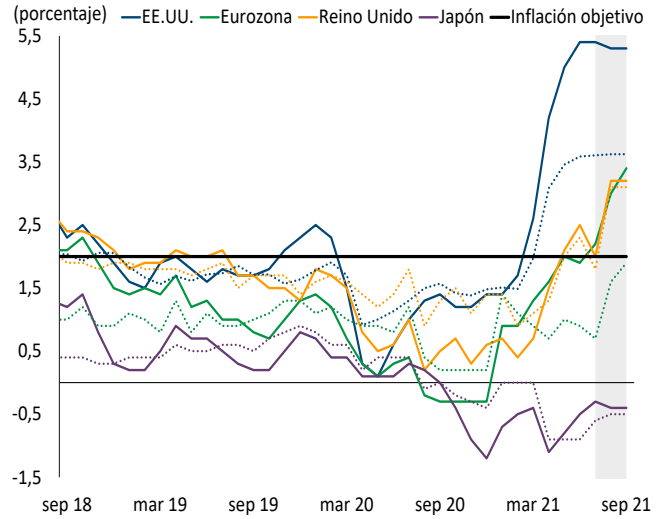
Fuente: Bloomberg.

de política monetaria menos expansiva, ante temores de que la inflación permanezca en niveles elevados por un periodo de tiempo superior al estimado previamente, de manera que su caracter no sería transitorio como se esperaba.

Sin embargo, las autoridades monetarias, especialmente en EE.UU, han hecho énfasis en que sus decisiones no dependerán solamente del comportamiento de la inflación sino que también deberán ver progresos sustanciales en el frente laboral antes de retirar los estímulos vigentes. En este sentido, el Gráfico 6 muestra que las tasas de desempleo en EE.UU, la eurozona, Reino Unido y Japón aún se encuentran por encima de los niveles observados previos a la crisis. Así mismo, para el caso de EE.UU, el Gráfico 7 muestra que: i) pese a la reducción de las solicitudes semanales por subsidios de desempleo, estas aún se mantienen en niveles históricamente altos; y ii) la contratación no ha repuntado durante el 3T21, destacándose la sorpresa del resultado de septiembre (194 mil), por debajo de lo que esperaba el mercado (500 mil). Lo anterior refleja

traen de las tasas de los Tesoros (*Breakeven Inflation*) se ubicaron durante el trimestre en máximos desde 2008 y 2013 para los plazos de 5 y 10 años, respectivamente.

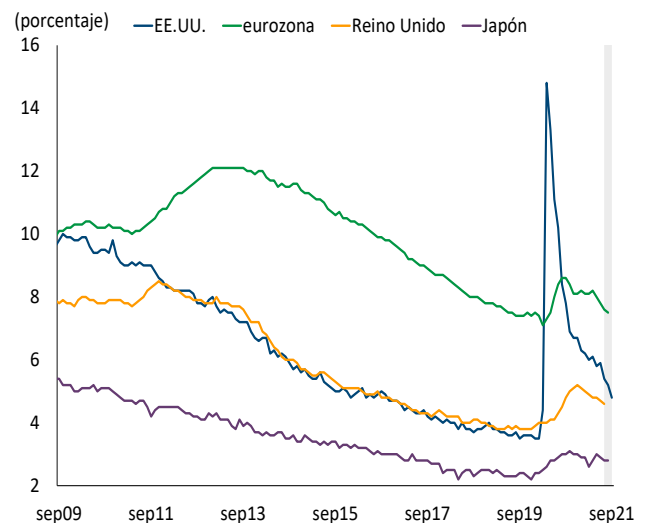
Gráfico 5: Inflación en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Las líneas punteadas corresponden a la inflación núcleo.

la debilidad que aún presentan los mercados laborales a nivel global, lo que a su vez soportaría las apuestas de algunos agentes de estabilidad de la política monetaria en economías desarrolladas.

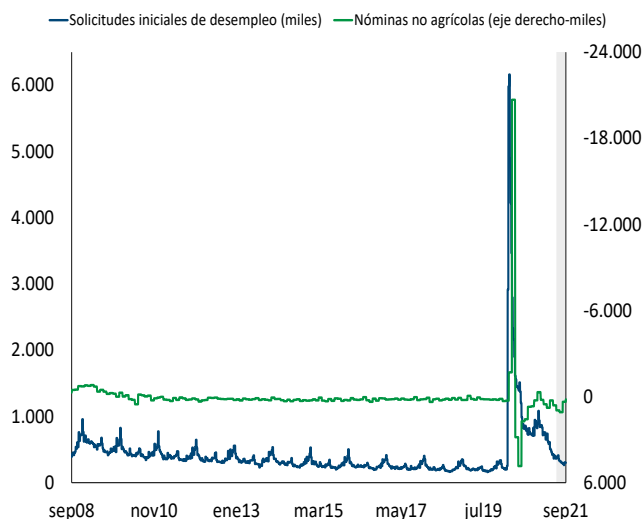
Gráfico 6: Desempleo en economías desarrolladas



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

Ante la disyuntiva de altas tasas de inflación, expecta-

Gráfico 7: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU

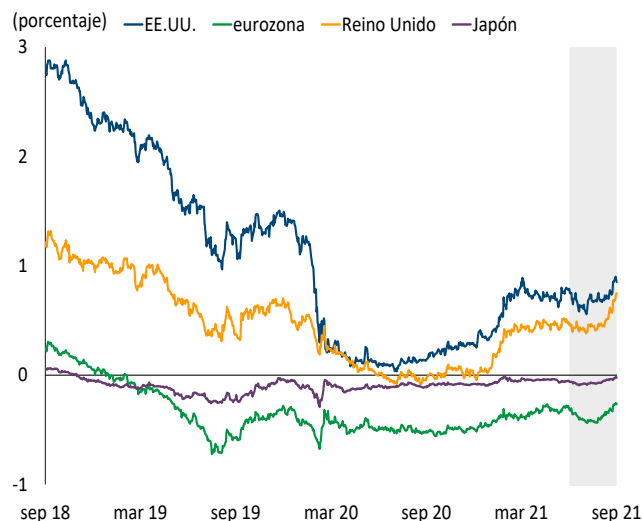


Fuente: Bloomberg.

tivas de inflación al alza y un mercado laboral que aún no ha regresado a los niveles previos a la crisis, los analistas han debatido durante el trimestre en torno a qué factor pesaría más en las próximas decisiones de política monetaria en economías desarrolladas: inflación o desempleo. De acuerdo con el Gráfico 8, durante julio los mercados descontaban una senda de política más expansiva en estas economías ante las expectativas de que las autoridades monetarias mantendrían su postura actual mientras el mercado laboral permaneciera rezagado. Posteriormente, las expectativas de que la inflación no sería transitoria como se pensaba, llevó a los agentes a descontar una senda de política monetaria menos expansiva en economías desarrolladas. De esta manera, a finales del 3T21 el mercado esperaba que la Fed comenzara a reducir su programa de compra de activos antes de finalizar el año y lo culminara totalmente a mediados de 2022. A finales de ese año, la Fed ya habría aumentado entre 25 pb y 50 pb el rango de los fondos federales. En Inglaterra, las expectativas de tasas de interés han aumentado de manera importante ante declaraciones de varios miembros del BoE a favor de comenzar a aumentar tasas incluso antes de finalizar el programa de compra de activos.

Por último, en la eurozona y Japón, sus Bancos Centrales mantendrían sus tasas en terreno negativo en el mediano plazo, aunque con un sesgo al alza.

Gráfico 8: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas



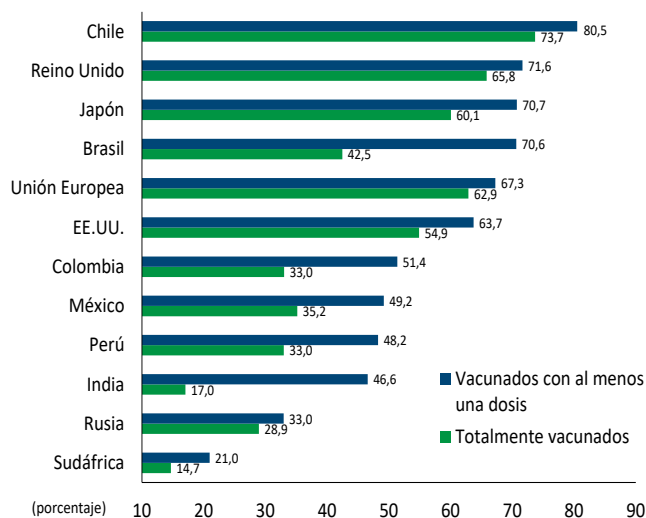
Fuente: Bloomberg.

### Incertidumbre frente a la evolución de la pandemia

Durante diciembre de 2020 y los primeros meses del 2021, la mayoría de las economías desarrolladas comenzó a vacunar rápidamente a su población, mientras que las economías emergentes lo empezaron a hacer a un menor ritmo, en medio de las dificultades iniciales por parte de las farmacéuticas para cumplir con las obligaciones contractuales adquiridas durante 2020. Desde entonces el ritmo de vacunación ha avanzado rápidamente a nivel global, generando expectativas de que el grueso de la población se encuentre vacunada mucho antes de lo esperado a inicios del 2021. No obstante, en varias economías avanzadas el ritmo de vacunación ha disminuído durante los últimos meses, no por un problema de oferta sino de demanda ante la decisión de no vacunarse por una parte importante de la población dados los efectos secundarios que se han evidenciado en algunas vacunas, lo que ha llevado a las autoridades a generar estrategias de comunicación que permitan alcanzar pronto la inmunidad de rebaño en estas economías. De la muestra de países analiza-

dos, se destaca que: *i)* Chile, Reino Unido, Japón y Brasil ya han aplicado al menos una dosis a más del 70% de su población; *ii)* los países emergentes presentan un rezago frente a sus pares desarrollados en cuanto al esquema de vacunación completa, lo cual los hace vulnerables ante el resurgimiento de nuevos casos y la aparición de nuevas cepas; y *iii)* dado que la mayoría de las vacunas administradas requieren dos dosis, la alta diferencia entre la población parcial y totalmente vacunada en las economías en desarrollo puede evidenciar una vulnerabilidad importante en el proceso de vacunación en caso de que hubiera problemas en la cadena de suministro de las vacunas.

Gráfico 9: Personas con una dosis y totalmente vacunados por cada cien habitantes



Fuente: Our World in Data. Datos al 30 de septiembre de 2021.

El Gráfico 10 presenta la evolución de la mortalidad semanal por Covid-19 en varios países desarrollados y emergentes. En primer lugar, se observa la rápida reducción de la mortalidad desde inicios del año en las economías desarrolladas como consecuencia de las medidas de confinamiento adoptadas a finales de 2020 y la distribución de las vacunas en estos países. Sin embargo, dado el avance del plan de vacunación en economías emergentes, durante el 3T21 se evidenció una reducción de la mortalidad en estas economías a niveles mínimos durante la pandemia. Por otro lado,

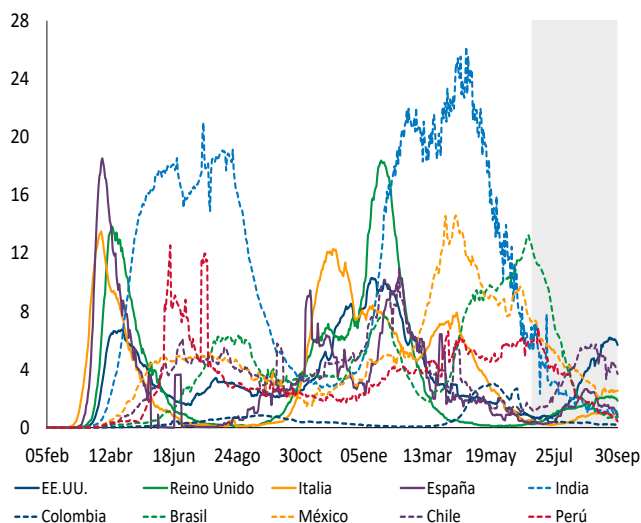
se destaca el aumento de la mortalidad en EE.UU. y Chile a mediados del trimestre, pese al avance del proceso de vacunación, asociado a la expansión de la variante Delta en estos países<sup>10</sup>. El Gráfico 11 muestra que en EE.UU. los estados con una mayor proporción de su población parcialmente vacunada evidenciaron una menor mortalidad por Covid-19 durante la última semana de septiembre. Por otro lado, pese a que la mortalidad ha disminuido, no ha sido así el comportamiento de los contagios en economías desarrolladas, lo cual pone de manifiesto la menor eficacia de algunas vacunas ante algunas variantes del virus y la posibilidad de que aparezcan nuevas variantes mientras las economías emergentes no alcancen el esquema de vacunación que han alcanzado la mayoría de las economías avanzadas. En este contexto, varios países desarrollados han comenzado a aplicar terceras dosis de las vacunas a población vulnerable en algunos casos o al grueso de la población en otros, con el fin de contrarrestar el impacto de nuevas variantes o la reducción de la eficacia de las vacunas con el paso del tiempo.

### Incertidumbre frente a la recuperación económica

Durante el 3T21, el desempeño de los mercados financieros continuó estando asociado a las perspectivas frente a la recuperación económica global. Durante buena parte del año, EE.UU. y China han sido los líderes de esta recuperación como consecuencia del mayor estímulo monetario y fiscal, así como del ritmo acelerado de vacunación en EE.UU. y de la rápida recuperación del consumo privado en China dado el impacto limitado que ha tenido la pandemia en ese país. Sin embargo, la mayoría de analistas considera que la rápida recuperación de estas economías podría haber alcanzado un pico durante el 2T21. En EE.UU., el aumento de los contagios y la mortalidad asociada al Covid-19, así como la demora y posible dilución de la agenda económica del Gobierno Biden en el Congreso, han pesado sobre las perspectivas de recuperación económica. En China, la actividad se ha desacele-

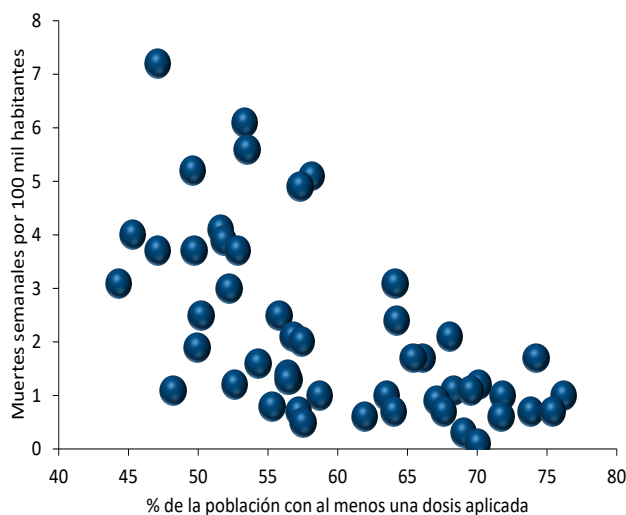
<sup>10</sup>Desde el comienzo de la pandemia, han surgido múltiples variantes del virus en países como Brasil, Reino Unido, India y Sudáfrica. La variante Delta es originaria de la India.

Gráfico 10: Número de nuevas muertes semanales de Covid-19 por cien mil habitantes



Fuente: Our World in Data.

Gráfico 11: Vacunación y mortalidad por Covid-19 en EE.UU.



Fuente: Our World in Data. Cada esfera representa un estado de EE.UU.

rado como consecuencia de las iniciativas regulatorias del Gobierno en contra de varios sectores económicos, los confinamientos adoptados con el fin de controlar la pandemia, la escasez energética, y la incertidumbre en torno a la sostenibilidad financiera del sector inmobiliario

en ese país. En este contexto, los protagonistas de la recuperación económica durante el segundo semestre serían la eurozona, Reino Unido y Japón, así como el grueso de las economías emergentes ante los avances en sus programas de vacunación y los mayores precios de los *commodities*, lo cual beneficia a la mayoría de países en desarrollo al ser exportadores de materias primas.

Las cifras más recientes de confianza evidencian una desaceleración del ritmo de recuperación económica en la mayoría de las economías desarrolladas. Por un lado, el Gráfico 12 muestra que la confianza del consumidor presentó un deterioro durante el trimestre en EE.UU. y el Reino Unido, mientras que en la eurozona y Japón se mantuvo en niveles similares a los observados durante el trimestre anterior. Por su parte, los PMI<sup>11</sup> manufactureros disminuyeron durante el trimestre, tras alcanzar niveles máximos históricos durante el 2T21, aunque se mantienen en terreno expansivo (Gráfico 13). Así mismo, los PMI de servicios presentaron reducciones durante el trimestre, excepto en Japón donde este indicador se mantuvo en un nivel contractivo similar al observado durante el 2T21 (Gráfico 14).

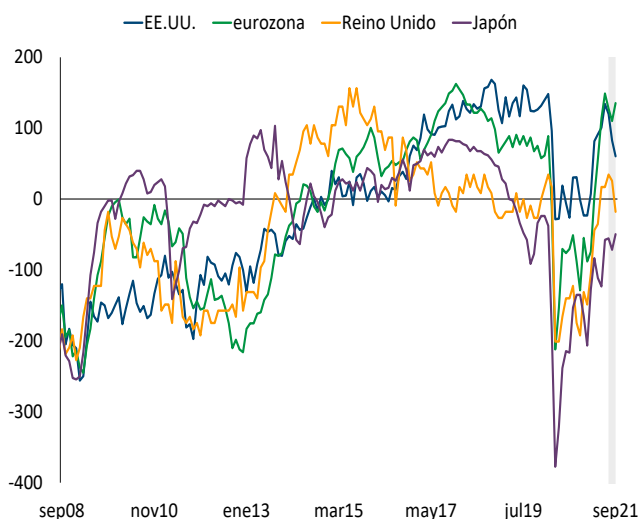
Esta desaceleración se ve reflejada en la actualización más reciente de las proyecciones de crecimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI, Gráfico 15) para 2021 (publicadas el 12 de octubre). En estas se destaca que: *i*) EE.UU. y Sudáfrica presentaron reducciones de un punto porcentual (pp) frente a lo proyectado en julio, mientras que la eurozona vio un aumento de 0,4 pp; *ii*) las demás economías presentaron ligeras variaciones a sus pronósticos, en la mayoría a la baja<sup>12</sup>; y *iii*) Chile, India, Colombia, EE.UU, Brasil y Rusia

<sup>11</sup>El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión frente al mes anterior, mientras que un dato por debajo indica contracción frente al mes anterior.

