

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

II trimestre de 2020





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre del 2020

Banco de la República

Julio de 2020

## **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  
Laura Viviana León  
Diego Alejandro Martínez  
Julián Camilo Mateus  
Cristhian Hernando Ruiz  
Tatiana Venegas

## **Estudiantes en práctica profesional**

Hernán Darío Carvajal  
Daniel Felipe Moreno

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Entorno internacional . . . . .	6
2.2	Percepción de riesgo a nivel local . . . . .	6
2.3	Mercado cambiario . . . . .	6
2.4	Política monetaria y mercado monetario local . . . . .	7
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	7
2.6	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>9</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de riesgo a nivel local</b>	<b>18</b>
<b>5</b>	<b>Mercado cambiario</b>	<b>21</b>
5.1	Mercado cambiario global . . . . .	21
5.2	Mercado cambiario colombiano . . . . .	24
<b>6</b>	<b>Mercado monetario y renta fija</b>	<b>28</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	28
6.2	Mercado monetario colombiano . . . . .	29
6.3	Mercado de deuda pública . . . . .	30
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región . . . . .	30
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia . . . . .	33
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región . . . . .	38
<b>7</b>	<b>Mercado de deuda privada</b>	<b>40</b>
<b>8</b>	<b>Mercado accionario</b>	<b>42</b>

## Índice de Gráficos

1	Crecimiento en economías desarrolladas . . . . .	9
2	Crecimiento en economías emergentes . . . . .	10
3	Crecimiento en Latinoamérica . . . . .	10
4	Proyecciones de crecimiento del FMI para 2020 . . . . .	10
5	Desempleo en economías desarrolladas . . . . .	11
6	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU . . . . .	11
7	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas . . . . .	11
8	PMI manufacturero en economías desarrolladas . . . . .	12
9	PMI de servicios en economías desarrolladas . . . . .	12
10	Número de nuevos casos semanales de COVID-19 en el mundo . . . . .	12
11	Curva OIS a cinco años en economías desarrolladas . . . . .	13
12	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa . . . . .	14
13	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica . . . . .	15
14	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI) . . . . .	15
15	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes . . . . .	16
16	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes . . . . .	16
17	Flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes . . . . .	17
18	Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent . . . . .	18
19	Cambio en los precios de productos básicos . . . . .	18
20	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	19
21	Índices de confianza . . . . .	20
22	Expectativas de crecimiento (EOF) . . . . .	21
23	Expectativas de inflación (EOF) . . . . .	21
24	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES . . . . .	21
25	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días . . . . .	21
26	VIX vs índices de monedas . . . . .	22
27	Tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	23
28	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	23
29	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	25
30	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC . . . . .	26
31	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*) . . . . .	26
32	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local . . . . .	27
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos . . . . .	28
34	Inflación IPC en los países de la región . . . . .	29
35	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N . . . . .	29
36	Posición neta del BR en el mercado monetario . . . . .	30
37	Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019 . . . . .	31
38	Curva cero cupón de EE.UU. . . . .	31
39	Curvas cero cupón de países de la región . . . . .	32
40	Proyección de vencimientos TES . . . . .	35
41	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR . . . . .	36
42	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia . . . . .	36
43	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia . . . . .	37

44	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros . . . . .	37
45	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación . . . . .	37
46	Monto promedio negociado por plazos de TES . . . . .	38
47	Monto promedio diario negociado de TES por sistema . . . . .	38
48	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil . . . . .	38
49	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú . . . . .	39
50	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México . . . . .	39
51	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia . . . . .	39
52	Rendimientos deuda externa en USD Colombia . . . . .	39
53	Globales USD vs TES locales . . . . .	40
54	TES Globales vs TES locales . . . . .	40
55	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada . . . . .	41
56	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada . . . . .	41
57	Colocaciones por tasa de interés . . . . .	41
58	Participación de las emisiones por plazo de colocación . . . . .	42
59	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial . . . . .	42
60	Evolución de los índices accionarios de la región . . . . .	43
61	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T20) . . . . .	44
62	COLCAP y volumen transado diario . . . . .	45
63	Volatilidad condicional índices accionarios . . . . .	45
64	Capitalización bursátil ajustada/PIB* . . . . .	45
65	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente . . . . .	46

## Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense . . . . .	22
2	Intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	24
3	Intervención cambiaria del Banco Central de Chile (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	25
4	Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	25
5	Intervención cambiaria del Banco Central de México . . . . .	25
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia . . . . .	25
7	Variaciones de las tasas de política monetaria a junio de 2020 en Latinoamérica . . . . .	28
8	Inflación año completo y meta de inflación 2020 . . . . .	29
9	Emisiones deuda privada 1T20 . . . . .	41

## 1 Introducción

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

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

Durante el segundo trimestre de 2020 (2T20) la mayoría de los activos financieros a nivel global y local presentaron una recuperación importante frente al fuerte deterioro observado durante el primer trimestre del año (1T20). En línea con este comportamiento los *commodities* presentaron aumentos en sus precios. Cabe resaltar que este mejor comportamiento estuvo enmarcado en un entorno de alta volatilidad el cual caracterizó todo el periodo.

La alta volatilidad global se vio reflejada en los indicadores de percepción de riesgo a nivel local, los cuales aumentaron al inicio del periodo pero posteriormente presentaron una corrección. Así mismo, en el transcurso de este periodo, indicadores como los de actividad económica y los pronósticos de crecimiento para Colombia en el 2020 dan indicios de caídas del producto históricas. Durante este periodo, la inflación observada y sus expectativas a diferentes plazos cayeron y se ubicaron por debajo de la meta del 3%. Además, la tasa de interés de política se redujo en 125 puntos básicos (p.b) y a junio se situó en un mínimo histórico de 2,50%.

En cuanto al dólar estadounidense se observó un debilitamiento de forma generalizada frente a las monedas de países desarrollados y emergentes. Las monedas de los países de la región presentaron un comportamiento mixto y el peso colombiano se apreció un 7,4%.

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

## 2 Resumen ejecutivo

### 2.1 Entorno internacional

Durante el 2T20 la mayoría de los activos financieros presentaron una recuperación importante frente al fuerte deterioro observado durante el 1T20, producto de la pandemia del Covid-19 y las medidas de aislamiento tomadas por la mayoría de los gobiernos a nivel global con el fin de contener la propagación del virus. Este comportamiento se dio en un contexto de: *i*) expectativas de una recuperación gradual de la actividad económica tras el comienzo del proceso de reapertura en la mayoría de países; y *ii*) la continuación del estímulo sin precedentes adoptado por gran parte de las autoridades monetarias y fiscales desde el 1T20.

No obstante, a la par con la recuperación de los activos financieros se evidenció una alta volatilidad como consecuencia de los temores de una segunda ola de contagios tras el comienzo del proceso de reapertura, y la incertidumbre frente al proceso de recuperación de la recesión económica global. En menor medida, eventos generadores de incertidumbre como el aumento de las tensiones geopolíticas entre China y varios países occidentales, así como eventos idiosincráticos también contribuyeron a la volatilidad observada durante este trimestre. Por último, en línea con la mayoría de los activos financieros, los precios de la mayoría de los *commodities* se recuperaron parcialmente luego de los bajos niveles alcanzados durante la primera parte del trimestre.

### 2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Al comienzo del 2T20, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local continuaron deteriorándose, en línea con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional. Posteriormente, a lo largo del trimestre estos indicadores se recuperaron de manera parcial desde los altos niveles observados en abril. Frente a las cifras de actividad económica, durante el trimestre se evidenció una contracción importante de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía, y asociado con lo anterior, mayores expectativas de recesión económica en 2020 y crecimiento moderado en 2021 que no compensaría la fuerte contracción prevista para este año. Se destaca que durante marzo y abril se presentaron cifras económicas e indicadores de percepción de riesgo en niveles peores a los observados durante la Crisis Financiera de 2008, pero así mismo el rebote de los últimos meses ha sido más pronunciado frente a la última crisis.

### 2.3 Mercado cambiario

En comparación con el 1T20, durante el 2T20 el dólar estadounidense se debilitó de forma generalizada frente a la mayoría de monedas de países desarrollados y emergentes en un contexto de mayor optimismo y menor percepción de riesgo ante: *i*) los resultados favorables de una vacuna contra el Covid-19; y *ii*) la publicación de datos económicos favorables a nivel mundial (entre los que se destacan el PMI de Caixin de los sectores manufacturero y de servicios en China y las cifras de empleo de mayo en EE.UU). Las monedas de América Latina presentaron un comportamiento mixto. Se apreciaron frente al dólar: el peso colombiano (7,4%), el peso chileno (3,8%) y el peso mexicano (2,9%); mientras que se depreciaron el peso argentino (9,4%), el real brasileño (5,0%), y el sol peruano

(3,2%)

Durante el 2T20 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se apreció un 7,4% en línea con el debilitamiento global del dólar y soportado además por el comportamiento positivo del precio del crudo y la oferta de dólares por parte de agentes extranjeros y locales.

## 2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 2T20, en línea con lo observado desde el 1T20, la mayoría de los bancos centrales de la región continuaron adoptando una política monetaria expansiva. Entre las medidas de política adoptadas por los bancos centrales se destaca la velocidad y magnitud de los recortes de las tasas de política hasta ubicarlas en niveles mínimos históricos en la mayoría de los países de la región. Así mismo, en Colombia el BR decidió reducir la tasa de política en 50 p.b. durante cada una de sus reuniones de abril y mayo, y en 25 p.b. durante su reunión de junio.

Durante este periodo el BR continuó otorgando una amplia liquidez en pesos y dólares a la economía para garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, de los mercados cambiario, de deuda pública y de crédito. Es así como la tasa interbancaria, así como la tasa IBR *overnight* se ubicó durante casi todo el periodo cerca de la tasa de política.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el trimestre, la deuda pública local presentó valorizaciones importantes como corrección al choque adverso registrado en marzo por el efecto de la propagación del coronavirus sobre la economía global y la fuerte caída de los precios del petróleo. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el mayor apetito por activos riesgosos y las expectativas de que haya una apertura gradual de la economía (local y global). A lo anterior se sumó la menor volatilidad en este mercado, los recortes de la tasa de referencia y expectativas de mayores recortes en el mediano plazo, y la recuperación del apetito por TES por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado.

Durante el 2T20, la curva de EE.UU. se empujó ante mayores valorizaciones del tramo corto en un contexto de expectativas de estabilidad del rango de los fondos federales por lo menos hasta 2022. Así mismo, las curvas de la región también se empujaron ante valorizaciones importantes del tramo corto como consecuencia de los recortes de las tasas de política por parte de los bancos centrales de la región, excepto en Chile, y expectativas de mayores recortes durante los próximos meses. Por otro lado, los títulos del tramo largo se valorizaron en menor medida, corrigiendo parcialmente las fuertes desvalorizaciones observadas en marzo. Lo anterior en un contexto de recuperación parcial de los flujos de inversionistas extranjeros hacia economías emergentes.

## 2.6 Mercado accionario

Los mercados accionarios a nivel global tuvieron un comportamiento positivo durante el 2T20, recuperando parte del terreno perdido el trimestre anterior en un entorno de menor aversión al riesgo ante las expectativas frente a la

reapertura gradual de las economías, resultados alentadores en el desarrollo de la vacuna contra el *COVID-19* y los amplios planes fiscales y monetarios implementados por parte de gobiernos y bancos centrales en el mundo.

### 3 Entorno internacional

Durante el 2T20 la mayoría de los activos financieros presentaron una recuperación importante frente al fuerte deterioro observado durante el 1T20, producto de la pandemia del Covid-19 y las medidas de aislamiento tomadas por la mayoría de los gobiernos a nivel global con el fin de contener la propagación del virus. Este comportamiento se dio en un contexto de: *i)* expectativas de una recuperación gradual de la actividad económica tras el comienzo del proceso de reapertura en la mayoría de países; y *ii)* la continuación del estímulo sin precedentes adoptado por gran parte de las autoridades monetarias y fiscales desde el 1T20.