<sup>12</sup>Los aumentos de las perspectivas para Colombia, Chile y Perú no son comparables dado que la estimación previa corresponde a abril de 2021.

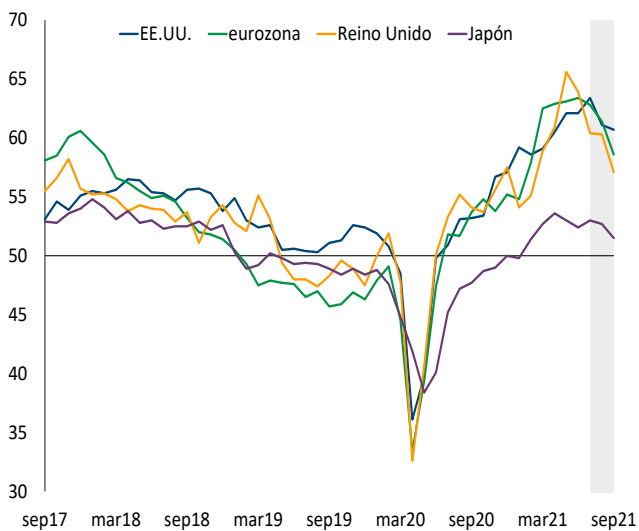


Gráfico 12: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Las series se presentan estandarizadas.

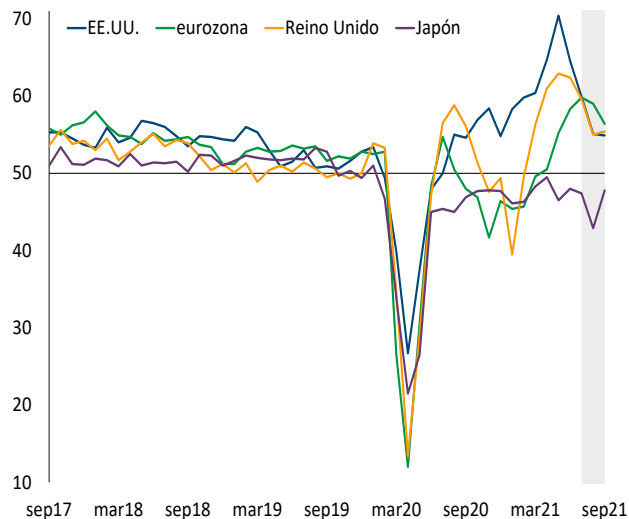
Gráfico 13: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

alcanzarían este año el nivel de producto observado previo a la pandemia, además de China que fue la única economía analizada que no se contrajo durante ese

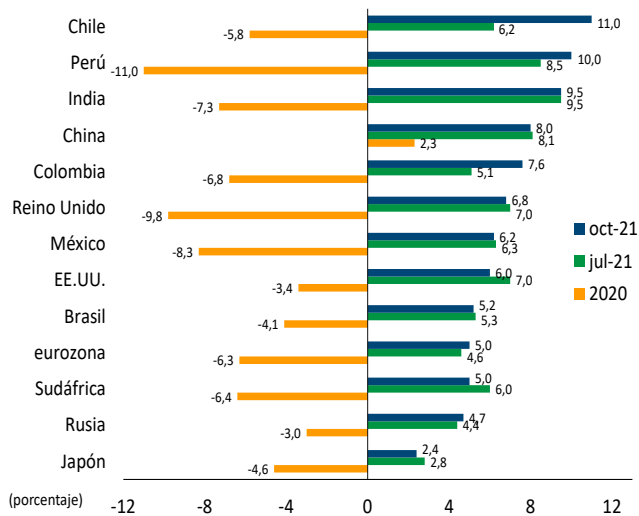
Gráfico 14: PMI de servicios en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

año<sup>13</sup>.

Gráfico 15: Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del FMI para 2021



(porcentaje) Fuente: FMI. En el caso de Colombia, Chile y Perú, las estimaciones previas corresponden a abril de 2021.

<sup>13</sup>El resto de las economías analizadas volverían a su nivel de PIB pre pandemia durante el 2022.

### Eventos generadores de incertidumbre

En este contexto de presiones inflacionarias y desaceleración del ritmo de recuperación económica, los indicadores de percepción de riesgo como el *Vix*<sup>14</sup> y el *Vstox*<sup>15</sup> presentaron una tendencia al alza, especialmente a finales del trimestre tras el aumento de los temores y posterior materialización del impago de los intereses de deuda de Evergrande, la segunda mayor compañía inmobiliaria de China. Adicionalmente, los indicadores de percepción de riesgo pudieron haberse visto presionados al alza ante las discusiones en el Congreso de EE.UU. en torno al aumento del techo de la deuda. De acuerdo con el Departamento del Tesoro, de no aumentar o suspender el techo de la deuda, el Gobierno de EE.UU. se habría visto obligado a incumplir con sus obligaciones financieras a mediados de octubre. Finalmente, el Congreso acordó durante los primeros días de octubre su suspensión hasta el 3 de diciembre. Por último, el *Move*<sup>16</sup> presentó una alta volatilidad, en línea con la volatilidad observada en las tasas de los Tesoros de EE.UU. en medio del cambio de las expectativas de política monetaria e inflación durante el trimestre (*Gráfico 16*).

En la región, las primas de riesgo aumentaron durante el 3T21, especialmente a finales del periodo con la aversión al riesgo que produjo el posible incumplimiento de las obligaciones financieras por parte de Evergrande. Al cierre del trimestre el CDS a 5 años aumentó 41 pb en Brasil, 33 pb en Colombia, 30 pb en Chile, 23 pb en Perú y 9 pb en México (*Gráfico 17*). Por otra parte, el EMBI<sup>17</sup> aumentó 54 pb en Colom-

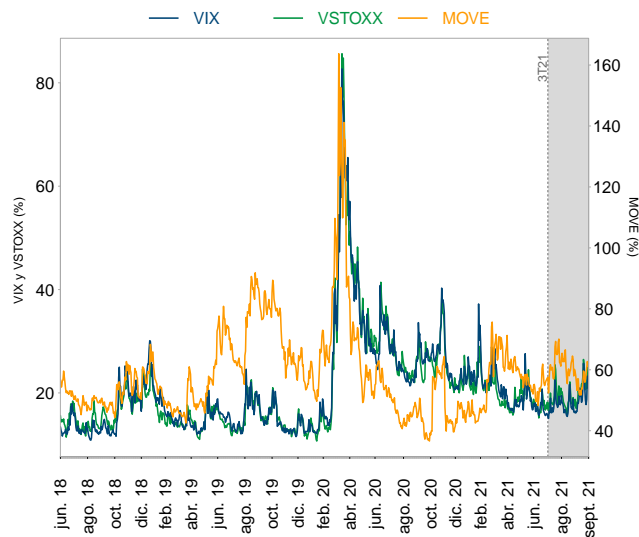
<sup>14</sup>El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

<sup>15</sup>El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

<sup>16</sup>El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los Tesoros.

<sup>17</sup>El EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en puntos básicos -pb-) entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Un incremento de este indicador refleja mayor riesgo de

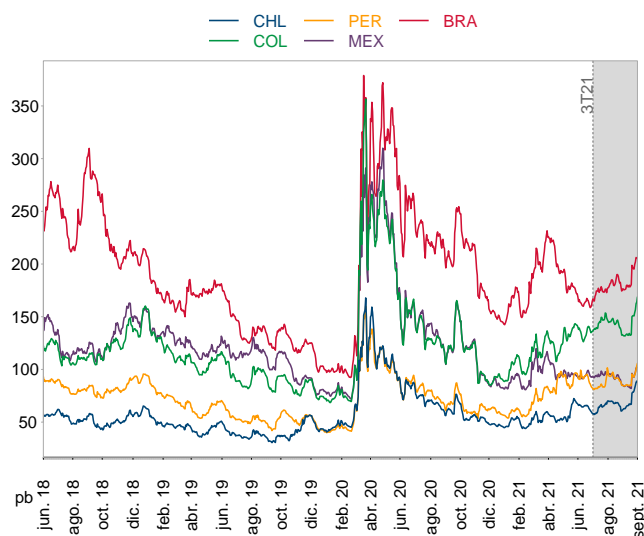
*Gráfico 16:* Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg.

bia, 48 pb en Brasil, 17 pb en Perú, 15 pb en Chile y 12 pb en México. (*Gráfico 18*).

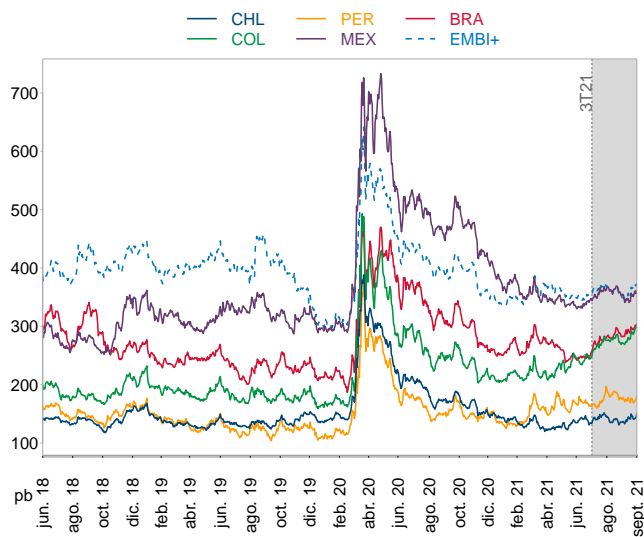
*Gráfico 17:* Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

En línea con el aumento de las primas de riesgo de crédito del país emisor.

Gráfico 18: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

los países de la región, algunos activos financieros se vieron afectados por eventos idiosincráticos. En Chile, la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) las posibles reformas constitucionales propuestas por varios miembros de la recién electa Asamblea Constituyente y preocupaciones sobre la redacción de la nueva constitución del país<sup>18</sup>; *ii*) las expectativas de que las presiones políticas en el Congreso y la posible victoria presidencial de un candidato cuyas políticas no sean amigables con el mercado (en las elecciones de noviembre) puedan llevar a un mayor gasto; y *iii*) las preocupaciones en torno a la discusión de una cuarta ronda de retiros anticipados de fondos de pensiones y sus posibles riesgos financieros<sup>19</sup>.

<sup>18</sup>Entre las propuestas formuladas por la Comisión de Participación Popular y Equidad Territorial de la Convención Constitucional, se conoció la posible incorporación en su reglamento de un mecanismo de plebiscitos dirimientes, que contempla que las personas pueden emitir su voto ante temas que no obtengan los 2/3 de quórum para ser aprobadas dentro de la Convención.

<sup>19</sup>Tras la aprobación en la Cámara de Diputados del proyecto de un cuarto retiro del 10% de los ahorros de los cotizantes de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) finalizando el trimestre, el Senado comenzará a debatir el texto. Al respecto, el Ministro de Hacienda señaló que una nueva ronda de retiros anticipados de fondos de pensiones crearía riesgos para el sistema

En el caso de Brasil, se destaca las tensiones entre el presidente, Jair Bolsonaro, y la rama judicial en torno a las investigaciones que se están adelantando al presidente por corrupción, y los alegatos por parte de él acerca de un posible fraude del sistema electoral durante las próximas elecciones. Así mismo, hubo incertidumbre fiscal en medio de: *i*) una mayor presión para un aumento del gasto, generado por la intención del presidente de aumentar el monto del pago del programa social Bolsa Familia; y *ii*) el fracaso en las discusiones entre el Gobierno y el Congreso para llegar a una solución final respecto a los pagos ordenados por la corte programados para 2022<sup>20</sup>.

Por último, en Perú, tras la victoria de Pedro Castillo se generó incertidumbre en torno a las políticas que adoptará el nuevo presidente y el nombramiento de los miembros del gabinete del nuevo Gobierno. Por otra parte, Moody's rebajó la calificación del país de A3 a Baa1 (grado de inversión), e indicó que la decisión obedece a un entorno político polarizado y fracturado que ha aumentado el riesgo para la gobernabilidad general, la efectividad de las políticas y la credibilidad.

En este contexto, al analizar los flujos de capital de portafolio hacia los mercados emergentes y hacia la región, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), en el 3T21 se observó una disminución en las entradas de portafolio totales hacia los mercados emergentes frente al trimestre anterior. Durante el 3T21 se presentaron entradas netas de USD 51,4 mm (en el 2T21 se reportaron entradas de USD 118 mm), de las cuales USD 29,8 mm tuvieron lugar en septiembre<sup>21</sup>. Las entradas del trimestre se explican

financiero y perjudicaría los pagos de jubilación futuros. Por otra parte, el presidente del Banco Central de Chile, Mario Marcel, afirmó que nuevos retiros agudizarían la inflación y aumentarían las tensiones en los mercados financieros.

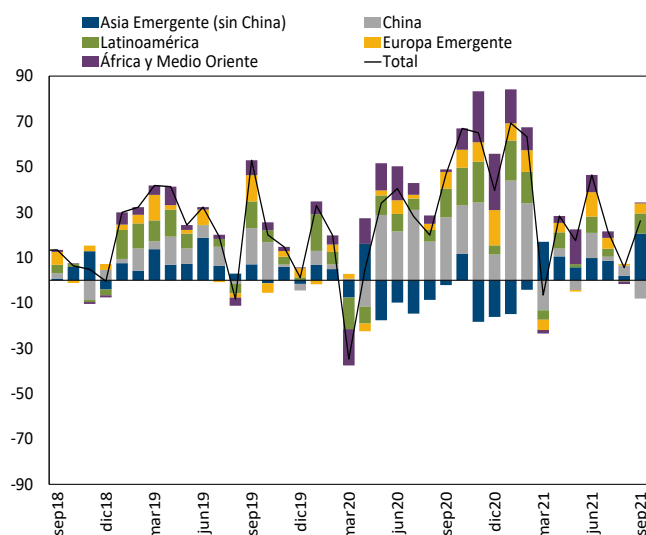
<sup>20</sup>Los tribunales dictaminaron que el Gobierno debe pagar BRL 89.200 m (USD 17.000 m) en 2022 por demandas contra el Estado que se quedaron sin apelaciones. Al respecto, una enmienda constitucional se analizó por la Cámara Baja, con el objetivo de crear un límite para estos pagos.

<sup>21</sup>Durante este mes se presentaron salidas de USD 6,7 mm en China, en línea con las preocupaciones en el sector inmobiliario de

por: *i*) USD 53,3 mm de entradas al mercado de deuda; y *ii*) USD 2,0 mm de salidas del mercado accionario (*Gráficos 19 y 20*).

De los flujos observados en el trimestre, Asia emergente (sin China) tuvo las mayores entradas totales de capital de portafolio por un total de USD 16,5 mm. Por su parte, Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas netas por un valor de USD 13,8 mm, que se explican por USD 11,8 mm y USD 2,0 mm de entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente.

*Gráfico 19:* Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



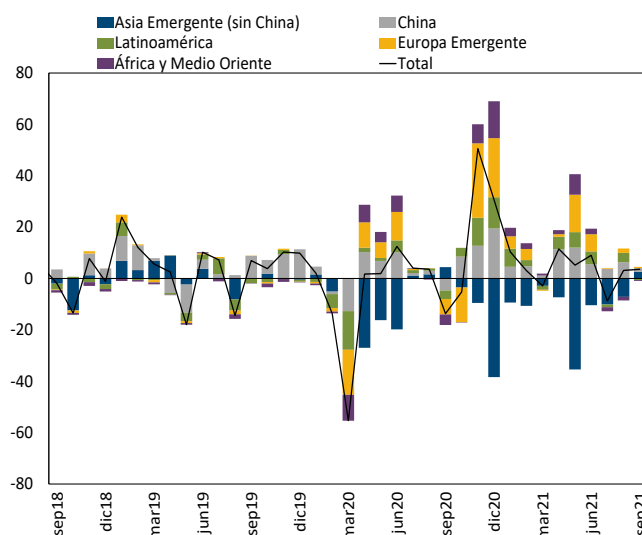
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Con la información del IIF desagregada por países, en la región se presentaron los siguientes flujos de inversión de portafolio durante julio y agosto: *i*) México: salidas del mercado de deuda y mercado accionario por USD 5,2 mm y USD 0,6 mm, respectivamente<sup>22</sup>; *ii*) Brasil: entradas de USD 5,0 mm al mercado de deuda y salidas por USD 1,7 mm del mercado acciona-

este país.

<sup>22</sup>En México para septiembre se tiene información de entradas de USD 1,1 mm al mercado de renta fija y no hay información disponible para el mercado de renta variable.

*Gráfico 20:* Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

rio<sup>23</sup>. En el caso de Chile, únicamente se tiene información para julio: entradas de USD 0,2 mm y USD 8,8 mm al mercado accionario y mercado de deuda, respectivamente. Con información de la balanza cambiaria del Banrep, en Colombia en el trimestre se presentaron entradas de inversión extranjera de portafolio de USD 0,08 mm.

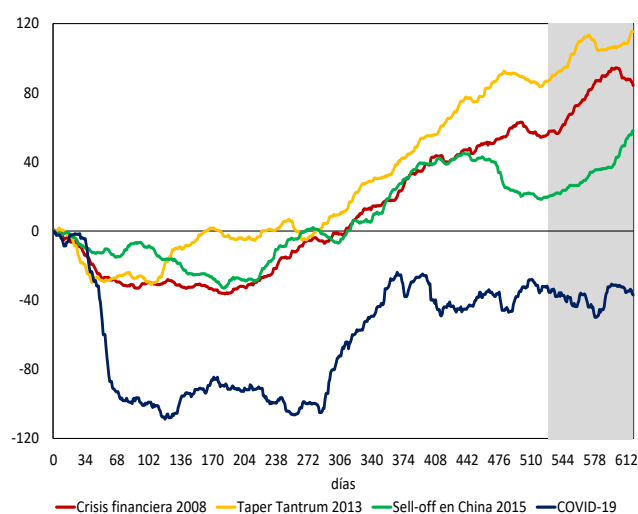
Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF<sup>24</sup> se observa que desde inicios del 3T21 hasta la tercera semana de agosto, los flujos totalizaron salidas por USD 16,7 mm aproximadamente (explicadas principalmente por flujos negativos del mercado de renta variable), este desempeño pudo estar asociado con la disminución del precio de algunas materias primas y las preocupaciones

<sup>23</sup>En Brasil para septiembre se tiene información de salidas por USD 0,8 mm del mercado de renta variable y no hay información disponible para el mercado de renta fija.

<sup>24</sup>Los flujos diarios del IIF cubren un grupo de países más pequeño que los flujos mensuales, para estos últimos se tienen en cuenta variables adicionales para estimar los flujos, incluidos los datos de emisiones, una medida de la aversión al riesgo de los inversionistas y una medida de las expectativas del mercado en relación con la política futura de la Fed.

en relación con el avance de la variante Delta. Sin embargo, posteriormente se observó una recuperación parcial de esta dinámica. Así, desde el inicio de la pandemia al cierre del 3T21 se han acumulado salidas por un total de USD 36,9 mm (USD 23,8 mm y USD 13,1 mm en renta fija y renta variable, respectivamente) (*Gráfico 21*).

*Gráfico 21:* Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes



**Fuente:** IIF. Cifras en USD mm.  
Flujos acumulados de portafolio de no residentes a economías emergentes hasta 619 días después de la fecha de inicio de cada evento (8-sep-08 para la crisis financiera de 2008; 17-may-13 para el *Taper Tantrum* de 2013; 26-jul-15 para el *sell-off* de acciones en China en 2015; 21-ene-20 para el COVID-19)

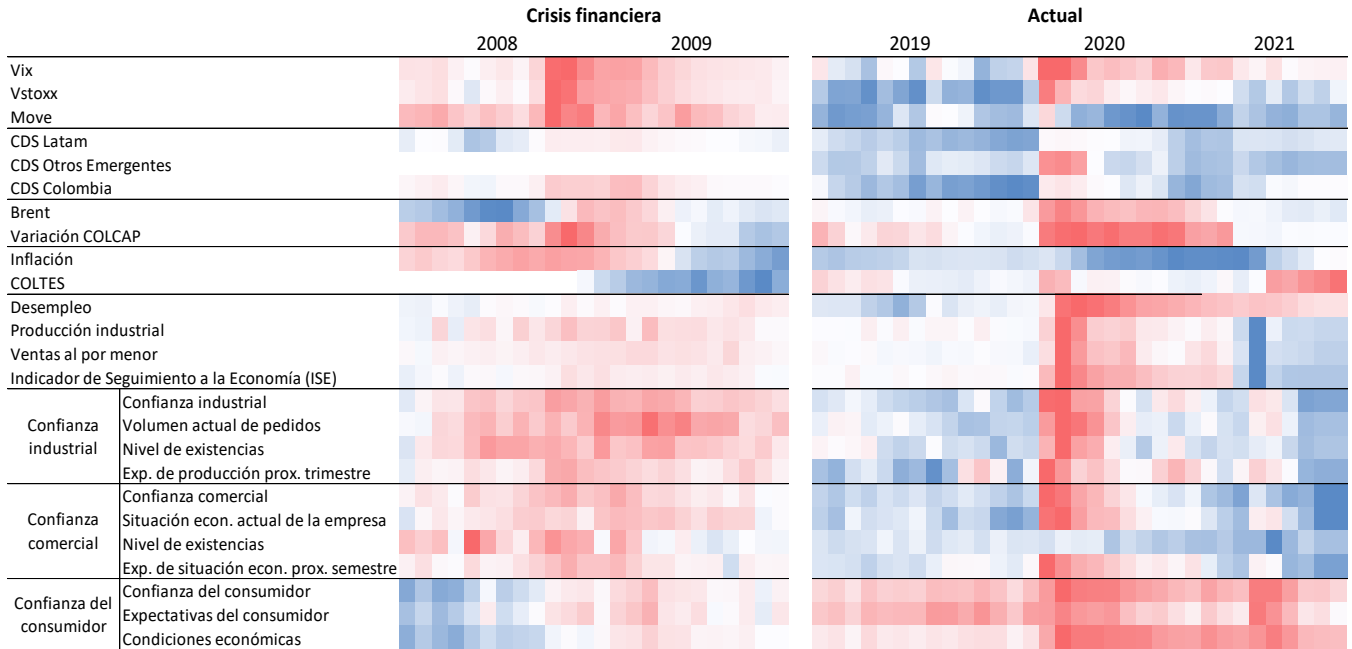
## 4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 3T21, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, los aumentos de los CDS y del EMBI reflejaron, además de la mayor aversión al riesgo a nivel global: *i*) la decisión de Fitch Ratings el 1 de julio de retirar el grado de inversión del país en moneda local y extranjera, la cual se sumó a la que tomó S&P Global el 19 de mayo<sup>25</sup>; y *ii*) la mayor incertidumbre política ante la proximi-

<sup>25</sup>El 19 de mayo S&P Global redujo en un nodo la calificación del país en moneda local a BBB- (grado de inversión) y en moneda extranjera a BB+ (grado especulativo).

dad de las elecciones presidenciales del próximo año. A lo anterior se sumaron las mayores expectativas de inflación durante el trimestre, lo que llevó al Banrep a comenzar en septiembre un ciclo de aumentos de tasas de interés. Sin embargo, las cifras de confianza y actividad económica publicadas durante el 3T21 evidenciaron una resiliencia de la economía colombiana, lo que llevó a los analistas del mercado a aumentar sus proyecciones de crecimiento para 2021. El *Gráfico 22* resume el comportamiento de los principales indicadores de confianza a nivel local y global, donde se destaca: *i*) la mejora de los indicadores de confianza durante el trimestre; y *ii*) el aumento del CDS a cinco años del país durante el trimestre, en línea con lo observado en varios países emergentes y en los demás países de la región.

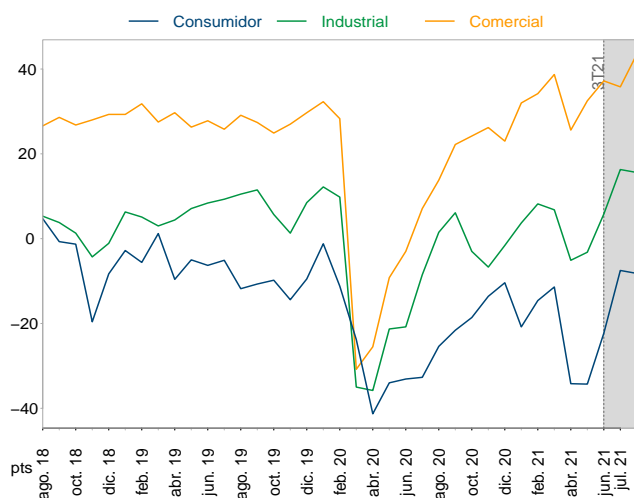
Gráfico 22: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



**Fuente:** Bloomberg, DANE, BVC y Banrep. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable. Datos a junio de 2021, excepto para desempleo, producción industrial, ventas al por menor e ISE, cuyos datos están a mayo.

En el *Gráfico 23* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo<sup>26</sup>. Se observa una continuación de la recuperación de los índices de confianza comercial, industrial y del consumidor durante el trimestre, luego del deterioro observado durante abril y mayo como consecuencia de las manifestaciones sociales. También se destaca que en julio la confianza industrial se ubicó en niveles no observados desde febrero de 2007, mientras que la confianza comercial volvió a alcanzar un máximo histórico durante agosto<sup>27</sup>.

Gráfico 23: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 3T21 se publicaron cifras de crecimiento anual de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) de mayo, junio y julio, que evidenciaron una recuperación gradual de la actividad económica, aunque afectada transitoriamente por los bloqueos de vías, principalmente durante mayo. En mayo, la producción manufacturera sorprendió a la baja al mercado

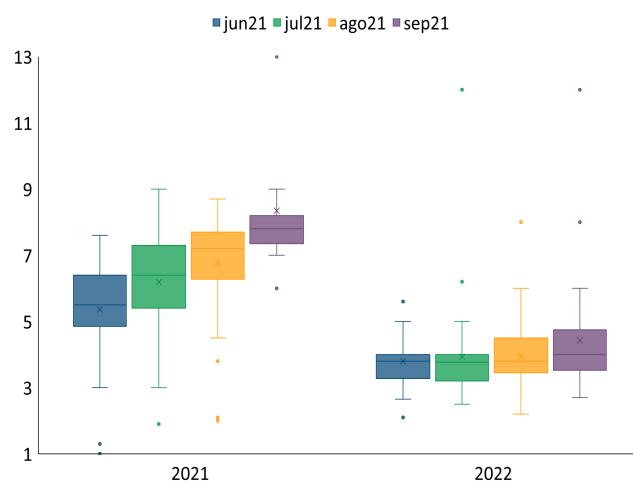
<sup>26</sup> Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

<sup>27</sup> La serie de confianza industrial y comercial se encuentra disponible desde enero de 1980.

(obs: 8,6% a/a; esp: 21,6%), mientras que durante junio (obs: 20,8%; esp: 16,5%) y julio (obs: 20,1%; esp: 16%) creció por encima de lo esperado por el mercado. De manera análoga, las ventas al por menor registraron un crecimiento inferior al proyectado por los analistas durante mayo (obs: 22,8% a/a; esp: 26,7%), pero aumentaron por encima de lo esperado durante junio (obs: 24,7%; esp: 20,6%) y julio (obs: 26,9%; esp: 22,9%). Por último, el ISE creció por encima de lo anticipado por los analistas durante mayo (obs: 13,6% a/a; esp: 11%) y julio (obs: 14,3%; esp: 13,1%), y en línea con lo esperado durante junio (obs: 14,5%; esp: 14,6%).

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>28</sup> se observó que entre junio y septiembre, las expectativas de crecimiento para Colombia durante 2021 aumentaron al pasar de 5,5% a 7,8%, y durante 2022 al pasar de 3,8% a 4% (*Gráfico 24*). Respecto a las expectativas de inflación, estas también aumentaron al pasar de 3,68% a 4,74% para 2021, y de 3,2% a 3,56% para 2022 (*Gráfico 25*).

Gráfico 24: Expectativas de crecimiento (EOF)

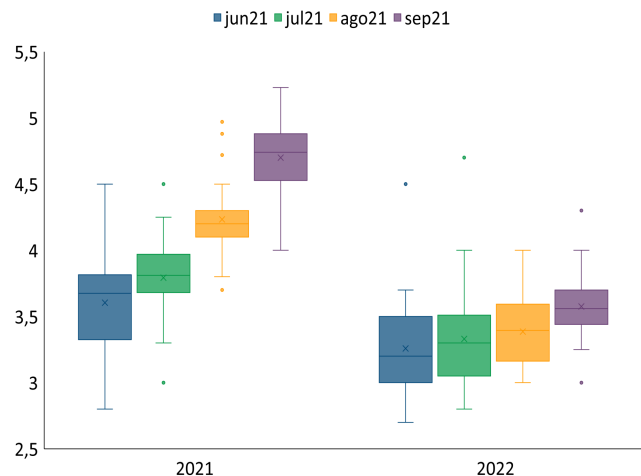


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Finalmente, durante el 3T21, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para los plazos inferiores a tres años y su-

<sup>28</sup> Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

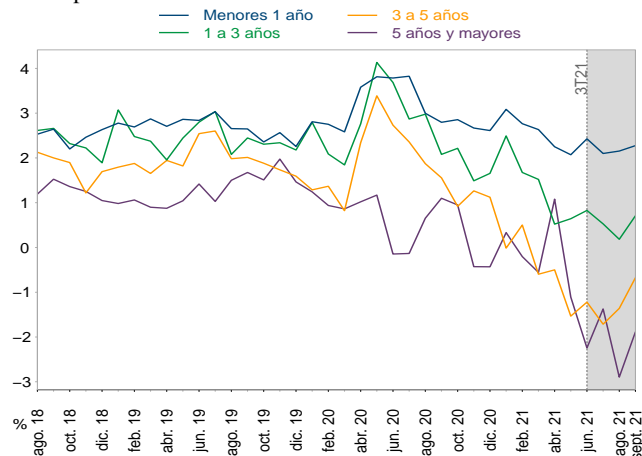
Gráfico 25: Expectativas de inflación (EOF)



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

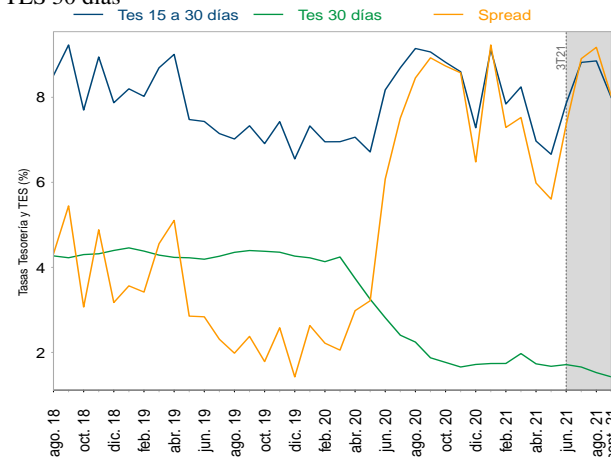
periores a cinco años<sup>29</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 3T21, frente al promedio del 2T21, se observó una reducción para todos los plazos. En general, las disminuciones del promedio de los *spreads* se explican por aumentos de las tasas los TES superiores a los aumentos de las tasas de la cartera preferencial<sup>30</sup> (Gráfico 26 y Gráfico 27).

Gráfico 26: *Spread* entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banrep.

Gráfico 27: *Spread* crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banrep.

## 5 Mercado cambiario

### 5.1 Mercado cambiario global

En comparación con el 2T21, durante el 3T21 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de monedas de países desarrollados y monedas de emer-

<sup>29</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -23 pb, entre 1 y 3 años: -35 pb, entre 3 y 5 años: 26 pb y 5 años o más: -11 pb

<sup>30</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -10 pb, entre 1 y 3 años: -27 pb, entre 3 y 5 años: -26 pb y 5 años o más: -21 pb.



gentes (de acuerdo con el DXY<sup>31</sup>, el dólar se fortaleció 1,9%) y su comportamiento puede dividirse en los siguientes dos periodos: *i*) durante julio el dólar se debilitó levemente, afectado por el optimismo generado por las medidas que China adoptó para soportar el crecimiento económico y el tono menos *hawkish* de la Fed en su reunión de política monetaria de ese mes<sup>32</sup>; y *ii*) a partir de agosto el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las monedas a nivel global, influenciado por los factores internacionales anteriormente mencionados (*Cuadro 1* y *Gráfico 28*).

Las monedas de países emergentes y de la región se debilitaron en línea con el fortalecimiento del dólar y se vieron presionadas además por factores idiosincráticos dentro de los que se destaca la incertidumbre política y fiscal, y la disminución de las cotizaciones de algunas materias primas como el cobre, el hierro y la soya (*Gráfico 29*).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: el peso chileno (10,3%), el real brasileño (9,5%), el sol peruano (6,9%) y el rand sudafricano (5,5%). Así, el Latam Currency Index (LACI<sup>33</sup>) reflejó una depreciación de 6,6% de sus canastas de monedas frente al dólar durante el trimestre.

En relación con los principales factores idiosincráticos que afectaron las monedas de la región analizadas, se destaca que el peso chileno registró la mayor depreciación afectado por: *i*) la incertidumbre política y fiscal y preocupaciones en varios frentes (redacción de la nueva constitución del país, un posible aumento del gasto

<sup>31</sup>Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

<sup>32</sup>Frente a las expectativas del mercado, el cual esperaba señales relacionadas con el inicio de la reducción del programa de compras de activos.

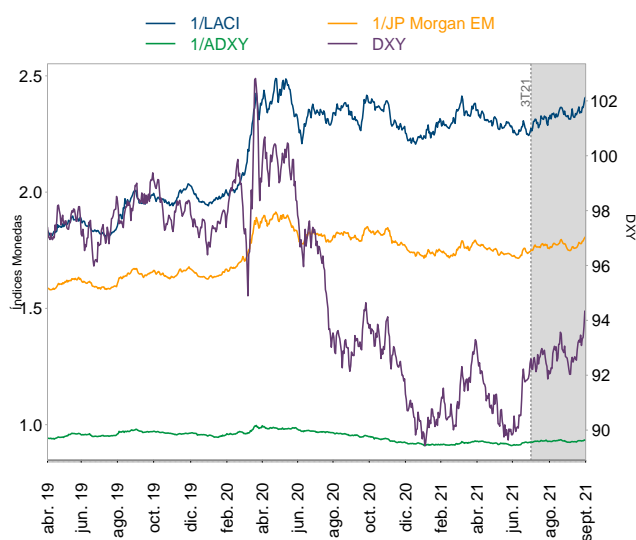
<sup>33</sup>El índice recoge el comportamiento de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar, en paréntesis se muestra la participación de cada moneda en el índice: el real brasileño (33%), el peso mexicano (33%), el peso chileno (12%), el peso argentino (10%), el peso colombiano (7%) y el sol peruano (5%).

*Cuadro 1:* Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	2T 2021	3T 2021	País	2T 2021	3T 2021
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
eurozona	-1,1%	2,4%	Corea del Sur	-0,5%	5,1%
Gran Bretaña	-0,3%	2,7%	India	1,7%	-0,1%
Australia	1,3%	3,8%	Hong Kong	-0,1%	0,3%
Nueva Zelanda	0,0%	1,2%	China	-1,5%	-0,2%
Canadá	-1,3%	2,3%	Malasia	0,1%	0,9%
Suecia	-2,1%	2,5%	Tailandia	2,6%	5,1%
Suiza	-2,0%	0,7%	Indonesia	-0,2%	-1,3%
Japón	0,4%	0,2%	1/ADXY	-0,4%	0,8%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	1,9%	1,7%	Islandia	-2,3%	5,4%
Brasil	-11,8%	9,5%	Rusia	-3,3%	-0,5%
México	-2,4%	3,5%	Polonia	-3,5%	4,4%
Argentina	4,1%	3,2%	Turquía	5,5%	2,1%
Perú	3,3%	6,9%	Israel	-2,5%	-1,1%
Chile	2,1%	10,3%	Sudáfrica	-3,3%	5,5%
1/LACI	-3,9%	6,6%			

**Fuente:** Bloomberg.  
**Nota:** Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación frente al dólar. Los índices ADXY y LACI se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un valor positivo de 1/índice indica una depreciación de su canasta de monedas.