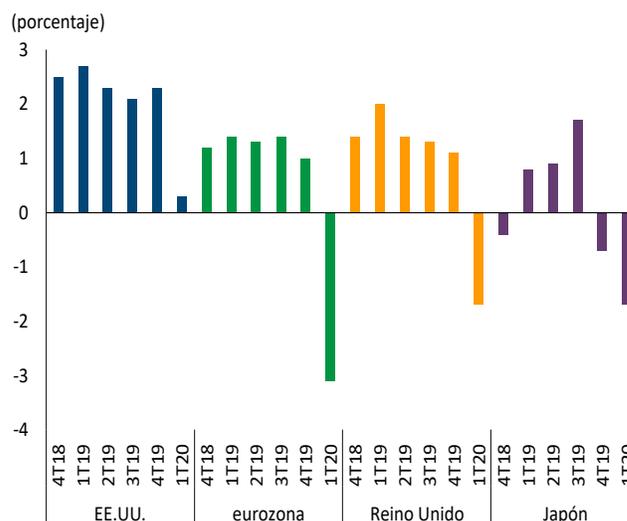
No obstante, a la par con la recuperación de los activos financieros se evidenció una alta volatilidad como consecuencia de los temores de una segunda ola de contagios tras el comienzo del proceso de reapertura, y la incertidumbre frente al proceso de recuperación de la recesión económica global. En menor medida, eventos generadores de incertidumbre como el aumento de las tensiones geopolíticas entre China y varios países occidentales, así como eventos idiosincráticos también contribuyeron a la volatilidad observada durante este trimestre. Por último, en línea con la mayoría de los activos financieros, los precios de la mayoría de los *commodities* se recuperaron parcialmente luego de los bajos niveles alcanzados durante la primera parte del trimestre.

#### Expectativas de recuperación gradual de la actividad económica

La economía global sufrió una fuerte caída a finales del 1T20 y comienzos del 2T20 como consecuencia de la pandemia del Covid-19 y las medidas de aislamiento tomadas por la mayoría de los gobiernos con el fin de mitigarla. Esto llevó a la mayoría de los analistas económicos a considerar que ésta será una recesión económica de una magnitud no observada desde la Gran Depresión de finales de la década de 1920. Muestra de esto son los resultados de crecimiento del 1T20 que alcanzaron a capturar una parte del impac-

to sufrido por la economía, pese a que la mayor parte de este impacto se verá reflejada en los resultados del 2T20. El *Gráfico 1* muestra la fuerte contracción sufrida por la Eurozona, Reino Unido y Japón, mientras que EE.UU. no alcanzó a contraerse durante el 1T20 dado que se vio afectado por la pandemia unas semanas después que sus pares europeos y asiáticos. Así mismo, el *Gráfico 2* muestra las cifras de crecimiento del 1T20 para una muestra de economías emergentes. En este gráfico se destaca la contracción importante en China, el primer país del mundo en verse afectado por el virus. Por último, el *Gráfico 3* muestra la contracción sufrida por los países más grandes de Latinoamérica, excepto Colombia que venía presentando las mayores tasas de crecimiento de la región antes de la crisis.

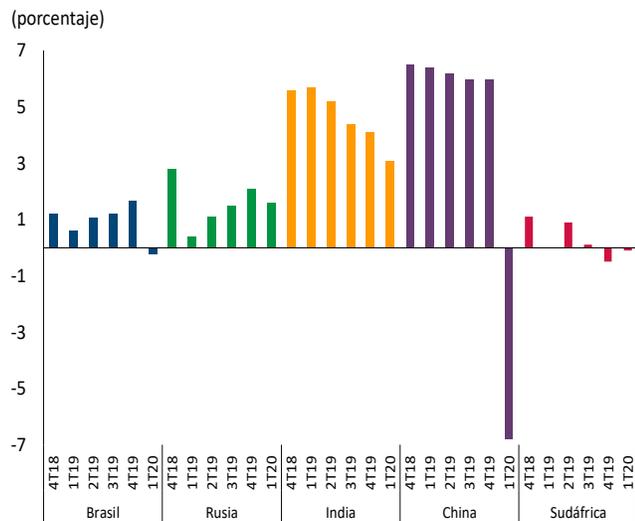
Gráfico 1: Crecimiento en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

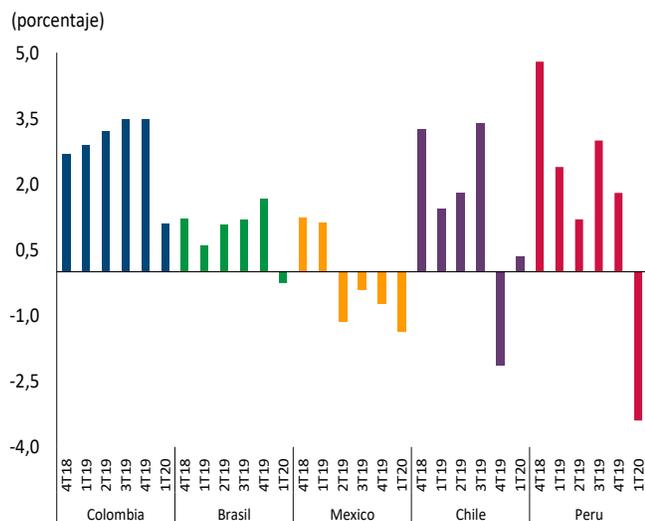
En cuanto a las expectativas de crecimiento para este año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ya proyectaba una contracción económica global en abril. En ese momento, el FMI estimaba que India y China serían unas de las pocas economías que registrarían un crecimiento positivo durante el 2020. Posteriormente en junio, en línea con el desarrollo de las medidas de confinamiento por un tiempo superior al previsto inicialmente, el FMI volvió a actualizar sus pronósti-

Gráfico 2: Crecimiento en economías emergentes



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Crecimiento en Latinoamérica

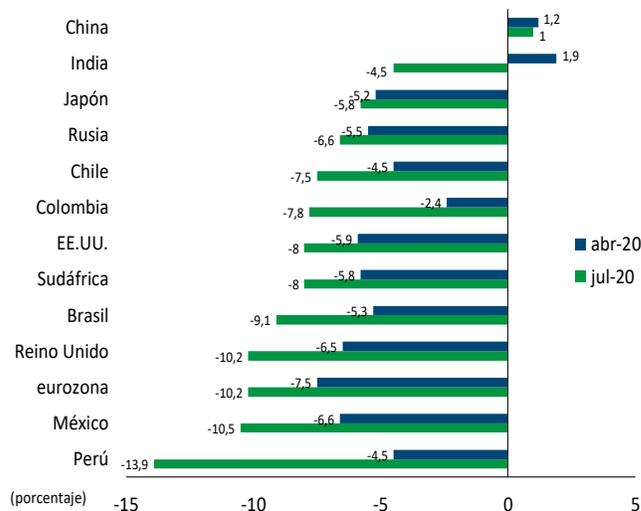


Fuente: Bloomberg.

cos a la baja y ahora se espera que India, una de las economías de mayor crecimiento, también se contraiga este año. En la región, se destaca la variación de las proyecciones de junio frente a abril para el caso de Colombia y Perú como consecuencia de los bajos pre-

cios del petróleo para el caso de Colombia, y la mayor debilidad de la demanda externa para el caso de Perú (Gráfico 4).

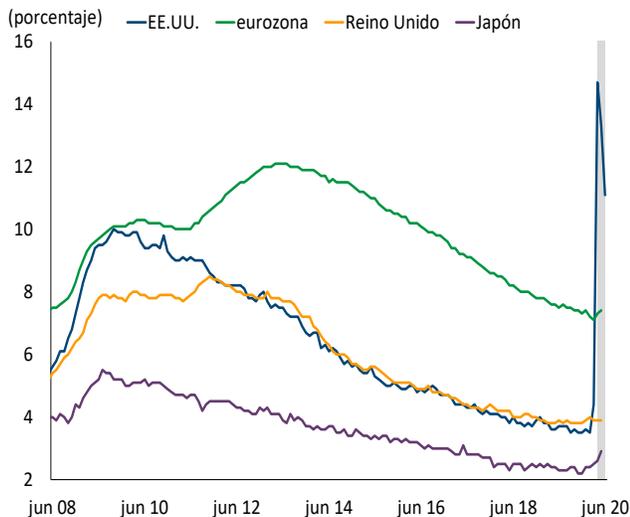
Gráfico 4: Proyecciones de crecimiento del FMI para 2020



Fuente: FMI.

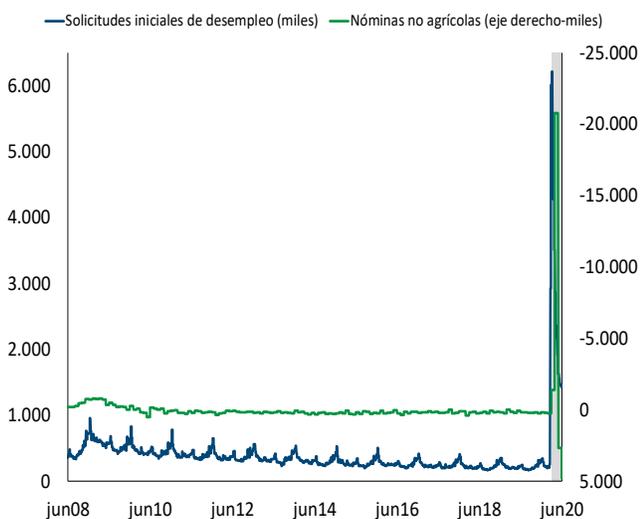
Al analizar los datos económicos de alta frecuencia del 2T20, en el frente laboral se destaca el aumento de la tasa de desempleo en las economías desarrolladas analizadas, especialmente en abril para el caso de EE.UU. y muy superior a los niveles observados en la Crisis Financiera de 2008. De acuerdo con la mayoría de analistas económicos, la diferencia de las tasas de desempleo entre EE.UU. y el resto de las economías desarrolladas se debió principalmente a los esquemas de protección laboral ya instaurados en Europa y Japón desde antes de la crisis. En general, estos esquemas hacen más difícil el despido de empleados y permiten a los empleadores reducir las horas de trabajo al tiempo que el Estado subsidia una parte de los salarios (Gráfico 5). Por otro lado, el Gráfico 6 evidencia unas solicitudes iniciales de desempleo superiores y unos niveles de contratación inferiores a los observados durante la Crisis Financiera del 2008. En el caso de las solicitudes iniciales de desempleo, incluso luego de la recuperación observada a finales del trimestre, aún se ubican semanalmente por encima del millón.

Gráfico 5: Desempleo en economías desarrolladas



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

Gráfico 6: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU

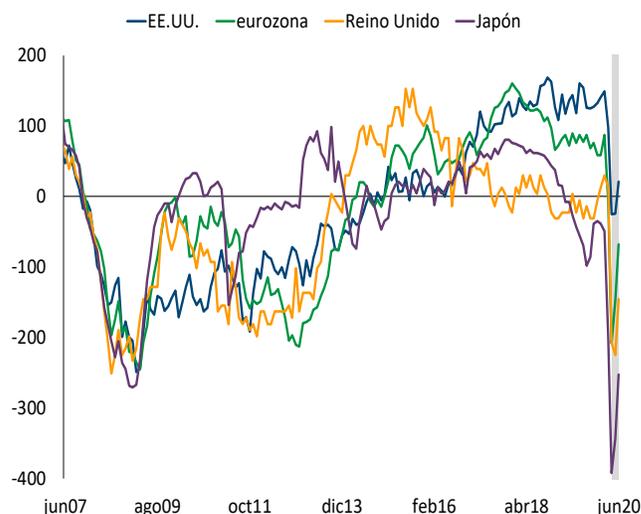


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los indicadores de confianza en economías desarrolladas, el Gráfico 7 muestra un deterioro importante de la confianza del consumidor en estas economías, y una posterior recuperación que aún no logra acercarse a los niveles observados durante los últi-

mos años. Así mismo, los PMI<sup>1</sup> tanto de manufactura (Gráfico 8) como de servicios (Gráfico 9) mostraron una reducción histórica el trimestre pasado y una recuperación parcial durante el 2T20<sup>2</sup>.