*Gráfico 28:* DXY vs índices de monedas

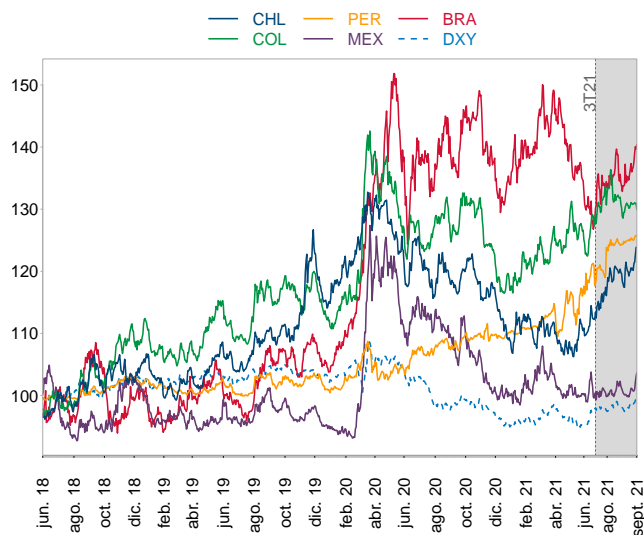


**Fuente:** Bloomberg.  
**Nota:** Los índices ADXY, LACI y JP Morgan EM se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un incremento de las series 1/índice indica una depreciación de sus canastas de monedas.

de cara a las elecciones presidenciales y discusión del cuarto retiro de los fondos de pensiones); y *ii*) la disminución del precio del cobre (3,7%) y las preocupaciones por la deteriorada relación entre el Gobierno y las firmas mineras<sup>34</sup>.

<sup>34</sup>A inicios de agosto, las empresas extranjeras que operan en las minas de cobre en Chile pidieron a los legisladores que reescribie-

Gráfico 29: Tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Base 100: 29 de junio de 2018.

El real brasileño se debilitó principalmente como consecuencia de: *i*) el ruido político debido a las investigaciones al presidente, Jair Bolsonaro, quien fue acusado de negligencia en su manejo en la compra de vacunas contra el Covid-19; *ii*) las dificultades en el cumplimiento de la regla de límite de gasto y la demora en el proceso de discusión de la reforma tributaria; *iii*) la escalada del riesgo político, ante las fuertes fricciones entre los poderes ejecutivo, legislativo y judicial; y *iv*) la caída de los precios del hierro y la soya.

En el trimestre, la tasa de cambio de Perú alcanzó nuevamente su nivel más débil frente al dólar en la historia reciente<sup>35</sup>. Inicialmente el sol peruano se depreció, dada la incertidumbre en relación con los resultados de las elecciones presidenciales de junio. Posteriormente, la moneda estuvo afectada por la incertidumbre política en torno a las decisiones del nuevo Gobierno

ran un controvertido proyecto de ley que impondría regalías a sus ventas, y advirtieron que los nuevos impuestos podrían afectar su competitividad y los planes de inversión futuros. Por otro lado, el sindicato de la mina de cobre Escondida, la más grande del mundo, pidió prepararse para una huelga, debido al lento progreso en las negociaciones con el Gobierno.

<sup>35</sup>4,135 soles por dólar, el 30 de septiembre de 2021.

y tras la rebaja de la calificación del país por parte de Moody's.

Finalmente, hasta finales de trimestre el peso mexicano registró pocos cambios frente al cierre del trimestre pasado, en medio de factores mixtos. Algunos factores que debilitaron la moneda fueron el aumento en los casos positivos de Covid-19 en el país y la publicación del crecimiento del PIB del 2T21 por debajo de lo esperado<sup>36</sup>.

Con respecto al promedio registrado en el 2T21, en el 3T21 la volatilidad condicional promedio disminuyó para todas las monedas de los países de la región analizadas. Durante el trimestre, el real brasileño presentó la mayor volatilidad, seguida por el peso chileno, el peso colombiano, el sol peruano y el peso mexicano. Se resalta que a inicios de agosto la volatilidad condicional del sol peruano alcanzó su nivel más alto en los últimos 27 años. A nivel local, a pesar de que la volatilidad del peso colombiano alcanzó un pico a inicios de agosto, a finales del periodo la volatilidad disminuyó a niveles no observados desde 2013 (Gráfico 30).

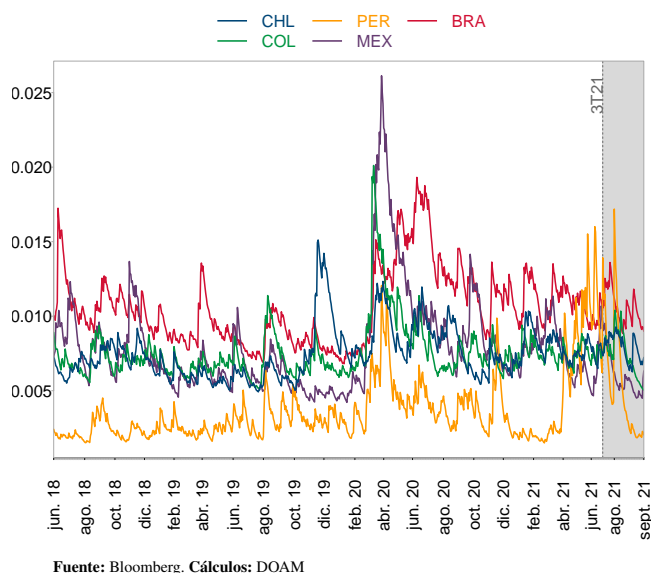
En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre los bancos centrales de los países de la región analizados realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos. En Brasil, el Banco Central de Brasil (BCB) tuvo una posición vendedora a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 204 m y recogió liquidez a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por un monto de USD 1.930 m (Cuadro 2).

En Chile, el Banco Central de Chile (BCCh) realizó compras en el mercado de contado por USD 2.560 m, correspondientes al programa de reposición y ampliación de reservas internacionales, anunciado en enero de este año (Cuadro 3).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 4.179 m y a través de *Non-Delivery Cross Cu-*

<sup>36</sup>Expansión de un 1,5% a tasa trimestral, por debajo del 1,8% esperado por el mercado.

Gráfico 30: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



urrency Swap por un monto de USD 409 m. Adicionalmente, el BCRP tuvo una posición compradora de dólares a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 901 m (Cuadro 4).

Por su parte, durante el trimestre, el Banxico continuó con las renovaciones del saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*)<sup>37</sup>. Adicionalmente, el 18 de agosto se llevó a cabo una nueva subasta del programa de crédito en dólares por un monto de USD 400 m, con el objetivo de renovar los vencimientos de las operaciones celebradas en mayo de 2021 (USD 250 m) y ofrecer liquidez adicional. De estas subastas se adjudicaron USD 100 m (Cuadro 5).

Finalmente, el Banrep no realizó operaciones de intervención en el mercado cambiario. No obstante, el 23 de agosto Colombia recibió DEG 1,96 mm, equivalente a USD 2,79 mm, dicha asignación fue recibida por

<sup>37</sup>Cuando inició el programa en 2017, el Banxico anunció que renovararía la totalidad de los vencimientos de estas operaciones hasta que la Comisión de Cambios lo considere pertinente. Desde este momento el Banxico ha adjudicado un total de USD 7.491 m en las subastas de inicio de coberturas cambiarias.

el Banrep como parte de las reservas internacionales. Posteriormente, el 30 de agosto, el Banrep vendió reservas al Gobierno Nacional por un monto en dólares equivalente a la asignación de DEG. Dada la operación anterior, el nivel de las reservas internacionales se mantuvo igual al que se tenía previo a la asignación de DEG (Cuadro 6).

Cuadro 2: Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)*	FX-Repós y CCS (B)**	Repos con títulos denominados en dólares (C)**	Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***	Cambio en la posición cambiaria**** (A+D)
1T21	-6.645	1.250	0	-16.356	-23.001
2T21	0	3.220	0	-2.286	-2.286
Jul	0	1.000	0	-1.510	-1.510
Ago	0	0	0	2.075	2.075
Sep	0	930	0	-204	-204
<b>3T21</b>	<b>0</b>	<b>1.930</b>	<b>0</b>	<b>-204</b>	<b>-204</b>

Fuente: Página web del BCB. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos.  
 \*Las operaciones de contado toman en cuenta la fecha de liquidación de las divisas (t+2 con respecto al día de la subasta).  
 \*\* Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tiene un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.  
 \*\*\*Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales.  
 \*\*\*\*Denominados por el BCB como FX-interest rate swaps o FX swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.  
 \*\*\*\*\* No se tienen en cuenta los CCS de la columna B en el cálculo de la posición cambiaria debido a que no es posible desagregar el monto de estos instrumentos.

Cuadro 3: Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	FX Repós (B)*	Venta Forward NDF (C)	Cambio en la posición cambiaria (A+C)
1T21	2.120	0	0	2.120
2T21	2.440	0	0	2.440
Jul	840	0	0	840
Ago	880	0	0	880
Sep	840	0	0	840
<b>3T21</b>	<b>2.560</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2.560</b>

Fuente: Página web del BCCh. Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.  
 \*El BCCh se refiere a este instrumento como compras swap de divisas. Altera temporalmente el nivel de reservas.

Cuadro 4: Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*	CDR's (C)**	CDL's (D)***	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)
1T21	-2.396	5.525	-113	0	-8.034
2T21	-2.571	506	-165	0	-2.231
Jul	-586	732	157	0	303
Ago	-1.097	-466	283	0	-1.280
Sep	-2.496	675	462	0	-2.709
<b>3T21</b>	<b>-4.179</b>	<b>-409</b>	<b>901</b>	<b>0</b>	<b>-3.686</b>

Fuente: Página web del BCRP. Cifras en USD m. Se tienen en cuenta los vencimientos y las renovaciones.

\*Denominados por el BCRP como Swaps Cambiario de Venta (o de Compra). Con este instrumento el BCRP se compromete a pagar (o recibir) una tasa fija en moneda extranjera junto con la variación del tipo de cambio, y a recibir (o pagar) una tasa variable en moneda local y hay un único pago neto al vencimiento, que se efectúa en soles por la diferencia entre los intereses y la variación del tipo de cambio por lo que no afecta el nivel de reservas internacionales.

\*\*Corresponden a títulos valores emitidos por el BCRP cuyo valor nominal está expresado en moneda local, su pago en la fecha de emisión y vencimiento se realiza en moneda local y representan un monto equivalente en dólares, sobre el cual, al vencimiento, se calcula la diferencia a pagar de acuerdo con la variación del tipo de cambio.

\*\*\* Corresponden a títulos valores emitidos por el BCRP cuyo valor nominal se expresa en moneda local (Nuevos Soles) y su pago en la fecha de emisión y vencimiento se realiza en dólares por lo que tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

Cuadro 5: Intervención cambiaria del Banxico

	Compras netas de contado (A)*	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF(C)*	Subasta de crédito en USD (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
1T21	0	0	0	730	0
2T21	0	0	0	0	0
Jul	0	0	0	0	0
Ago	0	0	0	150	0
Sep	0	0	0	0	0
<b>3T21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>150</b>	<b>0</b>

Fuente: Página web del Banxico. Cifras en USD m.

\*El Banxico las denomina subastas de coberturas cambiarias y solo se tienen en cuenta las subastas iniciales del programa, no incluye vencimientos ni renovaciones.

\*\*Los recursos provienen de la línea swap que estableció el BCM con la Fed el 19 de marzo de 2020 por hasta USD 60.000 m, por lo que no altera el nivel de reservas. Cuando el valor es positivo indica que los vencimientos de estas operaciones fue superior al valor adjudicado, por lo que el Banxico recibió más dólares de los que entregó al mercado.

## 5.2 Mercado cambiario colombiano

El peso colombiano se depreció 1,7% durante el trimestre en línea con el fortalecimiento del dólar. Hasta inicios de agosto, el peso acumuló una depreciación de alrededor del 6% y alcanzó su mayor nivel en lo corrido del año (COP 3.988 el 10 de agosto), presio-

Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

	Compras netas de contado (Gobierno) (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos* (D)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
1T21	0	0	91	0	91
2T21	0	0	0	0	0
Jul	0	0	0	0	0
Ago**	0	0	0	0	0
Sep	0	0	0	0	0
<b>3T21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fuente: Página web del Banrep. Cifras en USD m.

Nota: Tiene en cuenta vencimientos y renovaciones.

\*El BR se refiere a este instrumento como *FX-Swap*. Estos instrumentos alteran temporalmente el nivel de reservas internacionales.

\*\*No incluye la operación de venta de reservas al gobierno por un monto en dólares equivalente a la asignación de DEG.

nado adicionalmente por la caída de los precios del petróleo<sup>38</sup> y el amplio diferencial de tasas de interés entre Colombia y otros países de la región. Sin embargo, a partir de mediados de agosto, la depreciación de la moneda corrigió parcialmente gracias a la recuperación de las cotizaciones del petróleo y las mayores expectativas de monetizaciones por parte del Gobierno, tras: *i*) el acuerdo que alcanzó Ecopetrol para adquirir a Interconexión Eléctrica (ISA) por USD 3.672 m; y *ii*) las compras que hizo al Banrep de reservas internacionales por USD 2.788 m (Gráfico 31).

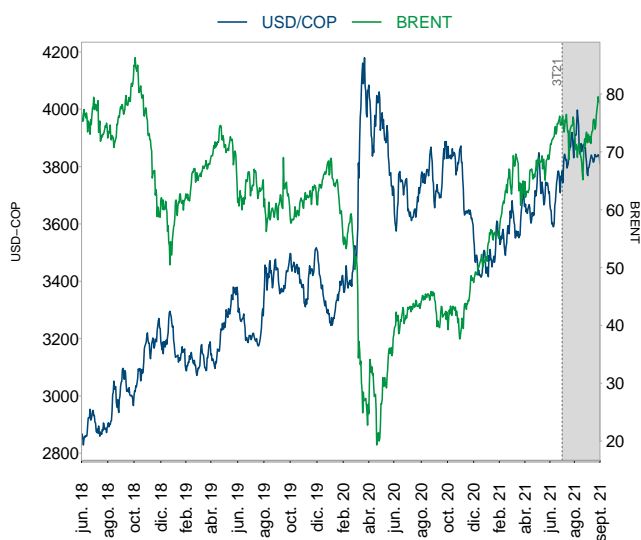
Al analizar las operaciones negociadas en el mercado cambiario local durante el 3T21, el monto promedio negociado en el mercado de contado peso-dólar permaneció en niveles similares a los del trimestre anterior, mientras que el mercado *forward* peso-dólar tuvo una leve mejora de su liquidez. En el mercado *spot* peso-dólar<sup>39</sup> el monto promedio diario de negociación se ubicó en USD 1.315 m, cifra similar al promedio observado durante el trimestre anterior, pero superior al observado durante el mismo periodo hace un año<sup>40</sup>.

<sup>38</sup>La correlación entre la tasa de cambio y el precio del Brent durante el 3T21 fue de -0,36, durante el 2T21 fue de 0,30.

<sup>39</sup>Incluye las operaciones entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes.

<sup>40</sup>Promedios diarios 2T21: USD 1.318 m, 3T20: USD 1.161 m.

Gráfico 31: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

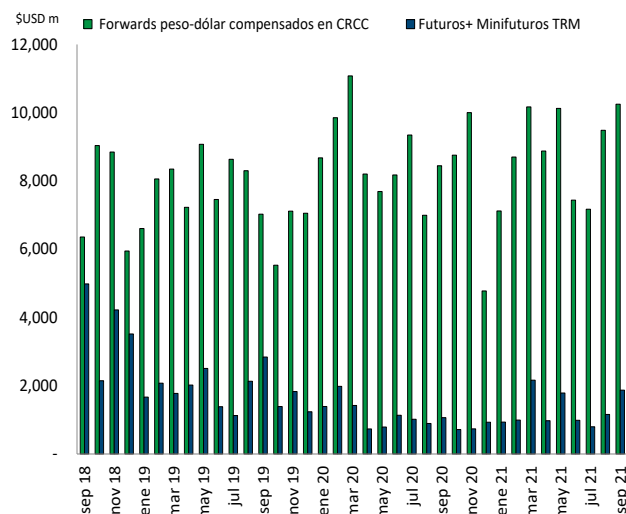
Por su parte, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* peso-dólar<sup>41</sup>, fue de USD 2.421 m, mayor al observado en el 2T21 y al de un año atrás<sup>42</sup>.

Por otra parte, en el mercado *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio diario negociado en estos contratos aumentó durante el 3T21 respecto al trimestre anterior y al mismo periodo un año atrás y se ubicó en USD 4.490 m<sup>43</sup>.

En este mismo periodo, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron levemente de USD 26,4 mm en el 2T21 a USD 26,9 mm en el 3T21. En relación con el volumen de negociación de algunos derivados estandarizados, se negociaron en total 75.783 futuros de TRM<sup>44</sup> (73.711 contratos en el 2T21), por un monto total de USD 3.789,2 m. Res-

pecto a los mini futuros de TRM<sup>45</sup>, se negociaron un total de 7.153 contratos (12.421 contratos en el 2T21), por un monto total de USD 35,8 m y se negociaron 715 contratos de opciones de TRM (59 contratos en el 2T21) (Gráfico 32).

Gráfico 32: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: CRCC. Cálculos: Banrep.

Adicionalmente, durante el 3T21 en el mercado *forward* y *swap* peso-dólar, se observó que el saldo de venta de los Fondos de Pensiones y Censatías (FPC)<sup>46</sup> aumentó durante el periodo y alcanzó un nuevo máximo histórico (USD 19.003 m el 30 de septiembre). De manera similar, el saldo de compra de los inversionistas extranjeros<sup>47</sup> aumentó de manera importante durante el periodo (USD 4.237 m) y alcanzó un nuevo máximo histórico (USD 19.703 m el 27 de septiembre).