Gráfico 7: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas



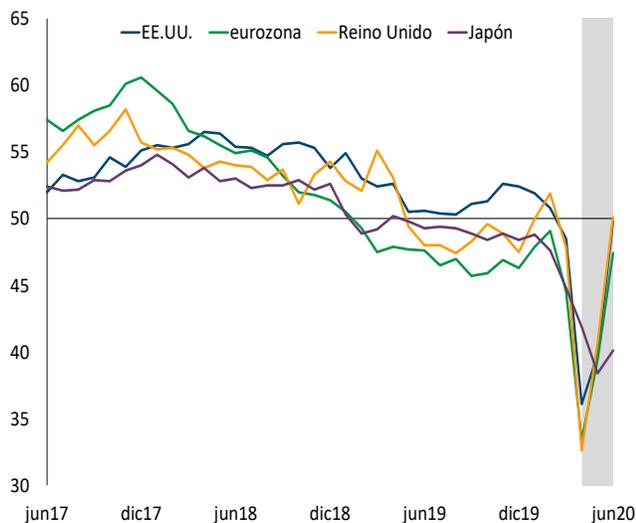
Fuente: Bloomberg.

En conclusión, las cifras de alta frecuencia analizadas anticipan que los datos de crecimiento del 2T20 presentarán una contracción mucho mayor a la observada en el 1T20. Sin embargo, a partir del 3T20 la mayoría de los analistas económicos espera un rebote de la actividad económica una vez continúe el proceso de reapertura económica a nivel global. No obstante, cada vez menos analistas consideran que este rebote se dé en forma de “V”, es decir una rápida recuperación

<sup>1</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.

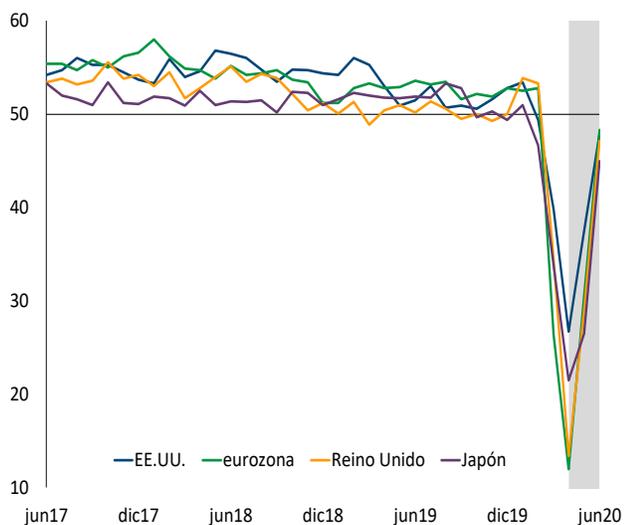
<sup>2</sup>Sin embargo, teniendo en cuenta que estas encuestas comparan las compras actuales contra las del mes anterior, el hecho de que los datos muestran un acercamiento al nivel de 50 no implica un retorno a los niveles de compras antes de la crisis sino más bien una estabilización de la fuerte contracción observada durante los últimos meses.

Gráfico 8: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9: PMI de servicios en economías desarrolladas



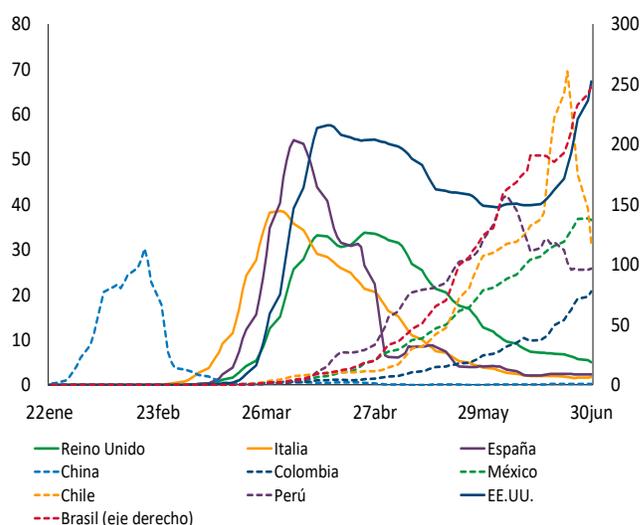
Fuente: Bloomberg.

de igual magnitud que la rápida contracción observada durante los últimos meses. Por el contrario, se espera una rebote gradual que llevaría a la economía global a producir lo mismo que produjo en 2019 hacia finales de 2021.

### Incertidumbre frente a la evolución de la pandemia

Pese al comienzo del proceso de reapertura de varias economías a finales del trimestre, lo que generó expectativas de una rápida recuperación económica, los riesgos de una segunda ola de contagios continúan siendo elevados. El Gráfico 10 muestra el número de nuevos casos semanales de Covid-19 para una muestra de países desarrollados y emergentes. En este se observa la efectividad de China en controlar la pandemia desde enero, lo que contrasta con EE.UU., que parecía reducir el número de nuevos casos desde finales de abril pero antes de finalizar el trimestre volvió a presentar un aumento importante del número de nuevos casos. Así mismo, las líneas punteadas que presentan el comportamiento de los países de la región, muestran un rezago frente a las economías desarrolladas en cuanto a la evolución de la pandemia, lo cual también ha contribuido con las menores perspectivas económicas para la región, una de las más impactadas por la pandemia a nivel global.

Gráfico 10: Número de nuevos casos semanales de COVID-19 en el mundo



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, varios analistas consideran que la recuperación de la economía global no se dará hasta que no haya una vacuna definitiva. Lo anterior dada la pérdi-

da de confianza por parte de la población, lo que continuará incidiendo de manera negativa sobre actividades específicas de la economía como lo son los hoteles, restaurantes, aerolíneas, entre otros. En este frente, varias compañías farmacéuticas, entre las que se destaca Moderna, AstraZenaca y Pfizer, han anunciado avances importantes en su proceso de desarrollo de una vacuna contra el Covid-19. En este sentido, el escenario base de la mayoría de los ejercicios de pronóstico hechos por economistas asume la invención de una vacuna dentro de los próximos dos años, lo cual de llevarse a cabo implicaría uno de los desarrollos más rápidos y de mayor dedicación en la historia de la humanidad.

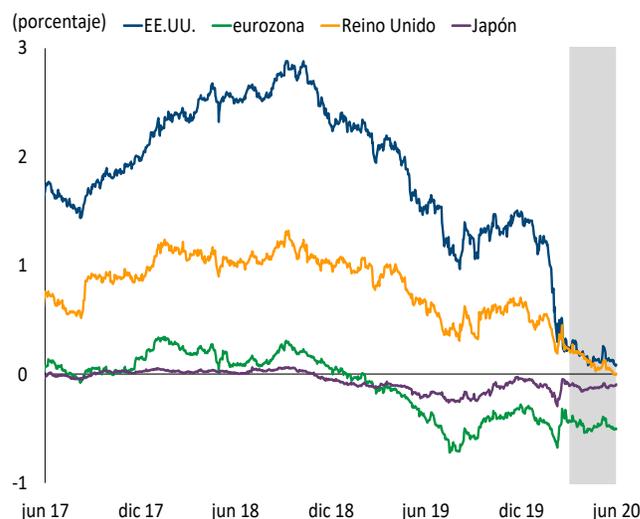
### Medidas monetarias y fiscales sin precedentes

Durante el 2T20 la mayoría de las autoridades monetarias y fiscales mantuvieron e incluso expandieron los estímulos adoptados desde el 1T20. En el frente fiscal, los países desarrollados han anunciado paquetes de estímulo por un valor cercano a 10% del PIB y se encuentran trabajando en estímulos adicionales que contribuyan a cubrir la pérdida de ingresos sufrida por la mayoría de los hogares como consecuencia de la crisis actual. Estos estímulos se pueden dividir en estímulos directos (subsidios y transferencias) y garantías que contribuyan al financiamiento de los hogares y las empresas. Es así como la respuesta fiscal adoptada por los Gobiernos en economías desarrolladas durante esta crisis ha sido más amplia y rápida que durante la Crisis Financiera de 2008.

Por otro lado, la mayoría de los bancos centrales que comenzaron el trimestre con espacio para reducir sus tasas de política monetaria así lo hicieron. Este no es el caso de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas, quienes empezaron el trimestre con tasas en niveles mínimos, pero desde marzo se han dedicado a expandir sus programas no convencionales de política monetaria como lo son la compra de activos y la apertura de sus líneas de liquidez a actores del mercado que, en condiciones normales, no tendrían acceso a las mismas. En cuanto a expectativas de política monetaria, el *Gráfico 11* evidencia estabilidad de tasas en el mediano plazo tanto en niveles

negativos en los países de la Eurozona y Japón, así como en niveles cercanos a cero en EE.UU. y Reino Unido.

Gráfico 11: Curva OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En Latinoamérica, las autoridades monetarias y fiscales también continuaron otorgando estímulos a la economía. Dentro de estos estímulos se destacan los numerosos recortes de tipos de interés durante el trimestre (ver Mercado monetario colombiano), así como medidas no convencionales de política. Por ejemplo, en México el Banco Central (Banxico) anunció nuevas medidas para proveer liquidez al sistema financiero, mejorar el funcionamiento de los mercados nacionales y fortalecer los canales de crédito, como la provisión de recursos a las instituciones bancarias para canalizar crédito a las MiPyMEs y a personas físicas afectadas por la pandemia. En Brasil, el Banco Central (BCB) anunció un nuevo programa denominado Programa de Apoyo al Empleo de Emergencia que consiste en conceder un crédito de 40 mm de reales destinados a pagar los salarios de los trabajadores de pequeñas y medianas empresas.

En cuanto a Chile, en abril el presidente anunció un segundo paquete fiscal de USD5 mm enfocado en dos aspectos: i) establecer líneas de crédito garanti-

zadas con bancos comerciales a través del Fondo de Garantías de las Pequeñas Empresas (USD3 mm); y *ii*) establecer ingresos para la población vulnerable (USD2 mm). Asimismo, el Ministerio de Hacienda propuso un nuevo plan fiscal para mitigar el impacto económico del Covid-19, el cual incluye exenciones de impuestos corporativos y mayores subsidios para los trabajadores más vulnerables. Además, el gobierno está estudiando la posibilidad de que el Banco Central (BCCh) compre deuda del gobierno y deuda privada.

Finalmente, a principios de abril el Gobierno peruano aprobó la creación de “Reactiva Perú”, un programa de préstamos por 30 mm de soles (USD8,687 m) destinados a asegurar la cadena de pagos en empresas ante el impacto del Covid-19. Adicionalmente, el Ministerio de Economía y Finanzas autorizó la suspensión de las reglas fiscales para los años 2020 y 2021, la cual busca que el Estado pueda afrontar la atención de la emergencia sanitaria.

### Eventos generadores de incertidumbre

Luego del aumento inusitado de los indicadores de percepción de riesgo internacional durante marzo, en especial el *Vix*<sup>3</sup> y el *Vstoxx*<sup>4</sup>, el 2T20 se caracterizó por una recuperación gradual y parcial de estos indicadores, caracterizada por una alta volatilidad y unos niveles todavía por encima de lo observado antes de la crisis. Por el contrario, el *Move*<sup>5</sup> se recuperó totalmente durante el trimestre ante el mayor consenso del mercado frente a estabilidad del rango de fondos federales por parte de la Fed durante un tiempo prolongado (Gráfico 12).

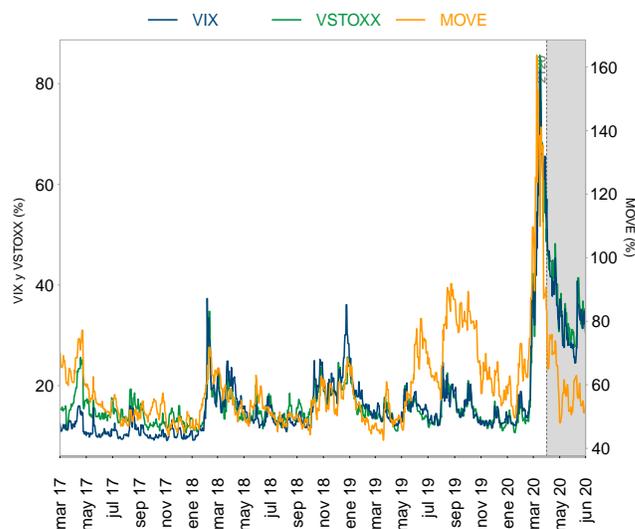
Los niveles del *Vix* y el *Vstoxx* se explican por la alta incertidumbre en torno a la recuperación de la actividad económica global y la evolución de la pandemia conforme se vayan reabriendo las economías. A lo

<sup>3</sup>El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

<sup>4</sup>El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

<sup>5</sup>El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los *Treasuries*.

Gráfico 12: Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg.

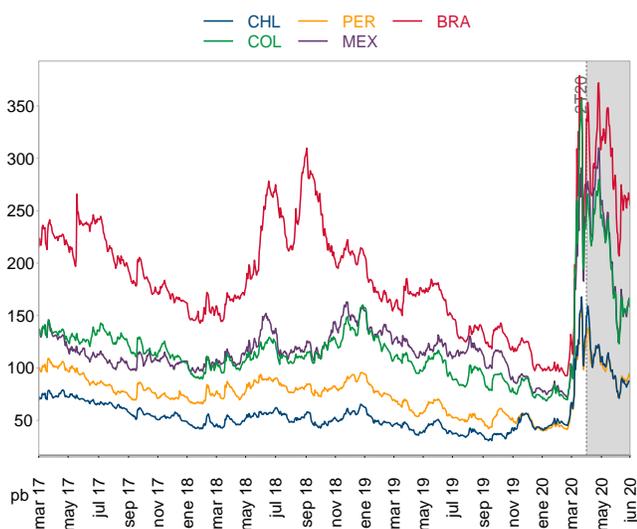
anterior se suman eventos que podrían generar volatilidad en los mercados financieros durante los próximos meses. Por un lado, las tensiones geopolíticas entre China y varios países occidentales, en especial EE.UU, han vuelto a cobrar relevancia durante las últimas semanas. En este frente, hay varias iniciativas en el Congreso de EE.UU. que proponen penalizar a China por aprobar la Ley de Seguridad Nacional que limitaría la soberanía de Hong Kong, y por no cooperar con el Gobierno de EE.UU. y con la Organización Mundial de la Salud (OMS) en las investigaciones relacionadas con el origen del Covid-19. Además, la decisión del Gobierno británico de limitar de manera importante las operaciones de la compañía china Huawei en el Reino Unido también ha contribuido con el aumento de las tensiones entre Occidente y China.

Por otro lado, durante el trimestre varias ciudades de EE.UU. fueron protagonistas de numerosas protestas en contra de la violencia racial en este país. En un punto del trimestre, cerca de 200 ciudades habían declarado toques de queda y 27 estados habían llamado a la Guardia Nacional. Pese a que estas protestas no influyeron de manera importante sobre los mercados fi-

nancieros, sí evidenciaron posibles riesgos adicionales hacia adelante en caso de que los estímulos fiscales se agoten antes de que la economía se haya recuperado, lo que podría llevar a millones de personas de vuelta a las calles, ya no solo en EE.UU. sino en varias países.

Frente a Latinoamérica, las primas de riesgo de los países de la región corrigieron a la baja durante el 2T20, pero sin alcanzar los niveles previos a marzo. Los menores niveles de los CDS estuvieron soportados en una menor percepción de riesgo por parte de los inversionistas en medio del optimismo en torno a una recuperación económica a nivel global. Así, durante el trimestre el CDS a 5 años disminuyó 83 p.b. en México, 73 p.b. en Colombia, 44 p.b. en Chile, 28 p.b. Perú y 20 p.b. en Brasil (Gráfico 13). Por su parte, los EMBI disminuyeron 30 p.b. en Perú, 26 p.b. en Brasil y México, 23 p.b. en Colombia y 4 p.b. en Chile (Gráfico 14).

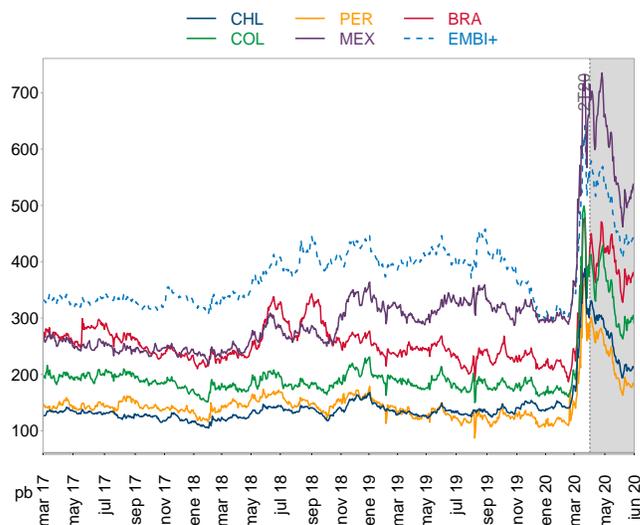
Gráfico 13: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Pese a la reducción de las primas de riesgo de la región, algunos activos financieros se vieron afectados por eventos idiosincráticos en varios de estos países. En México, en abril *Fitch Ratings* anunció una rebaja a

Gráfico 14: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

la calificación de México<sup>6</sup> a un escalón por encima del grado de especulación (a BBB- desde BBB, con panorama estable) argumentando que el choque económico de la pandemia llevará a una severa recesión de la economía del país en 2020 y rebajó en dos ocasiones las notas crediticias de Pemex de largo plazo, en moneda local y extranjera; asimismo, *Moody's* redujo las calificaciones del país y de la petrolera estatal.

En Brasil, durante el trimestre se evidenciaron varios episodios de incertidumbre política y económica. Lo anterior como consecuencia de la fricción entre el Gobierno y el Congreso en torno al manejo de la crisis sanitaria, la turbulencia política interna<sup>7</sup> y la rebaja por parte de *Fitch Ratings* de la perspectiva de la calificación crediticia del país de estable a negativa. La calificadora además manifestó preocupaciones relaciona-

<sup>6</sup>Vale la pena mencionar que finalizando marzo, *S&P* rebajó la calificación de la petrolera estatal desde BBB+ a BBB con perspectiva negativa y la calificación crediticia del país en moneda extranjera a largo plazo desde BBB+ a BBB manteniendo su perspectiva negativa.

<sup>7</sup>En menos de un mes salieron del cargo dos ministros de salud, y se inició una investigación contra el presidente Bolsonaro por posibles interferencias en investigaciones de la policía federal.

das con el rápido deterioro de la posición fiscal del país, en un contexto de crecientes riesgos políticos.

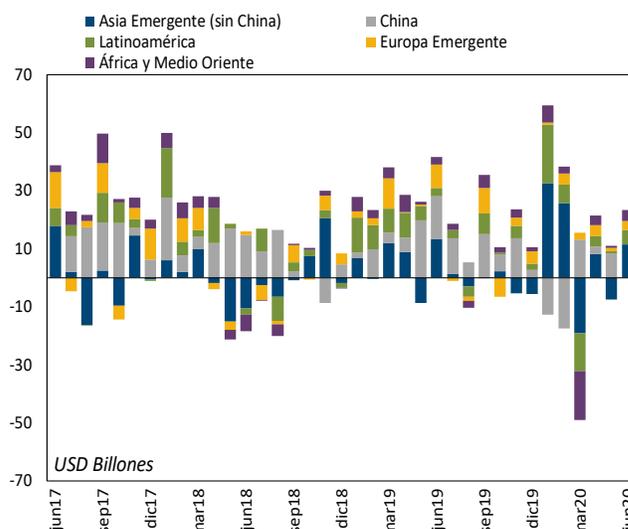
Por otro lado, en Chile las calificadoras *Moody's* y *S&P* cambiaron las perspectivas de varios bancos y entidades financieras del país, debido al deterioro observado ante la emergencia económica del coronavirus y el BCCh presentó perspectivas más negativas de la actividad económica en su reporte de Política Monetaria de junio. En el reporte, el BCCh prevé una contracción entre 5,5% y 7,5% para 2020, lo que representa un cambio significativo frente a un pronóstico anterior de una contracción entre 1,5% y 2,5%.

Por último, en Perú *Fitch ratings* redujo la calificación del emisor en moneda local a largo plazo de A- a BBB+, en línea con la calificación de deuda en moneda extranjera del país. De acuerdo con la calificadora, las finanzas públicas de Perú ya no son una fortaleza en relación con sus finanzas externas y los gastos y la pérdida de ingresos durante la pandemia de coronavirus elevarán la relación deuda/PIB.

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 2T20 se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD57,5 miles de millones (mm) (mientras que en el 1T20 se reportaron salidas por USD32,8 mm), de las cuales hubo entradas de USD48,3 mm y USD9,2 mm a los mercados de renta fija y renta variable, respectivamente (*Gráficos 15 y 16*). Los mayores flujos de capitales entrantes se observaron en el mes de junio, donde se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD32,9 mm (en abril y mayo se observaron entradas de USD22,9 mm y USD1,7 mm, respectivamente) de las cuales USD17,1 mm corresponden a Asia Emergente.

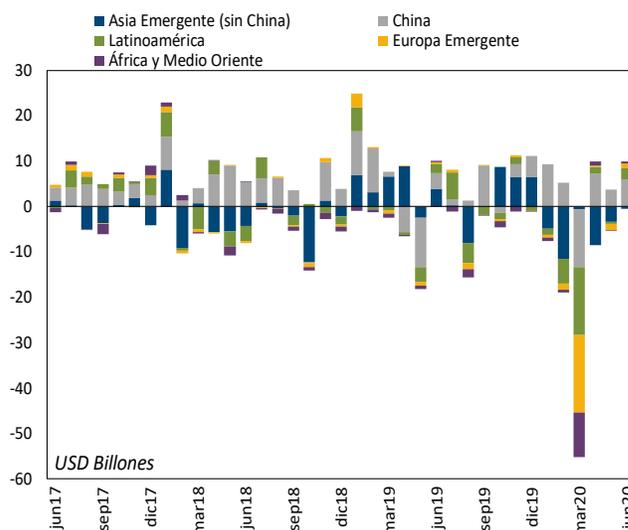
Por otra parte, al igual que en la mayoría de los países emergentes, durante el 2T20 se presentaron entradas de capital al mercado accionario de América Latina de USD3,6 mm (en el 1T20 se reportaron salidas por USD21,6 mm). En relación con el mercado de deuda latinoamericano, se presentaron entradas de USD9,5

Gráfico 15: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



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

Gráfico 16: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes

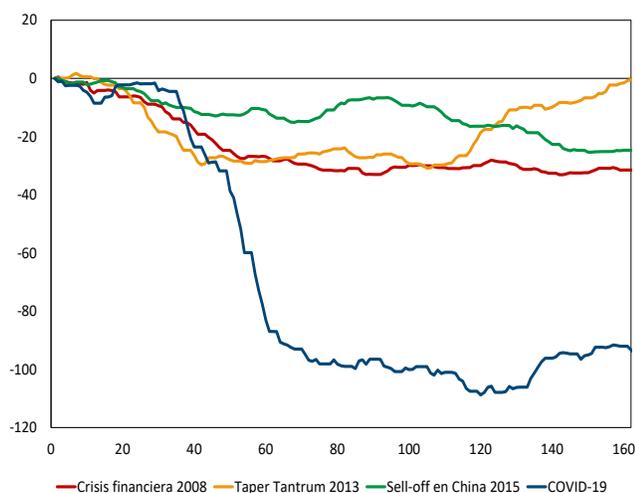


Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares.

mm durante el trimestre (en el 1T20 se reportaron entradas de USD13,4 mm).