Por otra parte, en el trimestre el promedio de la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a un mes y la devaluación teóri-

<sup>41</sup>Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes.

<sup>42</sup>Promedios diarios 2T21: USD 2.395 m, 3T20: USD 2.263 m.

<sup>43</sup>Promedios diarios 2T21: USD 4.376 m, 3T20: USD 3.944 m.

Fuente: Bloomberg.

<sup>44</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

<sup>45</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

<sup>46</sup>El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* peso-dólar realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

<sup>47</sup>El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* peso-dólar realizadas entre extranjeros con IMC y con FPC.

ca<sup>48</sup> aumentó con respecto al observado el trimestre anterior, aunque permanece en niveles cercanos a cero (3T21: 0,26 %, 2T21: 0,07 %). El promedio mensual se ubicó en julio en 0,26 %, en agosto en 0,28 % y en septiembre en 0,23 % (Gráfico 33).

Gráfico 33: Devaluación Implícita (Observada – Teórica\*)



Fuente: Bloomberg y Banrep, cálculos DOAM.  
\*Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>49</sup>, en el 3T21 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 3.075 m, de los cuales USD 3.126 m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transfe-

<sup>48</sup>Se utiliza el promedio ponderado de la devaluación observada para el plazo de 15 a 35 días y la devaluación teórica para el plazo a un mes. El spread corresponde a la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* y la devaluación teórica. La devaluación teórica se calcula utilizando las tasas Libor ( $i^*$ ) e IBR ( $i$ ) a un mes efectiva anual

$$\left[ \frac{1+i}{1+i^*} \right] - 1 \tag{1}$$

El cálculo de la devaluación implícita se realiza como:

$$\left[ \frac{\text{tasapactada}}{\text{tasacontado}} \right]^{\frac{365}{\text{plazo}}} - 1 \tag{2}$$

de las operaciones *forward* peso-dólar para el plazo de 15 a 35 días reportadas por los IMC a los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas y recibidas por el Banrep.

<sup>49</sup>La balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

rencias y USD 51 m a egresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 3.270 m, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 6.592 m y por otras operaciones especiales por USD 1.437 m, mientras que se presentaron reintegros netos de capital oficial por USD 4.759 m.

En la cuenta de capital privado (USD 6.592 m) en el trimestre se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta<sup>50</sup> por USD 1.807 m y por préstamo neto por USD 1.042 m y se observaron salidas netas de divisas por operaciones especiales del sector privado por USD 9.259 m<sup>51</sup> y por inversión extranjera de portafolio neta<sup>52</sup> por USD 182 m (entradas por USD 85 m de inversión extranjera de portafolio en Colombia y salidas por USD 266 m de inversión de portafolio de colombianos en el exterior).

Frente a los flujos presentados en el 2T21, se destacan las menores entradas por inversión extranjera de portafolio en Colombia (3T21: USD 80 m, 2T21: USD 2.408 m) y los mayores ingresos de divisas por reintegros netos del capital oficial (3T21: USD 4.759 m, 2T21 USD 3.551 m).

## 6 Mercado monetario y renta fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 3T21, los bancos centrales de la región aumentaron sus tasas de política monetaria en medio de una coyuntura de rápida recuperación económica y aumentos inflacionarios. En lo corrido del trimestre, el Banco central de Brasil aumentó en 200 pb debido al

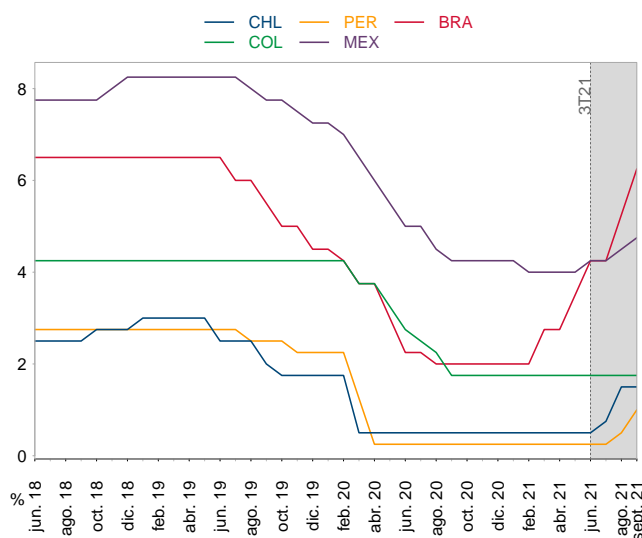
<sup>50</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

<sup>51</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.

<sup>52</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

aumento de los precios al consumidor y las dudas sobre el panorama fiscal, señalando otro posible aumento en el mes de octubre. Por su parte, en Chile donde el mercado esperaba un aumento de 25 pb, el Banco Central sorprendió al aumentar por unanimidad en 75 pb en el mes de agosto, dado las presiones inflacionarias, el deterioro de las cuentas fiscales y un posible cuarto retiro parcial de los ahorros de los cotizantes de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), el cual ya fue aprobado por la cámara de diputados. Así mismo durante el trimestre los Bancos Centrales de Perú y México, subieron sus tasas en 75 y 50 pb, respectivamente (Gráfico 34 y Cuadro 7).

Gráfico 34: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 7: Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a septiembre de 2021

País	Variación 3T21*	TPM Sep-21**
COL	25	2,00%
BRL	200	6,25%
MEX	50	4,75%
PER	75	1,00%
CHL	100	1,50%

Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 30 de junio y el 30 de septiembre de 2021.

\*\* Nivel al cierre de septiembre de 2021.

A nivel local, la JDBR mantuvo la tasa de política inal-

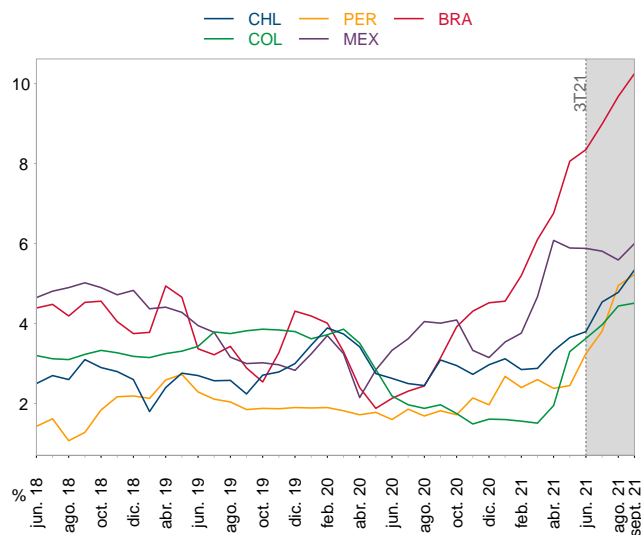
terada en 1,75% en las reuniones de julio y agosto. Mientras que en la reunión de septiembre la JDBR aumentó la tasa en 25 pb, la decisión no fue unánime (tres de los miembros de la JDBR votaron por un aumento de 50 pb). El aumento fue basado en:

- En el 3T21 la actividad económica retomó su senda de recuperación que se vio interrumpida por los bloqueos y el tercer pico de la pandemia durante el trimestre anterior. El fortalecimiento de la demanda interna al igual que la proveniente de los principales socios comerciales soportarían el mayor dinamismo económico en lo que resta del año, con lo cual se espera un crecimiento de 8,6% para 2021 y de 3,9% en 2022. El mayor crecimiento económico previsto permitiría que los excesos de capacidad productiva se cierren a una velocidad mayor que la contemplada anteriormente.
- En agosto la inflación anual continuó su tendencia al alza y se situó en 4,4%, mientras que la inflación básica (IPC sin alimentos ni regulados) alcanzó 2,3%. La mayor senda de inflación se explica en gran medida por choques de oferta locales e internacionales de carácter transitorio, pero de diferente duración. A esto se agrega la reversión parcial de algunos alivios de precios, en un contexto de demanda más dinámica y de reducción de los excesos de capacidad de la economía.
- La persistencia de los choques externos, la indexación a una mayor inflación de algunos precios de la economía y el cierre de la brecha de producto a un ritmo más rápido que el esperado llevaron al equipo técnico a revisar al alza los pronósticos de inflación hacia un nivel que se ubicaría en 4,5% y 3,5% para finales de 2021 y 2022, respectivamente. En este contexto, las expectativas de inflación han aumentado, aunque a mediano plazo se mantienen alrededor de la meta. La mayor persistencia de los choques de oferta y su efecto alcista sobre los precios podrían alejarlas de la meta.

- El mejor desempeño de la demanda frente a la respuesta de la oferta se refleja en una ampliación del déficit de la cuenta corriente que según el pronóstico más reciente del equipo técnico se ubicaría en 5,0% del PIB a fin de 2021, superior al déficit de 3,6% del PIB en 2020. El mayor desbalance del comercio de bienes y servicios asociado con un importante incremento de las importaciones frente a las exportaciones explica la mayor parte de este desequilibrio. Los flujos de capital incluyendo la inversión extranjera, serán la principal fuente de financiamiento, lo cual subraya la importancia de la estabilidad macroeconómica.
- Al hacer el balance de riesgos la Junta Directiva es consciente del amplio margen de incertidumbre que rodea los pronósticos mencionados, como también de los riesgos que subsisten de un recrudecimiento de la pandemia que afecte la recuperación de la demanda interna y externa. Al mismo tiempo reconoce los riesgos de que la desviación de las expectativas de inflación respecto a la meta se convierta en un fenómeno persistente que origine indexación a una inflación más alta.

Los aumentos generalizados de tasas en la región están soportados por el alza de la inflación por fuera del rango meta de los bancos centrales. En Colombia, la inflación aumentó del 3,63% registrado en junio al 4,51% observado en septiembre, ubicándose en cada uno de los tres meses del 3T21 por encima de lo esperado por el mercado. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por el aumento de los precios de los alimentos y energía. Por razones similares, la inflación en la región también se vio presionada a alza durante el 3T21. Se destacan Brasil y Chile, donde se observaron presiones inflacionarias importantes que llevaron a que la inflación de septiembre cerrara significativamente por encima del rango, no visto desde 2003 y 2014 respectivamente. Esto generó expectativas de mayores aumentos de la tasa de política monetaria en estos países durante los próximos meses (Gráfico 35 y Cuadro 8).

Gráfico 35: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2021

País	Jun 2021	Sep 2021	Rango meta 2021*
COL	3,63 %	4,51 %	2,00 % - 4,00 %
BRA	8,35 %	10,25 %	2,25 % - 5,25 %
CHL	3,80 %	5,34 %	2,00 % - 4,00 %
MEX	5,88 %	6,00 %	2,00 % - 4,00 %
PER	3,25 %	5,23 %	1,00 % - 3,00 %

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

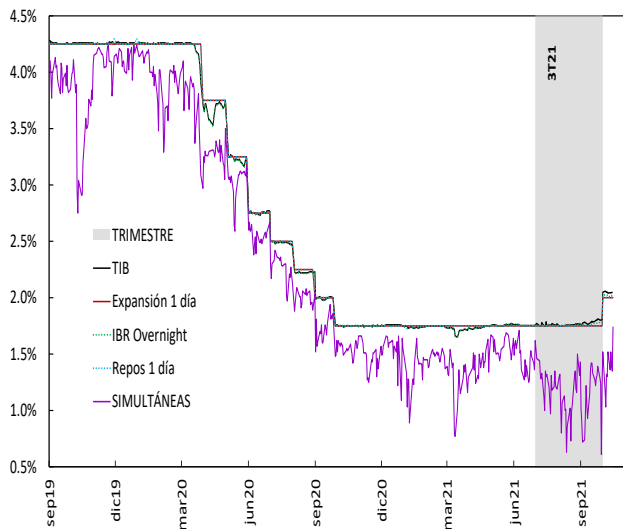
Durante el 3T21 la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia (Gráfico 36). La tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de referencia lo que pudo estar motivado por un mayor apetito de algunos agentes de cubrir operaciones en corto.

En el 3T21 la posición del Banrep con el sistema financiero ha sido acreedora<sup>53</sup>. Durante el 3T21, el pro-

<sup>53</sup> Generalmente el Banrep es acreedor neto con el sistema financiero, es decir, los saldos de expansión (esto es, cuando el banco central presta) son superiores a los de contracción (cuando pide



Gráfico 36: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



Fuente: Banco de la República.

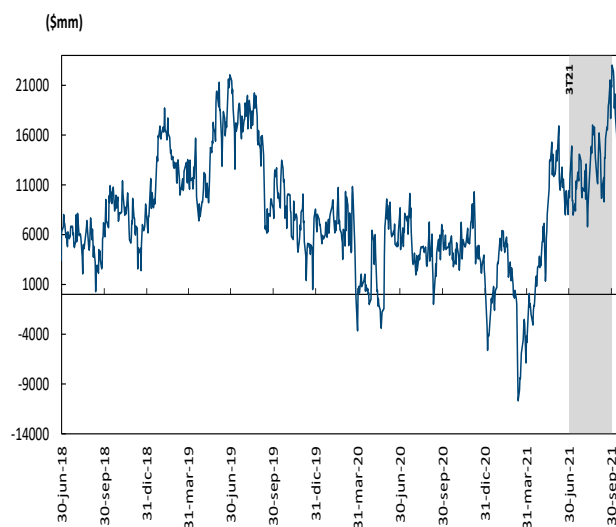
medio diario de la posición neta del Banrep se ubicó en COP 12.959 mm cifra superior al promedio diario observado durante el 2T21 (COP 6.952 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 27 de septiembre de 2021, momento en el cual se registró un nivel de COP 21.728 mm (esta es la cifra más alta observada durante 2021). Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 1.429 mm (Gráfico 37).

En el corrido del 3T21 el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación en el Banrep se ubicó en COP 23.909 mm cifra superior al promedio observado durante el 2T21 (COP 23.017 mm) (Gráfico 38), lo cual estuvo asociado a menores transferencias y pagos de cupones y vencimientos de títulos de deuda pública que hizo el gobierno durante el trimestre.

En adición a lo anterior, al analizar las operaciones

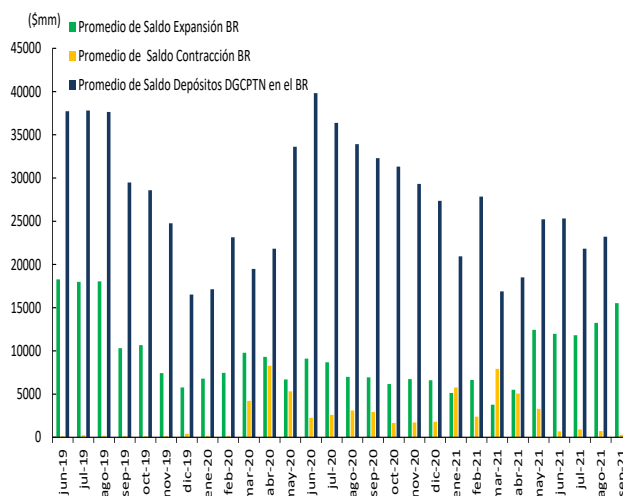
prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, a menudo se observa que las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al Banrep en lugar de darle crédito a otras entidades con necesidades de liquidez. Estas últimas terminan, entonces, acudiendo a la subasta del banco central o a la ventanilla de expansión.

Gráfico 37: Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario



Fuente: Banrep.

Gráfico 38: Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021



Fuente: Banrep.

Nota: Información al 31 de marzo de 2021. El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banrep incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

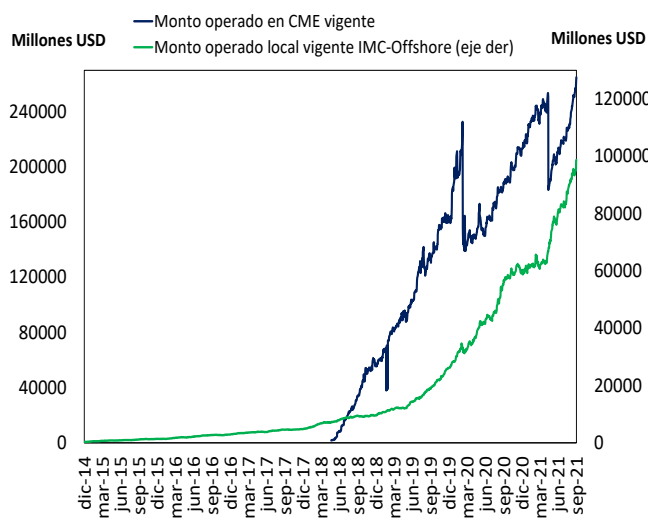
### COP – OIS<sup>54</sup> negociadas en *Chicago Mercantile Ex-*

<sup>54</sup>El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap - OIS el cual es un contrato swap de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija en por

change (CME), el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 1.896 m, cifra inferior al volumen promedio diario transado durante el 2T21 (USD 2.598 m).

En adición a lo anterior, el saldo vigente<sup>55</sup> en este tipo de operaciones aumentó durante el trimestre y alcanzó un nuevo máximo histórico el 30 de septiembre (USD 264.956 m). Por otra parte, el saldo vigente<sup>56</sup> de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior continuó aumentando y al 30 de septiembre alcanzó los USD 98.712 m (Gráfico 39).

Gráfico 39: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



Fuente: CME, reportes enviados por los IMC al Banrep. A partir del 1 de enero de 2021 se incorpora la información reportada por los Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas al Banrep, esta información se actualizó con las operaciones vigentes desde el 19 de junio de 2020. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de las operaciones de compra y venta menos vencimientos. Para calcular el monto operado local vigente se tienen en cuenta las operaciones de swaps que intercambien flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior. Adicionalmente, estos flujos se convierten a dólares con la tasa promedio de SET-FX del día de negociación. Algunas operaciones incluidas en la información de monto operado local vigente IMC-Offshore (línea verde) pueden estar incluidas también en la información del monto operado en CME vigente (línea azul), debido a limitaciones en la identificación de las operaciones.