En marzo, los mercados emergentes experimentaron salidas netas de capital de portafolio récord, mayores que en la crisis financiera de 2008, el *taper tantrum* en 2013 y “el susto” de la devaluación del yuan chino en 2015. Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF<sup>8</sup>, se puede evidenciar que las entradas de portafolio de los últimos meses no han compensado las salidas que se observaron a finales del 1T20 (*Gráfico 17*).

*Gráfico 17:* Flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes



**Fuente:** *Institute of International Finance*. Cifras en miles de millones de dólares. Flujos acumulados de portafolio de no residentes a economías emergentes hasta 162 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)

### Recuperación de los precios de los *commodities*

A comienzos del 2T20, los precios del petróleo continuaron disminuyendo tras la fuerte reducción observada en marzo como consecuencia del choque de demanda producto del Covid-19 y el choque de oferta luego que Arabia Saudita y Rusia no se pusieran de acuerdo en recortar la producción con el fin de soportar los precios internacionales del crudo. A esto se sumó en abril el alto nivel de inventarios en EE.UU, el déficit en la capacidad de almacenamiento global y

<sup>8</sup>Los flujos diarios del IIF difieren de los flujos mensuales, ya que estos últimos cubren un grupo de países más grande y utilizan variables adicionales.

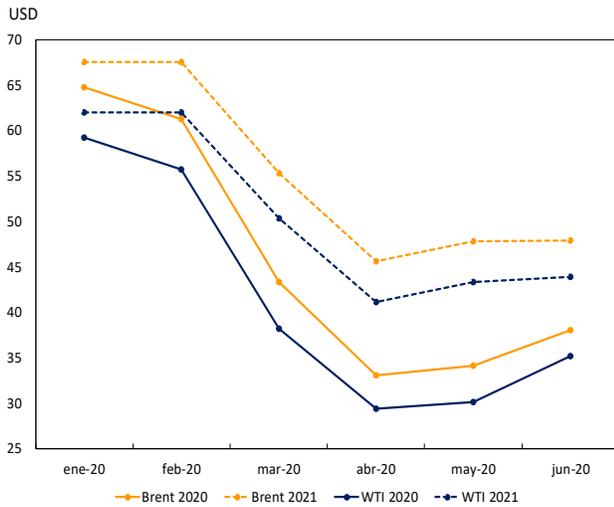
la expiración del contrato de futuros de mayo, lo que llevó a que la cotización del WTI alcanzara por primera vez en la historia un valor negativo. Posteriormente los precios se recuperaron de manera importante<sup>9</sup>, soportados por: *i*) la entrada en vigor de los recortes de la OPEP+ de aproximadamente el 10 % del suministro mundial en mayo, junio y julio; *ii*) los recortes adicionales anunciados por Arabia Saudita, Emiratos Árabes y Kuwait; *iii*) el menor suministro de crudo como resultado del retroceso de la producción de las principales empresas petroleras de EE. UU; y *iv*) el optimismo sobre la reapertura de las economías.

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 publicadas en junio, pronostica precios promedio anuales *spot* para el Brent alrededor de USD38 y USD48 en 2020 y 2021, respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, se espera un precio promedio anual de USD35 y USD44 aproximadamente para estos mismos años. En ambos casos, los pronósticos de la AIE se ubican en valores superiores a los esperados en abril y mayo de 2020, gracias a la recuperación de la demanda de petróleo en medio de la reapertura gradual de las economías (*Gráfico 18*).

En relación con los demás *commodities*, durante el 2T20 se presentaron valorizaciones de los productos industriales y metales preciosos, y desvalorizaciones de los productos agrícolas. Los precios de los metales preciosos como el oro y la plata aumentaron ante los temores de una segunda ola de contagios como consecuencia del aumento en los casos globales de Covid-19. Los precios de los metales industriales presentaron aumentos, en particular el precio del cobre se vio favorecido por el incremento de la demanda por parte de China. En este mismo contexto, los precios de los productos agrícolas disminuyeron ya que el impacto económico y logístico de la pandemia ha provocado una contracción en la demanda de algunos productos básicos. (*Gráfico 19*).

<sup>9</sup>Entre el 31 de marzo y el 30 de junio de 2020, los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron 91,7% y 56,6%, respectivamente.

Gráfico 18: Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent

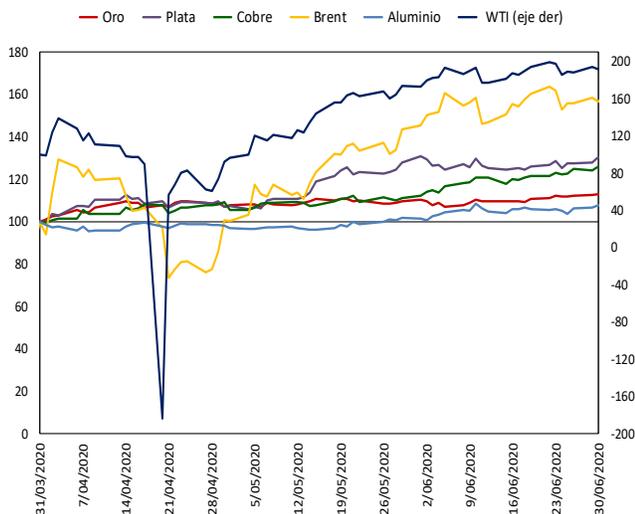


Fuente: La Administración de Información Energética de Estados Unidos.

## 4 Percepción de riesgo a nivel local

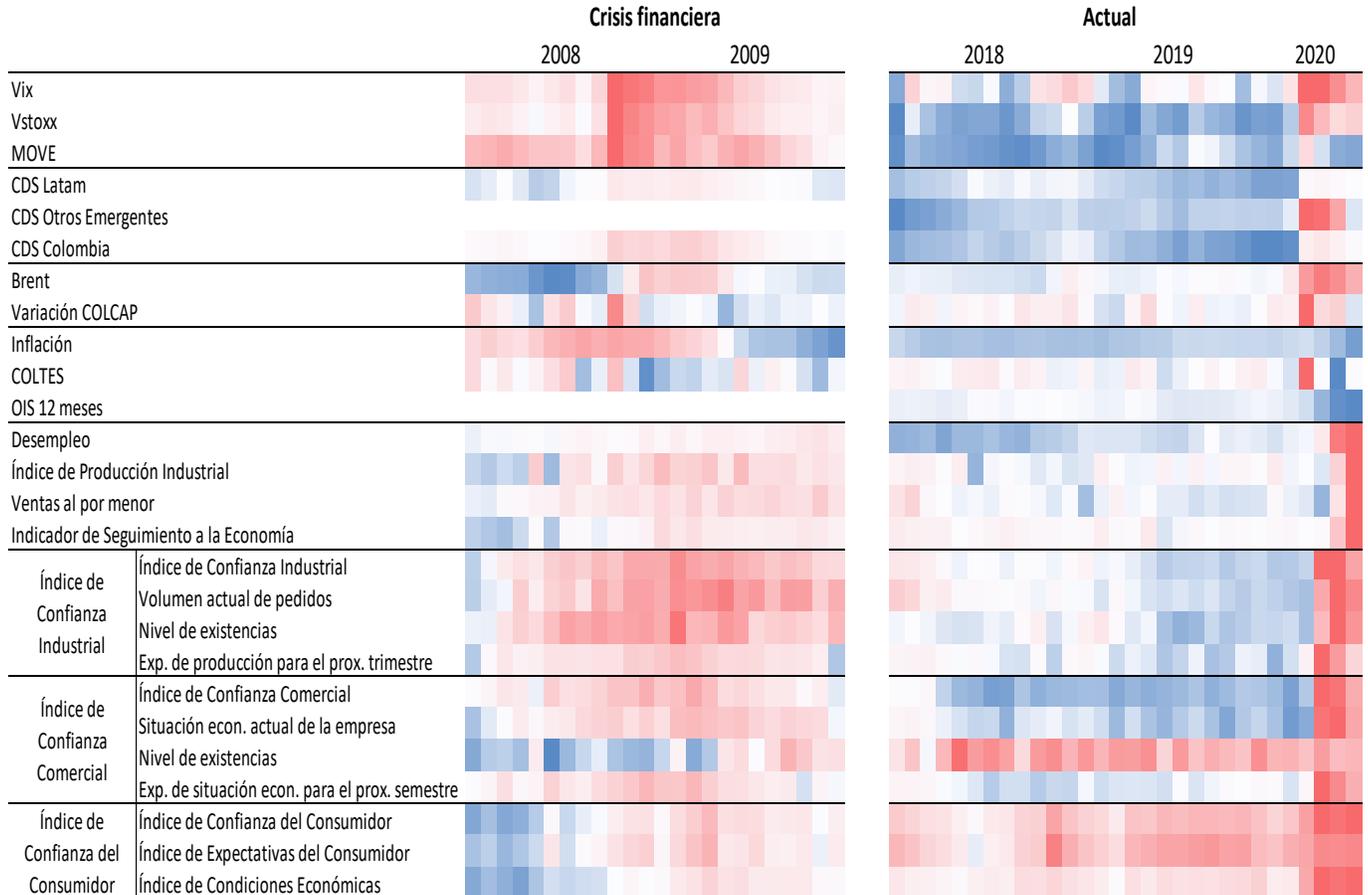
Al comienzo del 2T20, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local continuaron deteriorándose, en línea con la mayor percepción de riesgo a nivel internacional. Posteriormente, a lo largo del trimestre estos indicadores se recuperaron de manera parcial desde los altos niveles observados en abril. Frente a las cifras de actividad económica, durante el trimestre se evidenció una contracción importante de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía, y asociado con lo anterior, expectativas de recesión económica en 2020 y crecimiento moderado en 2021 que no compensaría la fuerte contracción prevista para este año. En el Gráfico 20 se destaca que durante marzo y abril se presentaron cifras económicas e indicadores de percepción de riesgo en niveles peores a los observados durante la Crisis Financiera de 2008, pero así mismo el rebote de los últimos meses ha sido más pronunciado frente a la última crisis.

Gráfico 19: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

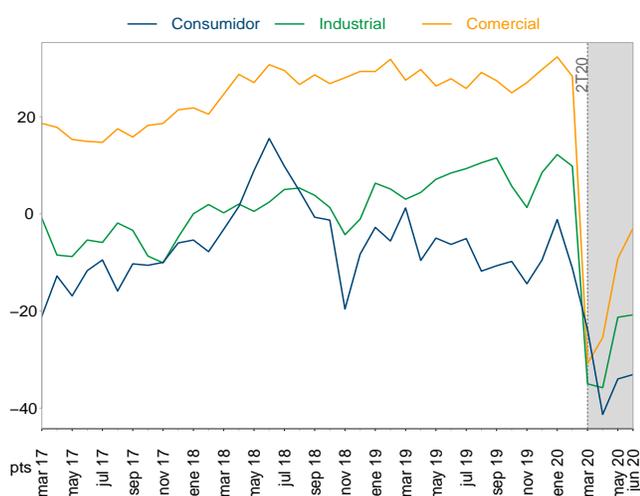
Gráfico 20: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República. 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.

En el *Gráfico 21* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo<sup>10</sup>. Se observa que en abril los índices de confianza de consumidores e industriales tocaron niveles mínimos históricos desde que estos se construyen (noviembre de 2001 y enero de 1980, respectivamente), mientras que la confianza de los comerciantes presentó una ligera recuperación desde el mínimo histórico alcanzado en marzo. Desde entonces, estos indicadores de confianza han presentado una recuperación gradual, aunque se mantienen muy por debajo de lo observado durante los últimos años.

Gráfico 21: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 2T20 se conocieron datos mixtos del crecimiento de la producción manufacturera. En febrero, este se ubicó por encima del dato anterior y de lo esperado por el mercado (obs: 4,6%; esp: 3,3%; ant: 3,7%), mientras que en marzo (obs: -8,9%; esp: -5,4%; ant: 4,6%) y abril (obs: -35,8%; esp: -30,0%; ant: -8,9%) se ubicó por debajo del dato anterior y de lo anticipado por los analistas. Así mismo, las ventas al por menor crecieron de manera sorpresiva en febre-

<sup>10</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.

ro (obs: 13,2%; esp: 6,9%; ant: 7,5%), pero durante marzo (obs: -4,8%; esp: -4,0%; ant: 13,2%) y abril (obs: -42,9%; esp: -30,5%; ant: -4,8%) se contrajeron más de lo proyectado por los economistas. Por último, el Indicador de Seguimiento a la Economía se ubicó por encima de la cifra anterior y de lo estimado por los analistas en febrero (obs: 4,8%; esp: 3,3%; ant: 3,5%), por debajo de lo proyectado en marzo (obs: -4,9%; esp: -2,5%; ant: 4,8%) y ligeramente por encima de lo esperado en abril (obs: -20,1%; esp: -25,0%; ant: -4,9%). Se destaca para los tres indicadores de actividad económica, la fuerte contracción que se observó en abril y que contribuyó con las menores expectativas de crecimiento económico para este año<sup>11</sup>.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>12</sup> se observó que entre marzo y junio, las expectativas de crecimiento se redujeron sustancialmente para 2020 de 2,98% a -4,67% (*Gráfico 22*). Para 2021 los analistas prevén que la economía se recupere y crezca 3,02%, menos de lo que estimaban en marzo (3,11%). Pese a la reducción de la estimación de crecimiento para 2020, esta expectativa de contracción económica se ubica por debajo de lo estimado por el FMI (-7,8%) y por el Banco Mundial (-4,9%). Respecto a las expectativas de inflación, estas se redujeron de manera importante para 2020 y 2021. De esta manera, la inflación esperada para 2020 y 2021 pasó de 3,58% y 3,43% en marzo a 1,96% y 3,00% en junio (*Gráfico 23*).

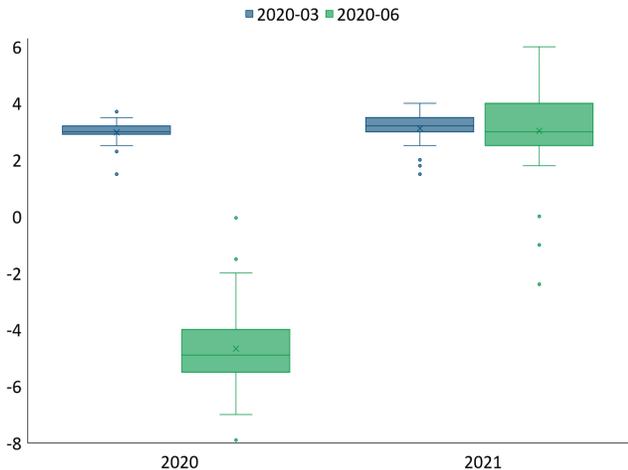
Finalmente, durante el 2T20, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para todos los plazos<sup>13</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 2T20, frente al promedio del 1T20, también se observó un aumento para todos los plazos, excepto para los superior a 5 años. En general, los aumentos del promedio de los *spreads* se explican principalmen-

<sup>11</sup>Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

<sup>12</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

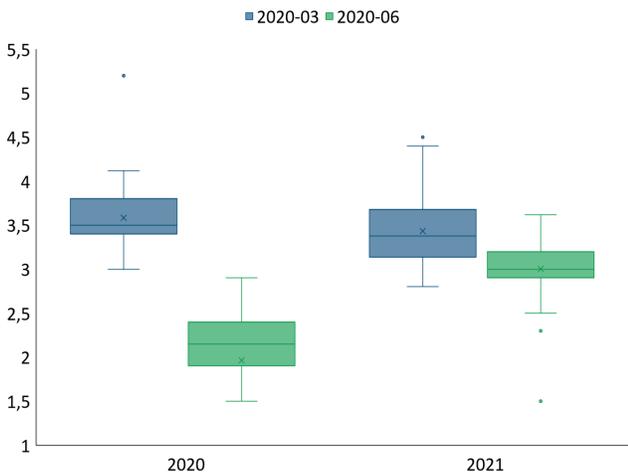
<sup>13</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: 120 p.b, entre 1 y 3 años: 184 p.b, entre 3 y 5 años: 191 p.b. y 5 años o más: 125 p.b.

Gráfico 22: 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.

Gráfico 23: Expectativas de inflación (EOF)

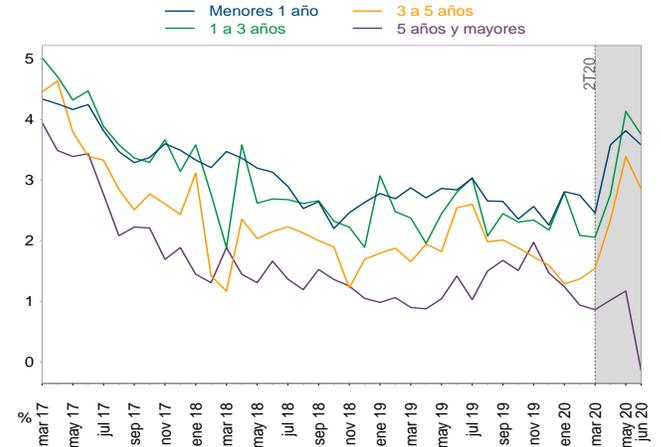


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

te por reducciones de las tasas de los TES<sup>14</sup> (Gráfico 24 y Gráfico 25).

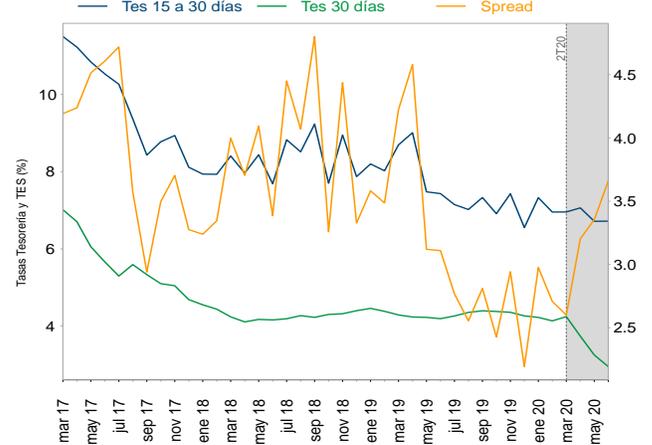
<sup>14</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: 101 p.b, entre 1 y 3 años: 128 p.b, entre 3 y 5 años: 166 p.b. y 5 años o más: -14 p.b.

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



Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado cambiario

### 5.1 Mercado cambiario global

En comparación con el 1T20, durante el 2T20 el dólar estadounidense se debilitó de forma generalizada frente a la mayoría de monedas de países desarrollados y emergentes (de acuerdo con el *DX*, el dólar se debilitó 1,7%) en un contexto de mayor optimismo y me-

nor percepción de riesgo. Adicional a lo explicado en la sección de Entorno internacional, el comportamiento de la moneda estuvo influenciado por: *i)* los resultados favorables de una vacuna contra el Covid-19; y *ii)* la publicación de datos económicos favorables a nivel mundial (entre los que se destacan el PMI de Caixin de los sectores manufacturero y de servicios en China y las cifras de empleo de mayo en EE.UU<sup>15</sup>). (Cuadro 1 y Gráfico 26).

Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: la rupia indonesia (12,5%), el dólar australiano (11,2%), el rublo ruso (9,4%), el dólar neozelandés (7,7%) y el peso colombiano (7,4%).

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

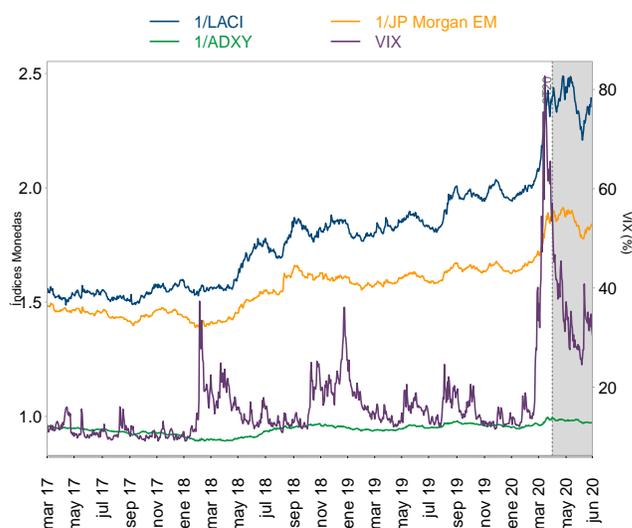
País	1T 2020	2T 2020	País	1T 2010	2T 2020
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
eurozona	1,5%	-1,8%	Corea del Sur	5,4%	-1,3%
Gran Bretaña	5,6%	0,1%	India	6,0%	-0,2%
Australia	14,1%	-11,2%	Hong Kong	-0,5%	0,0%
Nueva Zelanda	12,9%	-7,7%	China	1,4%	-0,2%
Canadá	7,6%	-3,5%	Malasia	-5,2%	-0,8%
Suecia	6,0%	-5,9%	Tailandia	9,3%	-5,6%
Suiza	-0,9%	-1,4%	Indonesia	17,1%	-12,5%
Japón	-1,2%	0,4%	1/ADXY	3,8%	-1,5%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	23,7%	-7,4%	Islandia	16,9%	-2,4%
Brasil	29,4%	5,0%	Rusia	26,7%	-9,4%
México	25,0%	-2,9%	Polonia	8,7%	-4,2%
Argentina	7,6%	9,4%	Turquía	11,2%	3,6%
Perú	3,5%	3,2%	Israel	2,6%	-2,4%
Chile	13,6%	-3,8%	Sudáfrica	26,4%	-2,7%
1/LACI	22,1%	0,1%			

Fuente: Bloomberg. Nota: Los índices ADXY y LACI se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación.

Durante el trimestre las monedas de América Latina presentaron un comportamiento mixto. Se apreciaron frente al dólar: el peso colombiano (7,4%), el peso chileno (3,8%) y el peso mexicano (2,9%); mientras que se depreciaron el peso argentino (9,4%), el real brasileño (5,0%), y el sol peruano (3,2%) (Gráfico 27). A pesar del deterioro en algunos indicadores económicos y del incremento en el contagio del virus

<sup>15</sup>El PMI compuesto de Caixin de mayo aumentó de 47,6 a 54,4. Este cambio se dio tras el aumento del componente de servicios que presentó una mejoría significativa y pasó de 44,4 a 55. Por otra parte, durante mayo se crearon 2,5 millones (m) de empleos en EE.UU. frente a una expectativa de reducción de 7,5 m. La tasa de desempleo se redujo de 14,7% a 13,3%, mientras que el mercado esperaba una tasa de 19%.

Gráfico 26: VIX vs índices de monedas



Fuente: Bloomberg.