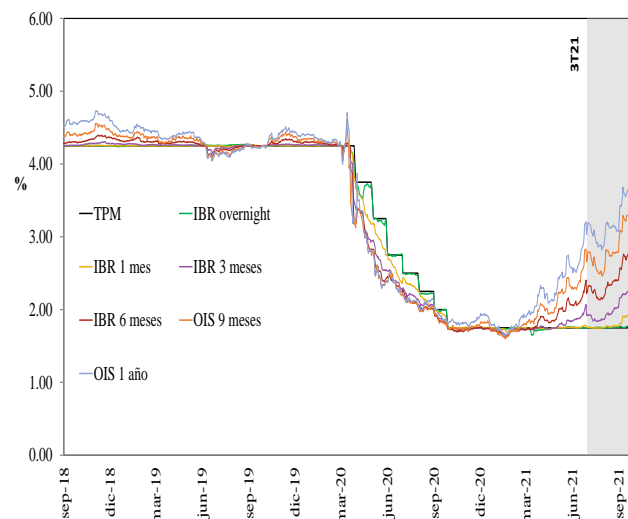
un índice de tasa de interés de referencia flotante (IBR overnight compuesta). La máxima duración de este contrato es de 20 años, se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

<sup>55</sup>De acuerdo con CME corresponde al total de contratos largos o cortos que se ha celebrado y aún no se han cumplido.

<sup>56</sup>Corresponde a la suma del monto total de operaciones negociadas de compra y venta vigentes al 30 de septiembre.

Finalmente, en el Gráfico 40 se muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR overnight (O/N), el IBR de los plazos a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS de los plazos de 9 meses y un año. Durante el 3T21 las tasas IBR O/N y a plazo de 1,3 y 6 meses tuvieron variaciones de 3 pb, 33 pb, 52 pb y 74 pb, respectivamente. A su vez, las tasas OIS de 9 meses y un año variaron 87 y 88 pb, en su orden. De esta manera, al 30 de septiembre de 2021 las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y un año se ubicaron en 1,78 %, 2,08 %, 2,45 %, 2,99 %, 3,54 % y 3,97 %, respectivamente. Lo anterior reflejó expectativas de una postura más hawkish por parte del Banrep, lo cual pudo estar asociado a las mayores presiones inflacionarias en Colombia, así como a una senda de política monetaria menos expansiva en los demás países de la región.

Gráfico 40: Evolución IBR O/N, 1M, 3M y 6M y tasas OIS 9M y 1A



Fuente: Banrep y Bloomberg.

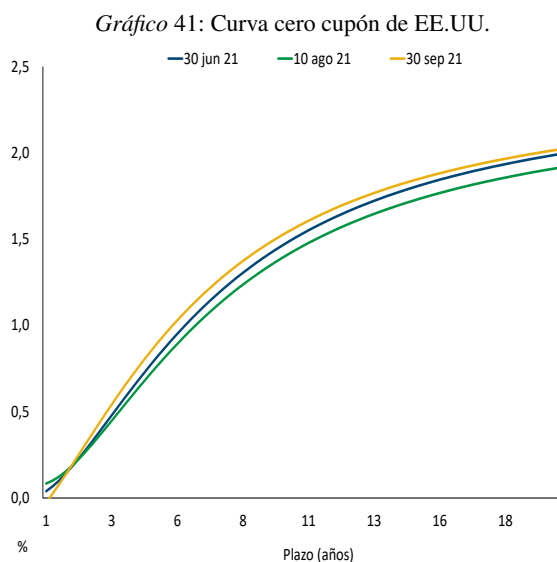
### 6.3 Mercado de deuda pública

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

En el 3T21, la curva de EE. UU tuvo un comportamiento mixto. Durante julio la curva presentó un apla-

namiento ante mayores valorizaciones de los títulos del tramo largo frente a los títulos de los demás plazos. Este comportamiento se explica principalmente por las señales de continuidad de una política monetaria expansiva. En agosto y septiembre la curva se desvalorizó ante la expectativa de un retiro del estímulo monetario. Adicionalmente, en septiembre la curva continuó con mayores desvalorizaciones como consecuencia de mayores expectativas de un retiro del estímulo monetario a nivel global más rápido de lo que se esperaba en agosto, una mayor percepción de riesgo a nivel global y mayores presiones inflacionarias. De esta manera el mercado prevé que la Fed comience a recortar el programa de compras a partir de noviembre del presente año (Gráfico 41).

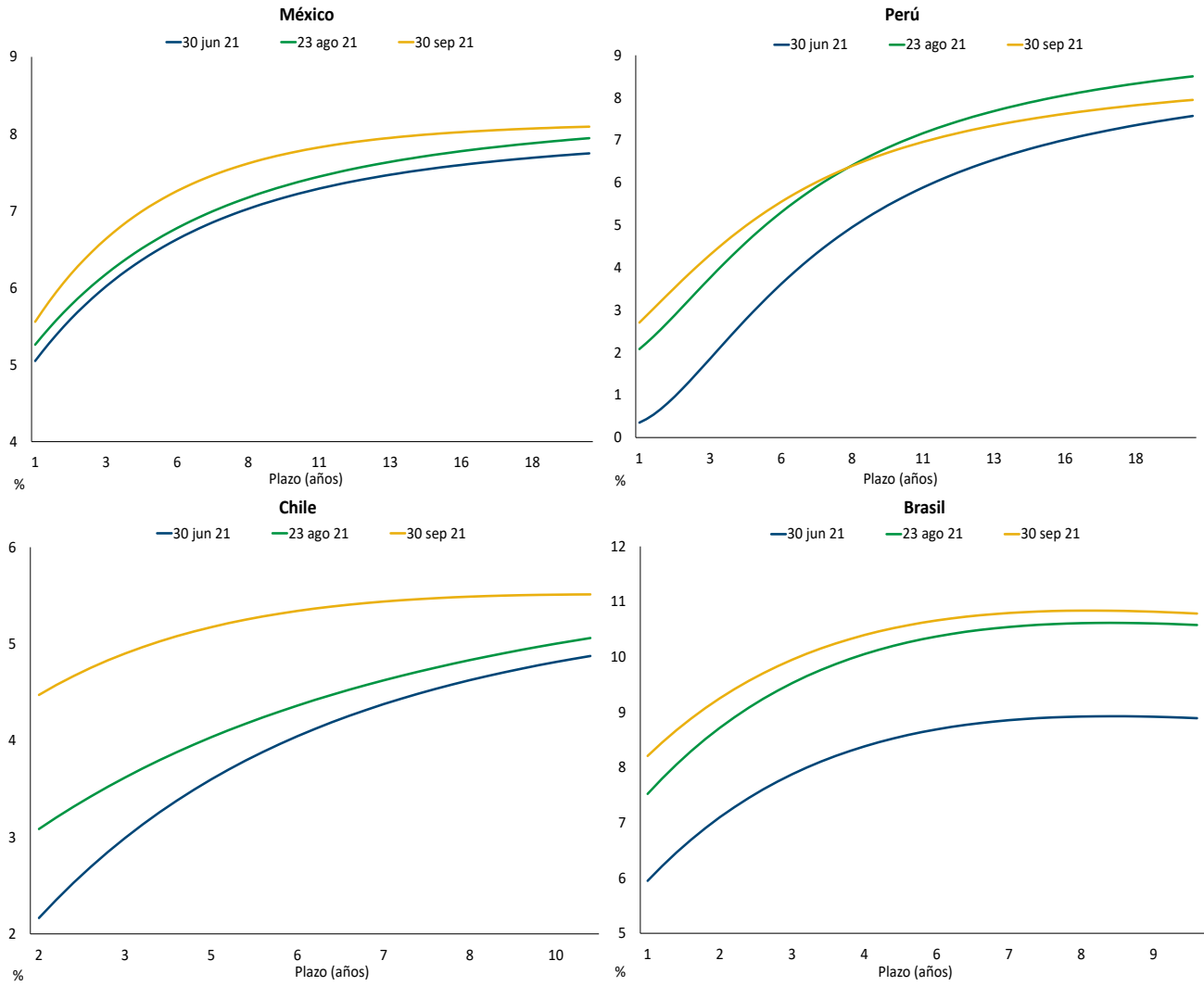
lorizaciones durante el trimestre fueron los de Brasil, Chile y Perú, afectados en mayor medida por la incertidumbre política. Las desvalorizaciones de la curva de Chile también pudieron estar asociadas ante la incertidumbre política por elecciones, al proyecto de ley de retiros de ahorros de los fondos privados de pensiones y los menores precios del cobre ante la desaceleración de la economía china. En cuanto a Brasil, estas pueden estar explicadas por la incertidumbre fiscal asociada al proceso de aprobación del presupuesto del 2022. Por último, los títulos soberanos de Perú también se vieron afectados por los menores precios del cobre, y la rebaja de la calificación crediticia por parte de Moody's como consecuencia del mayor riesgo político.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Con respecto a las curvas de los países de la región, durante el 3T21 continuó la tendencia de desvalorizaciones de los títulos del tramo corto ante los aumentos y expectativas de que los bancos centrales de estos países continúen adoptando una postura de política monetaria menos expansiva con el fin de hacer frente a las presiones inflacionarias. Los títulos del tramo largo presentaron un comportamiento divergente, afectados principalmente por factores locales. En este contexto, los títulos que presentaron las mayores desva-

Gráfico 42: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

### 6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

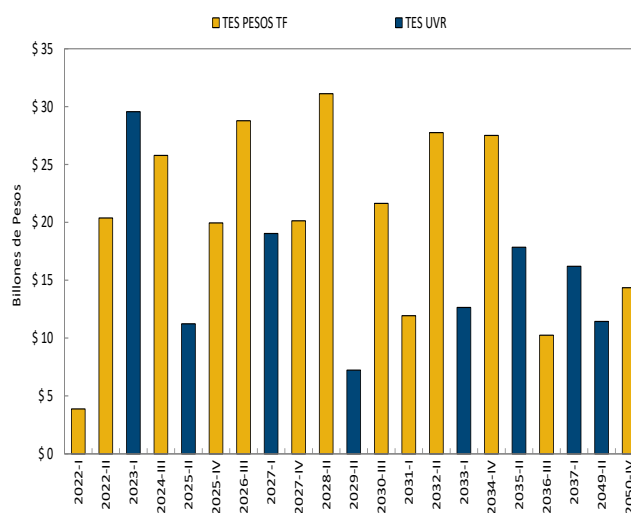
A continuación, se describen algunos de los principales eventos del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

- A inicios del 3T21 la calificadora Fitch Ratings informó la reducción de calificación de riesgo de Colombia, para deuda de largo plazo en moneda extranjera, de BBB- con perspectiva negativa a BB+ con perspectiva estable.
- El pasado 14 de septiembre el presidente de la República sancionó la nueva reforma tributaria “Ley de inversión social”. La cual tiene como objetivo adoptar un conjunto de medidas de política fiscal, orientadas a dar continuidad y fortalecer el gasto social, a la generación de empleo y a la estabilidad fiscal del país, preservar el tejido empresarial y afianzar la credibilidad de las finanzas públicas.
- Durante el 3T21, el Ministerio de Hacienda realizó el tercer canje de deuda pública local. En la operación el Ministerio intercambió bonos de su portafolio de deuda pública con vencimiento en 2022 por COP 6 b por TES en pesos y UVR con vencimiento entre 2029 y 2037. El canje mejoró el perfil de la deuda pública interna, así mismo, la vida media del portafolio se extendió de 8,57 años a 8,73 años.
- El 29 de septiembre el Ministerio de Hacienda subastó por primera vez TES verdes por un valor de COP 750 mm, denominados en pesos y vencimiento en 2031. Los recursos que obtenidos de esta emisión permitirán avanzar en proyectos de sostenibilidad.
- Finalizando el trimestre JP Morgan elevó la proyección de crecimiento al 9% para final del 2021. Así mismo, el equipo técnico del Banrep proyectó un crecimiento del 8.6%.

En el 3T21 se presentaron vencimientos de TES por

cerca de COP 3,2 b y pago de cupones de TES por COP 7,0 b. Con datos al 30 de septiembre, se proyectan vencimientos de TES para 2021 por COP 2,9 b, correspondientes al 0,75% del saldo en circulación. En el *Gráfico 43* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 43: Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banrep.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre del trimestre con las del cierre del trimestre anterior, estas presentaron variaciones de 45 pb, 53 pb y 47 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente<sup>57</sup> (*Gráficos 44 y 45*). Por su parte, las de los TES UVR presentaron variaciones de 3 pb, 9 pb y 10 pb para estos mismos plazos (*Gráfico 46*).

Las desvalorizaciones de la deuda pública local en pesos, durante el trimestre en el tramo corto estuvieron asociadas a *i)* aumento de la inflación y *ii)* decisiones de una política monetaria menos expansiva de los Bancos Centrales de los países de la región. Por su parte, el tramo medio y largo de la curva denominada en pesos se ha visto afectado *i)* por la reversión de flujos por parte de inversionistas extranjeros y *ii)* una mayor

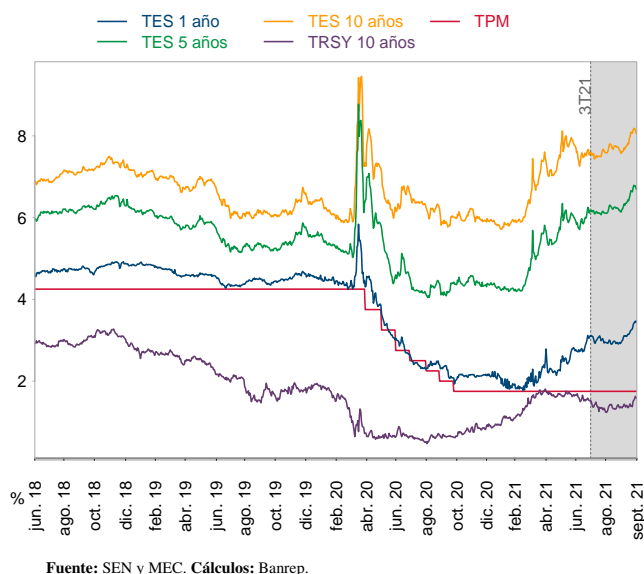
<sup>57</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

percepción de riesgo ante las elecciones del próximo año.

Por último, los TES denominados en UVR presentaron el mismo comportamiento de desvalorizaciones, no obstante, inferiores a los TES en pesos debido a mayores datos y expectativas de inflación.

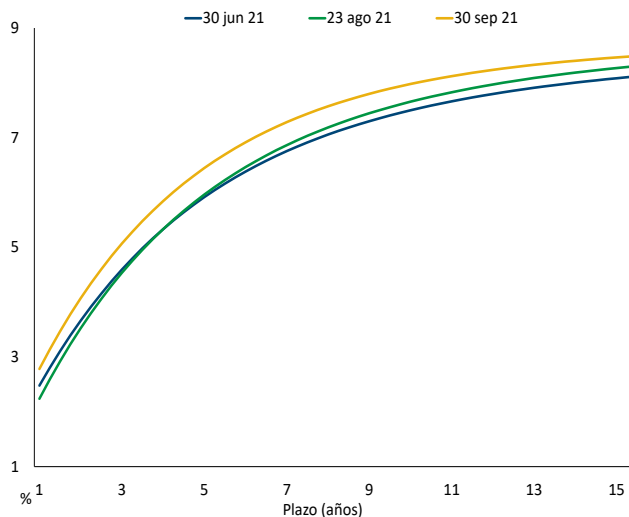
En línea con lo anterior, la inflación implícita (*Break-Even Inflation*) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR tuvieron variaciones de 41 pb, 43 pb y 38 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 30 de septiembre el BEI se ubicó en 3,29%, 4,18% y 4,57% para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior reflejó las menores desvalorizaciones de los títulos de deuda pública denominados en UVR frente a las de los TES en pesos. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de junio de 2021 contra las tasas promedio de septiembre de 2021, se observan variaciones del BEI de 9 pb, 13 pb y 14 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 44: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR



En el 3T21 se observó una disminución de la demanda de TES por parte de los inversionistas extranjeros

Gráfico 45: Curva spot en pesos, Colombia



en el mercado de contado, de tal manera que registraron compras netas de TES pesos por COP 3.770 mm<sup>58</sup> comparado con las compras netas por COP 9.103 mm del trimestre anterior. En cuanto a TES UVR se registraron compras netas por COP 360 mm<sup>59</sup> contra compras netas por COP 1.565 mm correspondientes al trimestre anterior. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes aumentaron su posición compradora a través de contratos *Non Delivery Forward (NDF)*<sup>60</sup> en TES pesos en COP 382 mm principalmente durante el

<sup>58</sup>En julio, agosto y septiembre del 2021 estos inversionistas compraron TES pesos por COP 1.303 mm, COP 3.459 mm y ventas por COP 987 mm, respectivamente.

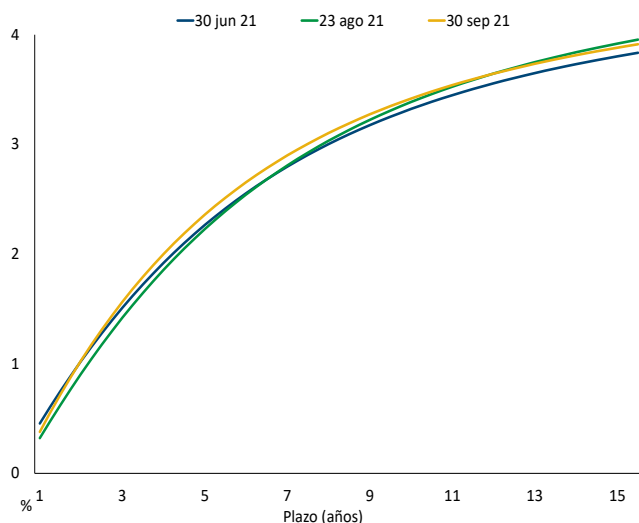
<sup>59</sup>En julio, agosto y septiembre del 2021 estos inversionistas compraron TES pesos por COP 318 mm, COP 171 mm y ventas por COP 129 mm, respectivamente.

<sup>60</sup>Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los *forward* con liquidación *Non Delivery (NDF)*, la liquidación se realiza por compensación, es decir, que a su vencimiento se compara el precio (o tasa) del mercado contra el precio (o tasa) pactado. En caso de que el primero sea más grande, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el nominal o viceversa. Este instrumento les permite a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo.

mes de julio, mientras que para TES UVR disminuyó en COP 774 mm.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 3T21 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 36,0% a 35,8%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 3,4% a 3,5% (Gráficos 47 y 48). Sobre el saldo total de TES, su participación pasó de 25,7% a 25,5%.