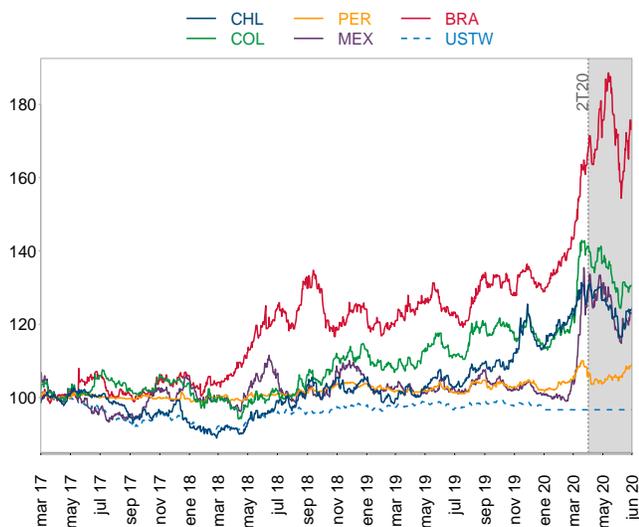
en estos países, el fortalecimiento de algunas de las monedas de la región estuvo asociado con el optimismo en los mercados financieros (por los factores ya mencionados), el alza del precio de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre y factores idiosincráticos.

El peso chileno se vio favorecido con la recuperación de los precios del cobre (los precios del *commodity* aumentaron 25,9% en este periodo). Por otra parte, se conoció que la economía chilena registró una expansión de 0,4% a/a en el 1T20, período en el que se comenzaban a dar señales de recuperación de las protestas sociales violentas de finales de 2019 (el PIB del 4T19 había presentado una contracción de 2,1% a/a).

Por su parte, el fortalecimiento del peso mexicano se acrecentó con el anuncio del gobierno de la reapertura de algunos sectores y regiones en mayo y junio; en particular la implementación de una serie de protocolos de seguridad sanitaria para la reanudación gradual de las industrias automotriz y minera.

En el caso de Brasil, el real brasileño alcanzó nuevamente su nivel más débil frente al dólar en la historia,

Gráfico 27: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

ante la publicación de cifras desfavorables que mostraron un deterioro de las perspectivas de la economía<sup>16</sup>. Asimismo, los continuos disturbios políticos, las críticas al manejo de la pandemia por parte de las autoridades y la rebaja por parte de *Fitch Ratings* de la perspectiva de la calificación crediticia del país agudizaron las salidas de capitales, lo cual contribuyó al bajo rendimiento de la moneda.

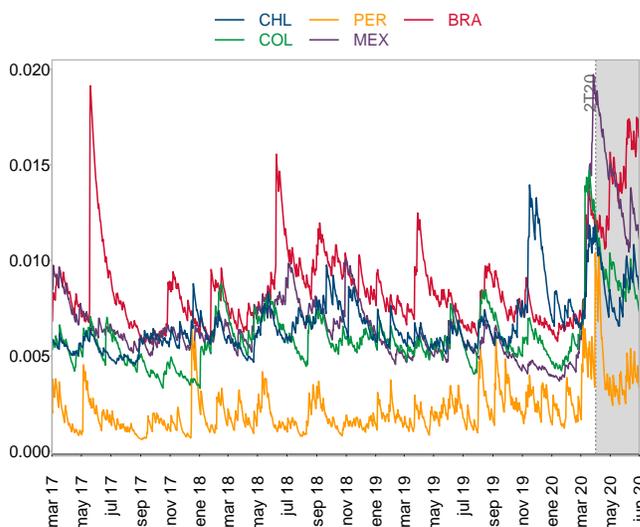
Finalmente, el sol peruano se vio afectado por: *i*) el aumento significativo de los casos de Covid-19 a pesar de los esfuerzos del Gobierno por contener el brote de la enfermedad; *ii*) la publicación del dato del PIB

<sup>16</sup>Entre los que se destacan: *i*) en marzo, la producción industrial cayó 9,1% desde febrero (niveles no vistos en casi 17 años), más que la estimación promedio de una disminución de 3,7%; *ii*) el PMI del sector de servicios de IHS Markit cayó a 27,4 en abril y la lectura compuesta que incluye a las manufacturas descendió a 26,5, ambos los menores niveles detectados desde que se empezaron a elaborar las encuestas hace 13 años; *iii*) los precios al consumidor en abril tuvieron la mayor caída en casi 22 años debido al desplome de los costos de transporte, el índice de referencia IPCA cayó 0,31% desde marzo; y *iv*) la economía registró la mayor caída trimestral en casi cinco años por el descenso en el consumo familiar y de servicios que reflejan el efecto de la pandemia (El PIB se contrajo 1,5% t/t y 0,3% a/a en 1T20).

del 1T20, el cual presentó su primera contracción en 10 años y medio; *iii*) la disminución de 30% en la producción de oro, cobre y plata (las ventas de este sector representan el 60% de las exportaciones del país); *iv*) un fuerte deterioro en las exportaciones en marzo (-23,7% interanual), principalmente del sector minero y pesquero; y *v*) la reducción por parte de *Fitch Ratings* de la calificación de emisor en moneda local a largo plazo.

Con respecto al promedio registrado en el 1T20, en el 2T20 la volatilidad condicional promedio aumentó para todas de las monedas de los países de la región analizados. Durante el trimestre, el real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad, seguida por la del peso mexicano, el peso colombiano, el peso chileno y el sol peruano, que fue la moneda menos volátil de la región (*Gráfico 28*).

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre los Bancos Centrales de los países de la región analizados realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos. En Brasil, el BCB realizó operaciones de venta en el mercado *spot* y en *cross currency swaps (NDF)*

tradicionales, por un total de USD 8.143 millones y USD 10.710 millones, respectivamente. Adicionalmente, tuvo una posición compradora a través de *FX* repos por un monto de USD 5.526 millones y a través de repos de bonos globales por USD 3.998 millones (*Cuadro 2*).

En Chile, el BCCh presentó una posición compradora en *swaps* (*FX*-repos) por un monto de USD 561 millones y en *forward NDF* por USD 825 millones (esto debido a vencimientos). El 3 de junio el BCCh anunció que consideraba apropiado iniciar una reducción gradual de la posición *forward*, por vía de la no renovación del total de operaciones a su vencimiento<sup>17</sup> (*Cuadro 3*).

El Banco Central de Reserva del Perú tuvo una posición compradora en *cross currency swaps NDF* por un monto de USD 960 millones (debido a vencimientos de operaciones pactadas durante el trimestre anterior) y realizó ventas de dólares a través de *CDR's* por USD 683 millones (*Cuadro 4*).

Por su parte, durante el trimestre, el Banxico realizó cuatro subastas de crédito en dólares por un monto de USD 21.000 millones de los cuales se adjudicaron USD 11.500 millones. Estas operaciones hacen parte de la línea *swap* que estableció el Banxico y la Reserva Federal en marzo por hasta USD 60.000 millones, con el objetivo de apoyar la provisión de liquidez en dólares. Durante este periodo el Banxico no ha realizado nuevas operaciones de intervención en el mercado cambiario. Sin embargo, se han venido renovando el saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*), el cual es de USD 7.491 millones (*Cuadro 5*).

Finalmente, el BR tuvo una posición vendedora en *forward NDF* de USD 54 millones y una posición compradora en *FX-Swaps* por USD 400 millones (esta última posición se debe a vencimientos). Adicionalmen-

<sup>17</sup>En particular, el BCCh permitirá el vencimiento semanal de USD 250 millones (25% de los vencimientos). Este esquema supone la renovación parcial de los contratos por alrededor de cuatro meses

te, el 4 de mayo de 2020 (a la TRM vigente ese día) el BR compró USD 2.000 millones a la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPN) del Ministerio de Hacienda (MHCP), con el objetivo de aumentar las reservas internacionales y teniendo en cuenta las monetizaciones de dólares previstas por el Gobierno Nacional (*Cuadro 6*).

Por otra parte, en abril, el BR obtuvo acceso a la facilidad de repos (FIMA por sus siglas en inglés) que ofrece la FED y en su reunión de mayo la JDBR anunció que en adelante renovarían los vencimientos que se tengan de las operaciones *NDF* y terminaría de subastar el monto no adjudicado de las operaciones autorizadas. Entre abril y junio se ofrecieron USD 400 millones diarios de contratos *FX Swaps*, los cuales no fueron demandados. Teniendo en cuenta esto último y que la liquidez externa ha mejorado, la JDBR en su reunión de junio decidió no continuar con estas subastas a partir de julio y anunció que estos contratos se volverán a ofrecer cuando se considere necesario.

*Cuadro 2:* Intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Subastas Spot (A)</i>	<i>FX-repos (B)*</i>	<i>Repos bonos USD (C)**</i>	<i>Cross currency swap NDF (D)***</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+D)</i>
1T20	-10.674	-7.276	-4.204	-11.222	-21.897
Abr	-6.590	-24	728	-6.556	-13.146
May	-520	3.800	2.191	-4.510	-5.030
Jun	-1.033	1.750	1.080	356	-677
<b>2T20</b>	<b>-8.143</b>	<b>5.526</b>	<b>3.998</b>	<b>-10.710</b>	<b>-18.853</b>

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

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

\*\*Repos de bonos soberanos denominados en dólares.

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

## 5.2 Mercado cambiario colombiano

Durante el 2T20 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se apreció un 7,4% en línea con el debilitamiento global del dólar y soportado además por el comportamiento positivo del precio del crudo y la oferta de

Cuadro 3: Intervención cambiaria del Banco Central de Chile (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras Netas Spot (A)	FX Repos (B)*	Venta Forward NDF (C)	Cambio en la posición cambiaria (A+C)
1T20	-100	-371	-260	-360
Abr	0	-129	-50	-50
May	0	660	50	50
Jun	0	30	825	825
<b>2T20</b>	<b>0</b>	<b>561</b>	<b>825</b>	<b>825</b>

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.  
\*El BCCh se refiere a este instrumento como swaps de compra. Altera temporalmente el nivel de reservas.

Cuadro 4: Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras Netas Spot (A)	FX- Repos (B)*	Cross currency swap NDF (C)**	CDR's (D)	CDL's (E)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D+E)
1T20	0	0	-1.731	0	0	-1.731
Abr	32	0	16	0	0	48
May	-7	0	625	-183	0	435
Jun	0	0	319	-500	0	-181
<b>2T20</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>960</b>	<b>-683</b>	<b>0</b>	<b>303</b>

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.  
\*Corresponde a operaciones de Repos de sustitución.  
\*\* Swap cambiario.

Cuadro 5: Intervención cambiaria del Banco Central de México

	Compras netas spot (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF(C)*	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
1T20	0	0	-1.991	-1.991
Abr	0	0	0	0
May	0	0	0	0
Jun	0	0	0	0
<b>2T20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.  
\*Refleja las subastas iniciales del programa de coberturas cambiarias, no incluye vencimientos.

dólares por parte de agentes extranjeros y locales. La apreciación del peso en el trimestre se dio a pesar de la rebaja de calificación crediticia por parte de *Fitch* a

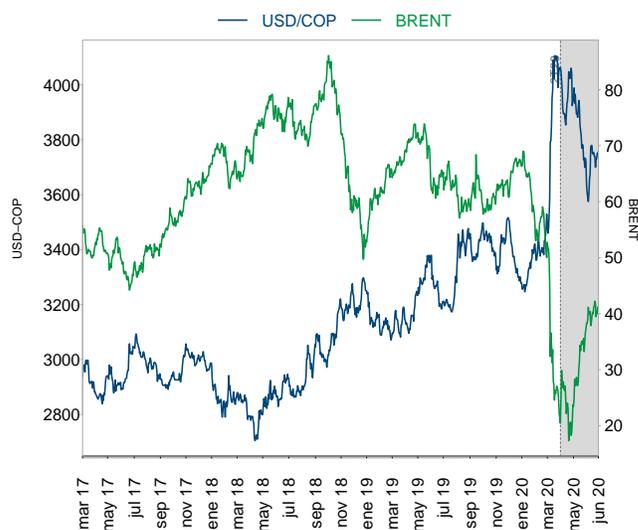
Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

	Compras Netas Spot (Gobierno) (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos* (D)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
1T20	0	0	-1.297	-400	-1.297
Abr	0	0	-681	0	-681
May	2.000	0	74	400	2.074
Jun	0	0	552	0	552
<b>2T20</b>	<b>2.000</b>	<b>0</b>	<b>-54</b>	<b>400</b>	<b>1.946</b>

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

principios de abril<sup>18</sup> y del aumento de la aversión al riesgo a finales de junio en respuesta a los reportes de aumentos en los contagiados por Covid-19 en varios países (Gráfico 29).