Gráfico 46: Curva spot en UVR, Colombia

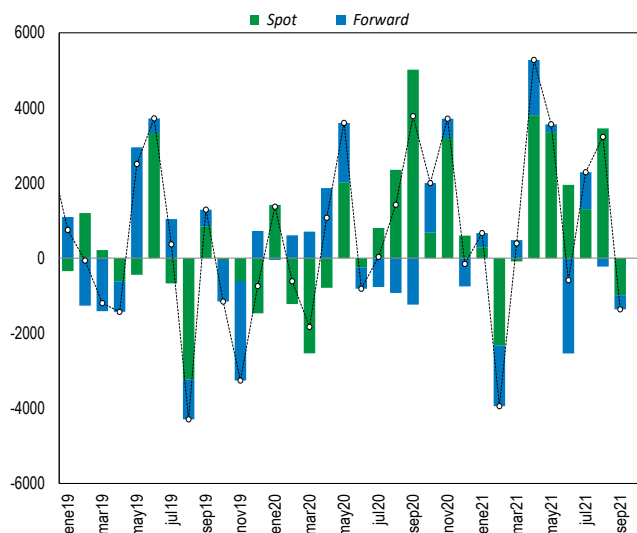


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Durante el 3T21 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 2T21. El promedio diario de negociación fue COP 2,7 b<sup>61</sup>, inferior a lo observado en el trimestre anterior (COP 2,8 b) y por debajo de la cifra del mismo período del año 2020 (COP 3,1 b) (Gráficos 49 y 50). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó

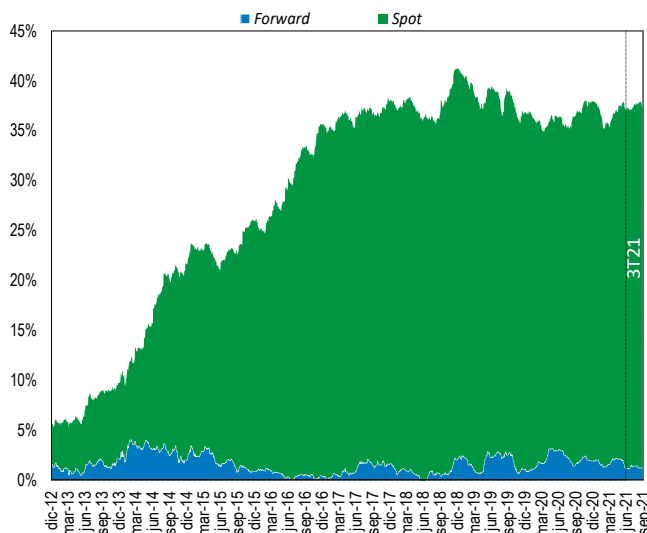
<sup>61</sup>Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banrep) y Master Trader (Mercado Electrónico Colombiano, para títulos de renta fija en general, acciones, derivados y divisas, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia).

Gráfico 47: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. COP mm.

Gráfico 48: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación

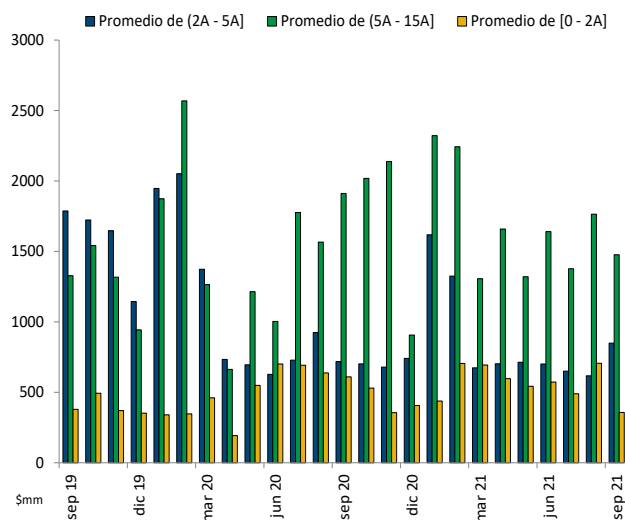


Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep.

de 17% a 15% entre el 2T21 y el 3T21, seguidos de los que vencen en marzo de 2031, cuya participación pasó de 0.4% a 11%. Cabe mencionar que, como es

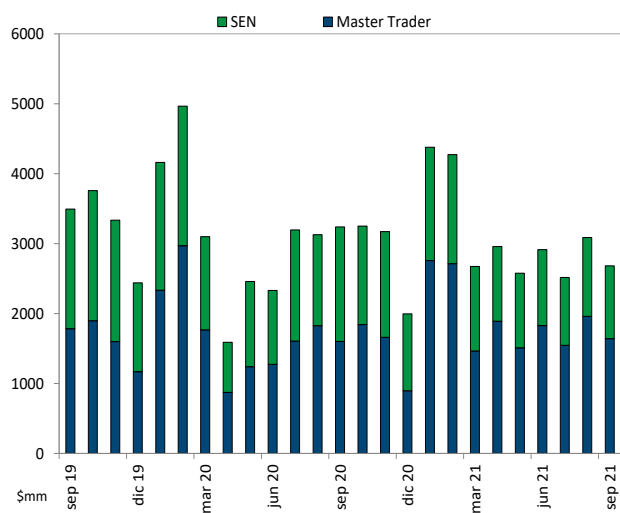
usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 49).

Gráfico 49: Monto promedio negociado por plazos de TES



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

Gráfico 50: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros sobre títulos TES disminuyó al pasar de 48.927 contratos en el 2T21 a 42.679 contratos en el 3T21 (ca-

da uno por COP 250 m) que equivalen a COP 10.670 mm.

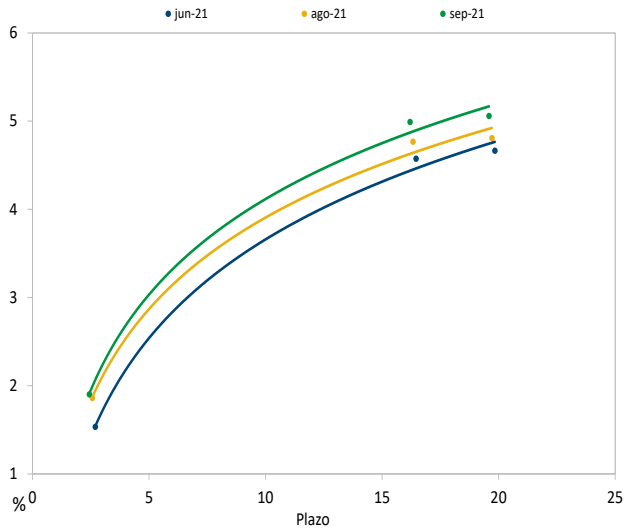
### 6.4 Deuda pública externa de Colombia y los países de la región

En línea con el comportamiento de los Tesoros de mediano y largo plazo, los bonos de deuda pública externa de los países de la región se desvalorizaron durante el 3T21 motivados por los episodios de incertidumbre política y fiscal que afectaron a las curvas en moneda local (Gráficos 51, 52, 53, 54 y 55).

Para el caso de Colombia, en el Gráfico 56 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 en el 3T21 estos *spreads* presentaron variaciones de -1 pb, 21 pb y 8pb para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respecto a los cierre del 2T21. Estos aumentos pudieron estar asociados con mayores expectativas de devaluación del peso colombiano durante el trimestre.

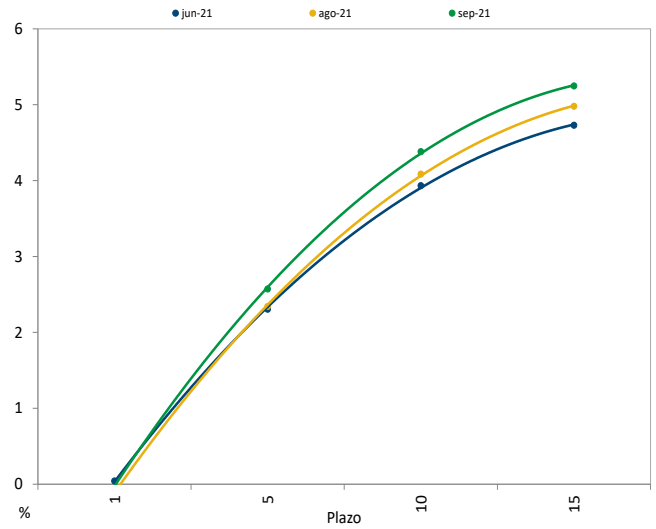


Gráfico 51: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



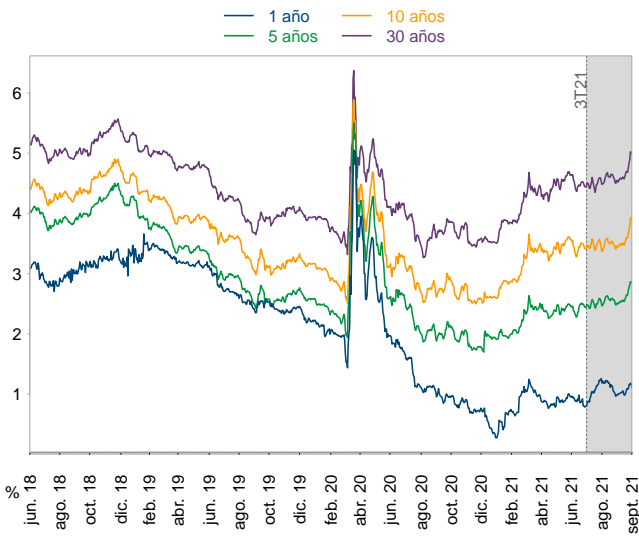
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 53: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



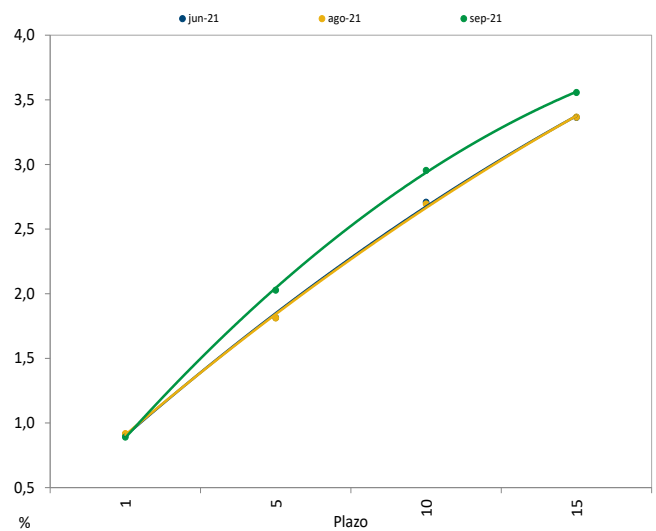
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 52: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



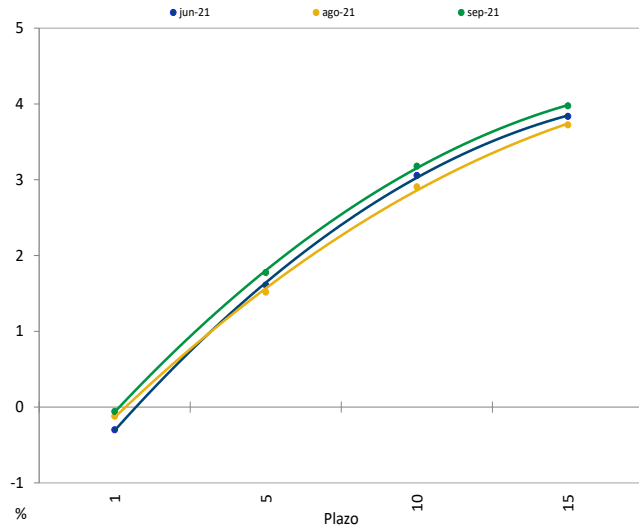
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 54: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú



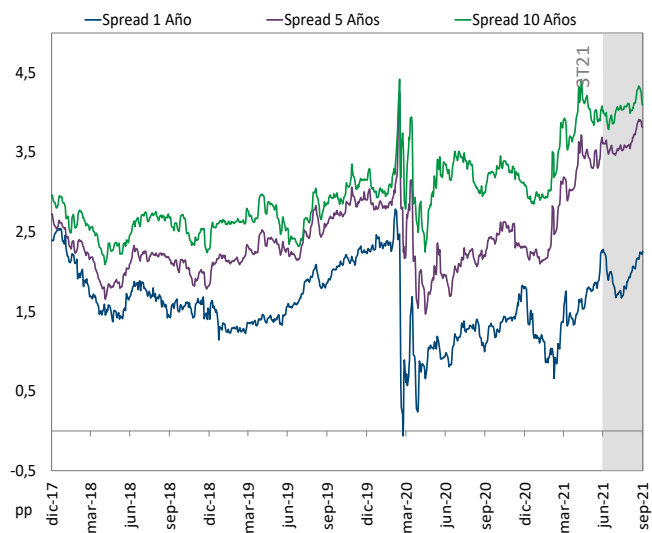
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 55: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 56: Globales USD vs TES locales



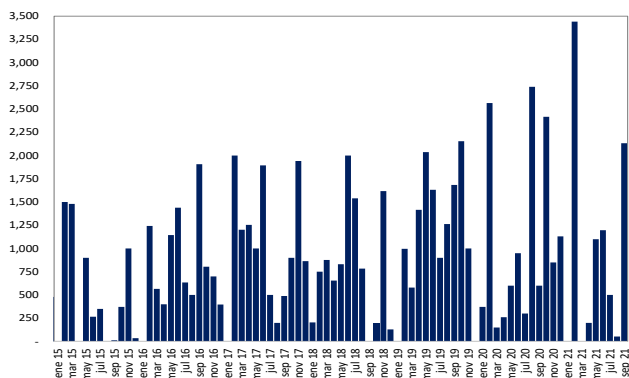
Fuente: Bloomberg y Banrep.

## 7 Mercado de deuda privada

En el 3T21 las colocaciones en el mercado de deuda privada se ubicaron por encima de las presentadas el trimestre anterior con un total adjudicado de COP 2,7 billones (2T21: COP 2,5 billones) (Gráfico 57). Las colocaciones más altas fueron realizadas por Davivienda y por el Fideicomiso Fidubogotá/ Concesión Aburrá Oriente S.A. en el mes de septiembre, con un total adjudicado de COP 700 mm cada uno (Cuadro 9).

Las colocaciones del trimestre fueron principalmente realizadas por empresas del sector financiero que realizaron el 73,9%, seguidas por el sector no financiero (26.1%), mientras que el sector público no realizó colocaciones en el periodo, siguiendo el comportamiento que había presentado el trimestre anterior (Gráfico 58)

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

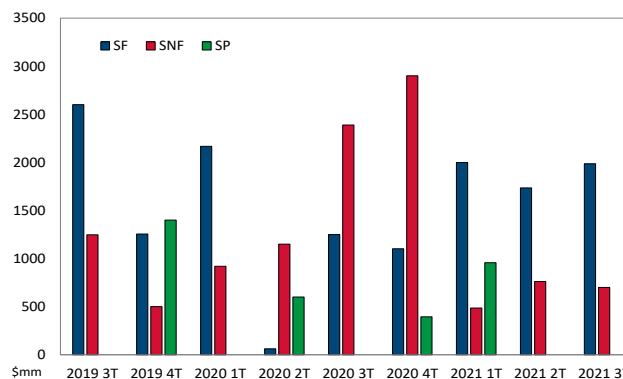


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, se observó que las empresas en el trimestre estuvieron emitiendo principalmente a IBR (42,7%) e IPC (37,7%) y en menor medida a tasa fija (19,6%). Las colocaciones realizadas a IBR (COP 1,1 b) fueron las más altas desde el segundo trimestre de 2014 (COP 1,2 b) (Gráfico 59).

Las colocaciones se realizaron en su mayoría a un pla-

Gráfico 58: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 9: Emisiones deuda privada 3T21

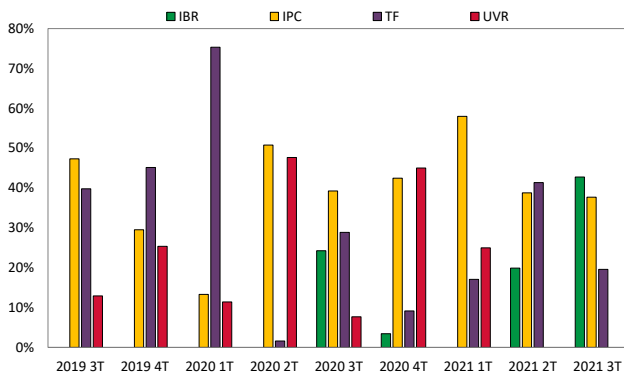
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda S.A.	700	(2 a 10]	IBR, IPC, TF
Banco Popular S.A.	500	(2 a 5]	IBR, IPC, TF
Bancolombia S.A.	600	(2 a 20]	IBR, IPC
Credivalores –			
Crediservicios S.A.	52,9	(2 a 5]	TF
Fideicomiso Fidubogotá -			
Concesión Aburrá Oriente S.A.	700	(5 a 10]	IPC, IBR
Banco Mundo Mujer S.A.	133	(2 a 5]	IBR

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, \*miles de millones de pesos, \*\*años

zo de 2 a 5 años (56,5%), seguidas por el plazo de 5 a 10 años (34,2%) y el de 10 a 20 años (9,4%) (Gráfico 60).

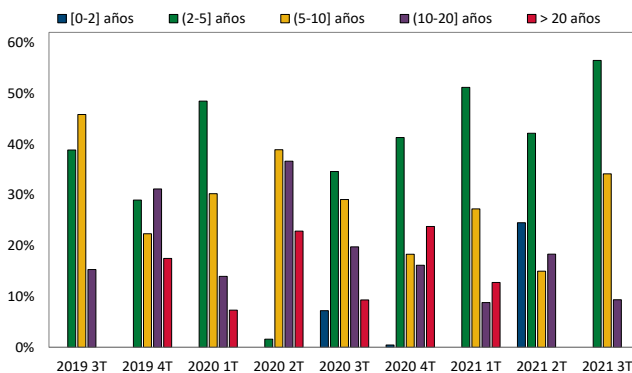
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) aumentó con respecto al del trimestre anterior y se ubicó en 1,8 (2T21: 1,5). La demanda total por colocaciones fue de COP 4,8 billones. En adición a lo anterior, la emisión más demandada fue la de Davivienda (COP 1,4 b), con un *bid to cover* de 2.

Gráfico 59: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 60: Participación de las emisiones por plazo de colocación

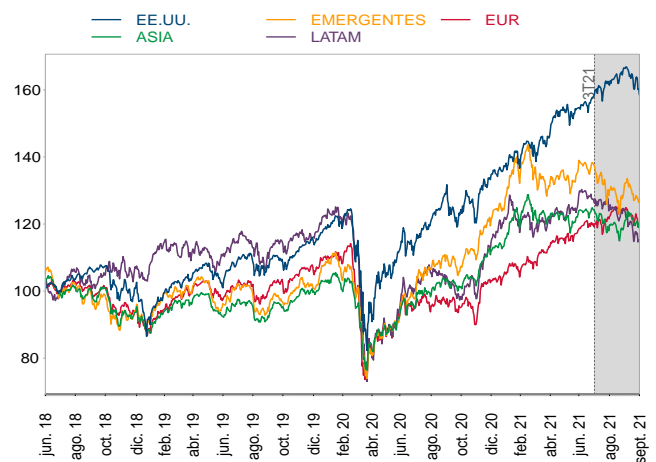


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado accionario

En el 3T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría un comportamiento negativo ante las preocupaciones sobre el retiro del estímulo monetario por parte de los bancos centrales y preocupaciones sobre la inflación. El mercado bursátil europeo presentó el mejor comportamiento con una valorización de 0,4%. En contraste, el mercado estadounidense se desvalorizó un 0,7%, seguido por el asiático (4,1%) y el latinoamericano (9,1%)<sup>62</sup>(Gráfico 61).

Gráfico 61: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 29 de junio de 2018

En cuanto al mercado estadounidense, entre julio y agosto los principales índices accionarios presentaron

<sup>62</sup>Al 30 de septiembre de 2021, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local 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 utilizó la variación promedio de los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *Nasdaq Composite* que registraron variaciones de 0,2%, -1,9% y -0,4%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 30 de septiembre de 2021, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

valorizaciones y en varias ocasiones alcanzaron nuevos máximos históricos<sup>63</sup>. Las valorizaciones estuvieron soportadas por el optimismo sobre la recuperación económica, la publicación de datos económicos favorables, la aprobación del paquete de infraestructura para impulsar la economía y la aprobación total de la vacuna de Pfizer en el país. Adicionalmente, el mercado estuvo impulsado por la publicación de resultados corporativos positivos, dentro de los cuales se destacan los de empresas como Disney y Twitter<sup>64</sup>.

En septiembre, el mercado estadounidense presentó desvalorizaciones debido a una mayor percepción de riesgo a nivel internacional dadas las preocupaciones sobre: i) la recuperación económica global, ante el surgimiento de nuevos casos de coronavirus, ii) la posibilidad de menores estímulos monetarios, iii) la inflación y iv) el sector de finca raíz en China. Adicionalmente, a nivel local el mercado se vio afectado por preocupaciones respecto al techo de la deuda, la caída de las acciones del sector tecnológico que se vieron impactadas por el aumento de tasas de los *treasuries* y la caída de la acción de Nike, luego de que en la publicación de resultados corporativos la empresa redujera el pronóstico de ventas del año, por problemas sobre las cadenas de suministro y aumento de costos.

Por su parte, el mercado bursátil europeo fue el de mejor desempeño en el trimestre a nivel regional y alcanzó nuevos máximos históricos en repetidas ocasiones, llegando a su punto máximo el 13 de agosto<sup>65</sup>. Las valorizaciones durante el trimestre estuvieron impulsadas, adicional a los factores internacionales que movieron el mercado estadounidense, por la publica-

ción de resultados corporativos positivos, mejoras en los pronósticos de ganancias para fin de año por parte de empresas como Novo Nordisk, BMW, Siemens y Societe Generale y la valorización de la compañía británica Meggit, después de recibir varias ofertas de adquisición<sup>66</sup>. Sin embargo, las ganancias se vieron contenidas en septiembre por los factores internacionales mencionados en la sección 3 de este documento, además de, preocupaciones de los inversionistas frente a anuncios de reducción del estímulo monetario por parte del BCE.

En Asia las desvalorizaciones del trimestre del mercado bursátil estuvieron influenciadas a nivel local por i) la caída de las acciones relacionadas al sector de tecnología, educación y finca raíz, después de que se anunciara que el gobierno chino busca realizar una reforma importante al sector de tecnología educativa<sup>67</sup>, ii) las expectativas y eventual declaración de un nuevo estado de emergencia en el área de Tokio por el aumento de casos de coronavirus, iii) el anuncio del Banco Central de China de declarar ilegal las actividades relacionadas con criptomonedas, lo que afectó a las acciones de tecnología y iv) preocupación por el sector de finca raíz en China debido a la situación de Evergrande.

Por su parte, el desempeño negativo de Latinoamérica estuvo principalmente influenciado por la caída del índice *Ibovespa* de Brasil (12,5%) y del índice *S&P BVL* de Perú (3%). En contraste, los mercados bursátiles de Colombia, México y Chile presentaron valorizaciones de 9,1%, 2,2% y 0,7%, respectivamente (*Gráfico 62*).

El comportamiento negativo del índice *Ibovespa* de

<sup>63</sup>El índice *Dow Jones* alcanzó un máximo histórico de 35.625,4 el 16 de agosto. Por su parte el índice *Nasdaq Composite* alcanzó un máximo histórico de 15.374,33 el 07 de septiembre, mientras que el índice *S&P 500* alcanzó un máximo de 4.536,95 el 02 de septiembre.

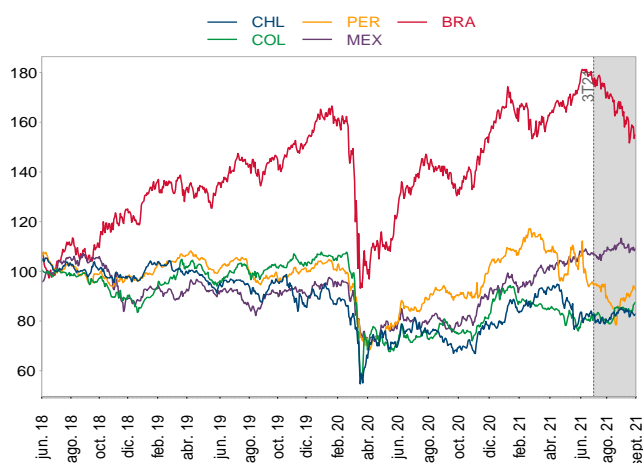
<sup>64</sup>El 12 de agosto Disney reportó Utilidades Por Acción (UPA) de USD 0,8, ubicándose por encima de lo esperado por los analistas (USD 0,55 de acuerdo con Refinitiv). El 22 de julio Twitter reportó UPA de USD 0,2, por encima de lo esperado por los analistas (USD 0,07 de acuerdo con datos de Refinitiv).

<sup>65</sup>El 13 de agosto, el índice *Stoxx 600* alcanzó un máximo de 475,83 puntos.

<sup>66</sup>El 2 de agosto la empresa estadounidense Parker-Hannifin realizó una oferta para adquirir Meggit por GBP 6,3 mm. Posteriormente, el 11 de agosto la empresa TransDigm realizó una oferta por GBP 7 b para adquirir Meggit. Sin embargo, el 7 de septiembre TransDigm retiró su oferta.

<sup>67</sup>La medida prohibirá a las empresas de tutoría obtener ganancias, recaudar capital o cotizar en bolsa. También prohibirá la inversión extranjera en el sector, al tiempo que instará a las empresas de apoyo escolar a registrarse a partir de ahora como asociaciones sin fines de lucro.

Gráfico 62: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de junio de 2017

Brasil estuvo explicado por incertidumbre política y fiscal y la caída de los precios del hierro. A nivel sectorial estuvo influenciado por la caída de las acciones de los sectores financiero, materiales y consumo discrecional, los cuales tuvieron el peor desempeño de la región y tienen una participación cercana al 50 % dentro del índice (Gráfico 10).

Por su parte, el mal desempeño del índice *S&P BVL* de Perú estuvo soportado por la caída de las acciones del sector financiero y en menor medida del sector materiales, debido a la alta ponderación que tienen dentro del índice, de cerca de un 70 %. Adicionalmente, estuvo afectado por incertidumbre política en torno a las decisiones del nuevo Gobierno (Gráfico 10).

El bajo desempeño del índice *IPSA* de Chile estuvo influenciado principalmente por la incertidumbre en torno a la redacción de la nueva constitución política y la discusión sobre un cuarto retiro de los fondos de pensiones. Adicionalmente, la caída de las acciones pertenecientes a los sectores de consumo discrecional, industria inmobiliaria y materiales estuvo contrarrestada por el aumento del sector financiero (Gráfico 10).

La valorización del índice *S&P BMV IPC* de México estuvo explicada por el buen desempeño de las accio-

nes de los sectores de consumo básico e industrial, los cuales tienen una participación de aproximadamente un 40 % dentro del índice. (Gráfico 10).

Finalmente, el índice *MSCI Colcap* se vio favorecido principalmente por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero, servicios públicos y materiales, los cuales ponderan más de un 70 % del índice (Cuadro 10). El buen desempeño de las acciones del sector financiero respondió a la publicación de resultados corporativos positivos<sup>68</sup>.

En línea con lo anterior en el 3T21 las acciones que tuvieron el mejor desempeño fueron Bancolombia (24,8 %), PF-Bancolombia (23 %) y Davivienda (21,3 %), mientras que las de peor desempeño fueron BVC (-13,8 %), Mineros (-6,4 %) y ETB (-4,3 %). Por otra parte, el monto promedio diario negociado en el trimestre fue superior al observado el 2T21 (3T21: COP 87,1 mm vs 2T21: COP 83,5 mm).

El 20 de agosto se llevó a cabo la venta de ISA, en la cual Ecopetrol adquirió la participación del Gobierno en la compañía (51,4 %). El precio acordado fue de COP 25.000 por acción (COP 14,2 b en total) que se pagaron en dólares (USD 3.672 m), los cuales se monetizarían de manera gradual por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Adicionalmente, en septiembre Valores Bancolombia, junto a BlackRock lanzaron 9 Exchange Traded Funds (ETF) que forman parte del Mercado Global Colombiano (MGC) de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Con estos ETFs los inversionistas podrían tener exposición a acciones de Estados Unidos y mercados emergentes, así como a bonos corporativos y deuda del gobierno estadounidense, entre otros. Por su parte, este mismo mes Itau Comisionista de Bolsa lanzó un ETF en el MGC de la BVC (ETF IT Now

<sup>68</sup>El 11 de agosto Bancolombia reportó una utilidad neta de COP 1,2 b en el 2T21, lo cual representa un aumento de 113,2 % respecto al 1T21. Por su parte, Davivienda reportó el 12 de agosto que la utilidad neta del 2T21 alcanzó los \$432,3 mm, lo cual representó un aumento frente al 1T21 y el 2T20 debido a la reducción en el gasto de provisiones neto, mayores ingresos por interés de cartera e inversiones y estabilidad en los ingresos operacionales.

Ipsa), el cual replica el índice *IPSA* de Chile.

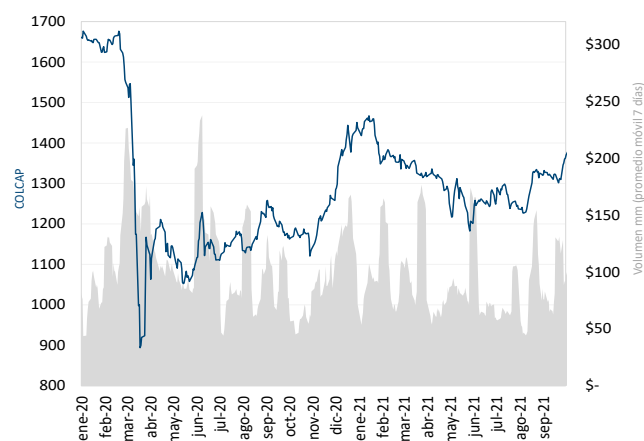
Cuadro 10: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (3T21)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-7.6	-3.0	-17.3		-4.3
Consumo discrecional	-25.1	6.8	-17.1		11.1
Consumo básico	-0.2	6.7	0.5	1.1	-1.0
Energía	-2.0		-6.9	9.4	1.0
Financiero	-19.8	0.1	4.3	-7.2	7.7
Salud	-13.0	-4.8			
Industrial	-6.9	4.0	-9.8	8.0	
Tecnología de la información	-18.9		-15.9		
Materiales	-16.8	-7.5	-5.9	-2.3	5.5
Industria inmobiliaria	-19.9	-6.7	-21.6	-12.9	
Servicios públicos	1.1		2.2	-9.6	4.9

Fuente: Bloomberg.

Los sectores corresponden a la clasificación GICS y el comportamiento de cada uno está calculado como la variación promedio de las acciones que constituyen cada sector, los valores están en porcentaje.

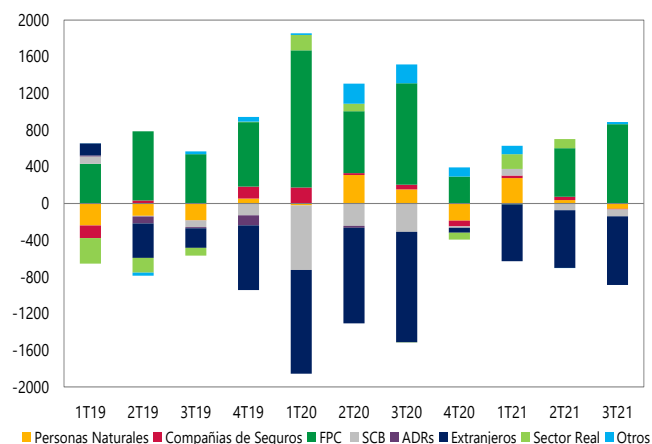
Gráfico 63: MSCI COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el trimestre los inversionistas extranjeros continuaron siendo los mayores vendedores netos, presentando un volumen de ventas superior al del 2T21 (3T21: COP 749,4 mm, 2T21: COP 628,6 mm). En contraste, los fondos de pensiones continuaron siendo los mayores compradores netos, contrarrestando las ventas de los extranjeros (COP 864,4 mm) (Gráfico 64).

Gráfico 64: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en COP mm.

La volatilidad condicional<sup>69</sup> de la mayoría de los índices los índices bursátiles de la región analizados disminuyó durante el trimestre, con respecto al trimestre anterior, a excepción de Brasil. En el trimestre, la cifra promedio más alta fue la de Perú (*S&P/BVL*: 1,7%), seguido por Brasil (*IBOVESPA*: 1,5%), Chile (*S&P/CLX IPSA*: 1,2%), Colombia (*MSCI COLCAP*: 1,1%) y México (*S&P/BMV IPC*: 1%) (Gráfico 65).

Por otra parte, si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil<sup>70</sup> como porcentaje del PIB<sup>71</sup> se observa que, el indicador disminuyó en el trimestre para Chile, Perú y México, mientras que aumentó para Colombia. En septiembre el dato más alto fue el de Chile (25,9%), seguido por México (25,4%), Colombia (12,1%) y Perú (8,7%) (Gráfico 66).

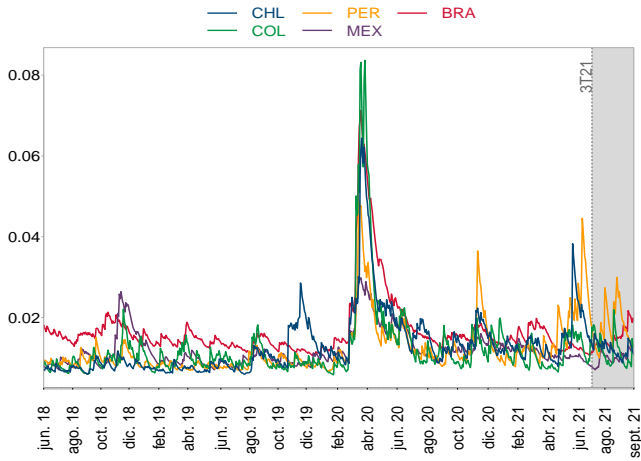
Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el MSCI COLCAP, se negociaron 17.144 contratos de Mini Futuro MS-

<sup>69</sup>Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

<sup>70</sup>Ajustada por flotante disponible.

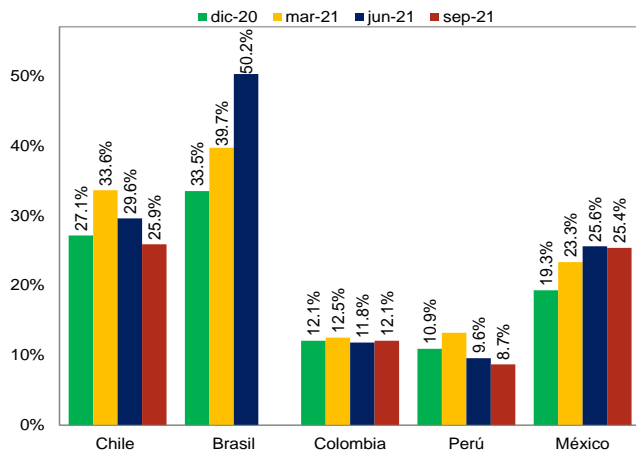
<sup>71</sup>Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* de Abril de 2021 para el año 2020 y que publica el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 65: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 66: Capitalización bursátil ajustada/PIB\*



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

Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2020. Al momento de preparación de este informe no se contaba con información para Brasil.

CI COLCAP<sup>72</sup> durante el 3T21 (en el 2T21 se habían negociado 20.946 contratos).

<sup>72</sup>El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del MSCI COLCAP.