Gráfico 29: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

En relación al mercado *spot* peso-dólar<sup>19</sup> el pro-

<sup>18</sup>El 1 de abril de 2020 la calificadora *Fitch ratings* redujo la calificación de Colombia de BBB a BBB- y mantuvo la perspectiva en “negativa”.

<sup>19</sup>Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones de registro.

medio diario de negociación<sup>20</sup> durante este periodo fue de USD1.170 millones, cifra inferior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD1.447 millones).

Asimismo, en el mercado *forward* peso-dólar<sup>21</sup> el monto promedio diario negociado en el 2T20 se ubicó en USD2.116 millones, menor al observado en el 1T20 (USD2.350 millones). Adicionalmente, al analizar los montos de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio diario negociado en contratos *forward* disminuyó durante el trimestre respecto al anterior, ubicándose en USD3.460 millones (1T20: USD4.583 millones).

Por otra parte, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) disminuyeron de USD29,6 mm en el 1T20 a USD24,1 mm en el 2T20 (Gráfico 30). Con respecto a los derivados estandarizados, durante el 2T20 se negociaron un total de 57.227 futuros de TRM<sup>22</sup>, volumen inferior al negociado durante el 1T20 (101.045 contratos), por un monto total de USD2.861,4 millones. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>23</sup>, se negociaron un total de 3.149 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (20.275 contratos), por un monto total de USD15,7 millones (Gráfico 30). Por otra parte, se negociaron 130 contratos de opciones de TRM por un monto de USD6,5 millones.

En este mismo periodo, la diferencia promedio entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* y la devaluación teórica<sup>24</sup> se ubicó en 0,51% y aumentó frente al trimestre anterior (-0,63%). Inicialmente, el aumento observado en abril estuvo asociado a la mayor demanda de agentes *offshore* en el mercado

<sup>20</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

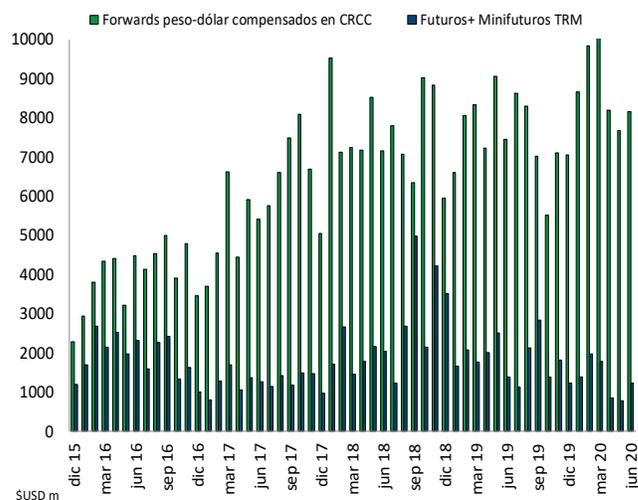
<sup>21</sup>Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes. Además, incluye el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

<sup>22</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>23</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

<sup>24</sup>Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días.

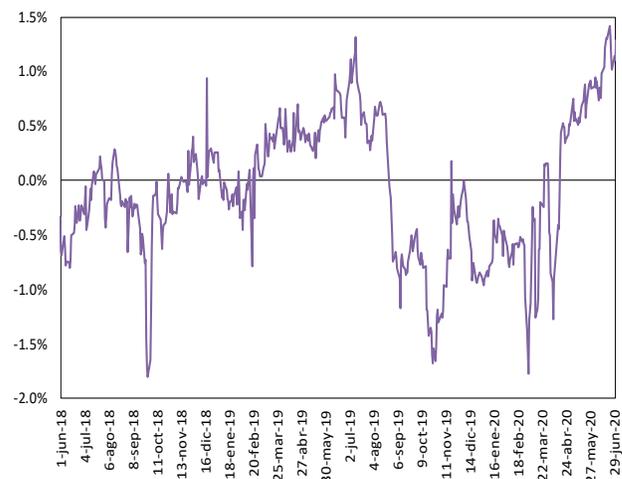
Gráfico 30: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: Banco de la República.

*forward*. En mayo y junio, las devaluaciones implícitas se mantuvieron por encima de la devaluación teórica como consecuencia de la alta demanda del sector real y la incorporación de primas de riesgo dado el escenario de incertidumbre económica (Gráfico 31).

Gráfico 31: Devaluación Implícita (Observada – Teórica\*)

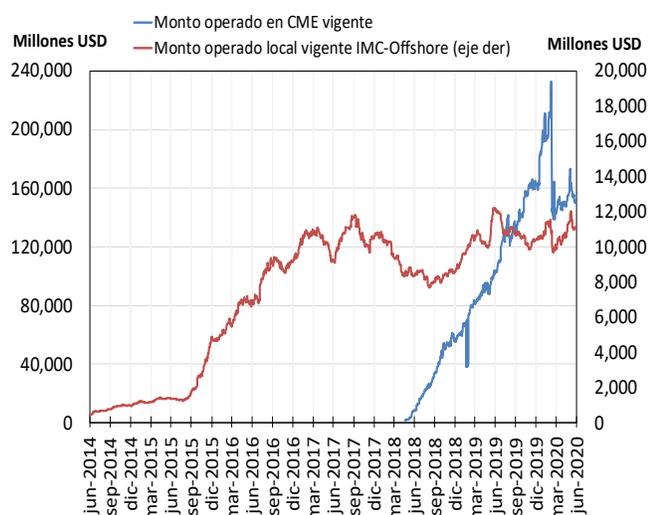


Fuente: Bloomberg y Banco de la República, cálculos DOAM.

\*Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

En adición a lo anterior, al analizar las operaciones COP – OIS<sup>25</sup> negociadas en *Chicago Mercantile Exchange* (CME), el volumen promedio diario transado se ubicó en USD 684,5 millones (m), cifra inferior al volumen promedio diario transado durante el 1T20 (USD 1.827,4 m). El saldo vigente promedio diario de este tipo de operaciones durante el 2T20 se ubicó en USD 152.555 m. Por su parte, el saldo vigente promedio de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior alcanzó los USD 10.856,7 m en el 2T20, mientras el promedio durante el 1T20 se ubicó en USD 10.646,3 m (Gráfico 32).

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



Fuente: *Chicago Mercantile Exchange*, Reportes enviados por los IMC al Banco de la República. 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 intercambian flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>26</sup>, en el 2T20 la cuenta corriente registró reintegros netos de divi-

<sup>25</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 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>26</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

sas por USD2.063 millones, de los cuales USD2.198 millones corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD135 millones a egresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron entradas netas de divisas por USD1.225 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD2.925 millones, reintegros netos de capital oficial por USD5.611 millones y salidas por otras operaciones especiales por USD1.461 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta<sup>27</sup> por USD1.330 millones<sup>28</sup> y por préstamo neto por USD1.066 millones. En contraste, se observaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta<sup>29</sup> por USD863 millones<sup>30</sup> y por operaciones especiales del sector privado por USD4.458 millones<sup>31</sup>.

Frente a los flujos presentados en el 1T20, se destacan: *i*) los ingresos de divisas en la cuenta de capital (1T20: salidas por USD3.539 millones, 2T20: entradas de USD1.225 millones), lo cual estuvo explicado principalmente por mayores reintegros de capital oficial (1T20: USD1.153 millones, 2T20: USD5.611 millones), *ii*) los menores ingresos de divisas en la cuenta corriente (1T20: USD3.706 millones, 2T20: USD2.063) y *iii*) las menores salidas por inversión extranjera de portafolio neta que pasó de USD1.083 millones en el 1T20 a USD863 millones en el 2T20.

<sup>27</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

<sup>28</sup>En cada mes los flujos presentados fueron los siguientes: USD514 millones en abril, USD436 millones en mayo y USD380 millones en junio

<sup>29</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>30</sup>Los flujos mensuales fueron los siguientes: egresos en abril por USD773 millones, ingresos en mayo por USD248 millones y egresos en junio por USD338 millones

<sup>31</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.

## 6 Mercado monetario y renta fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2T20, en línea con lo observado desde el 1T20, la mayoría de los bancos centrales de la región continuaron adoptando una política monetaria expansiva. Entre las medidas de política adoptadas por los bancos centrales se destaca la velocidad y magnitud de los recortes de las tasas de política hasta ubicarlas en niveles mínimos históricos en la mayoría de los países de la región. Pese a la magnitud de estos recortes, el mercado continúa descontando reducciones adicionales por parte de los bancos centrales de Colombia, México y Brasil. Por el contrario, las tasas en niveles mínimos en el caso de Perú y Chile impedirían disminuciones adicionales, razón por la cual el mercado está esperando decisiones de política no convencionales durante los próximos meses (Gráfico 33 y Cuadro 7).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

A nivel local, la JDBR redujo la tasa de política monetaria en 50 p.b. durante cada una de sus reuniones de abril y mayo, y 25 p.b. durante su reunión de junio.

Cuadro 7: Variaciones de las tasas de política monetaria a junio de 2020 en Latinoamérica

País	Variación 2T20*	TPM Jun-20**
COL	-125	2,50 %
BRL	-150	2,25 %
MEX	-150	5,00 %
PER	-100	0,25 %
CHL	0	0,50 %

Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de marzo y el 30 de junio de 2020.

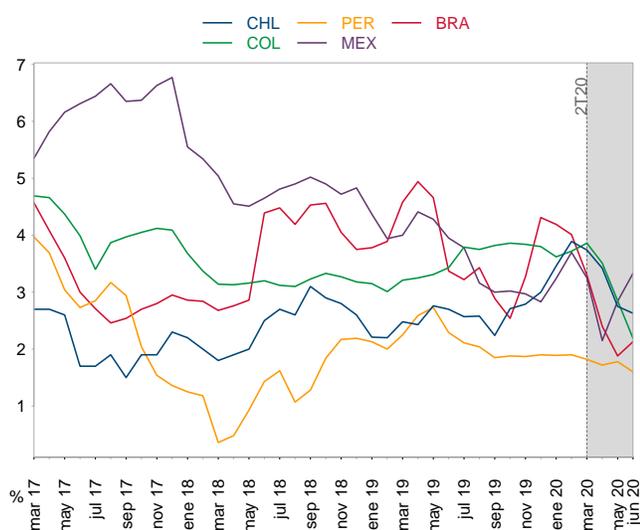
\*\* Nivel al cierre de junio de 2020.

Estas decisiones estuvieron en línea con la mediana de los analistas quienes descontaban estas reducciones como parte de las medidas que habría de implementar el BR con el fin de apoyar la economía en medio de la alta volatilidad observada desde marzo. Así mismo, los analistas del mercado continúan esperando reducciones adicionales en lo que resta del año con el fin de que la TPM termine el año cerca al 2%. En junio, durante la última reunión de la JDBR, cinco de los siete miembros de la JDBR votaron por un recorte de 25 p.b. Esta decisión tomó en consideración que: *i*) la inflación en mayo se ubicó en 2,85%, el promedio de los indicadores de inflación básica en 2,44% y las expectativas de inflación continuaron reduciéndose y se sitúan por debajo de 3%, como reflejo de una demanda agregada débil, del deterioro del empleo y de la presencia de excesos de capacidad productiva; *ii*) las revisiones a la baja del crecimiento local y global sugieren una ampliación sustancial de los excesos de capacidad productiva y mayor deterioro del mercado laboral, frente al mes anterior. Se espera en lo que resta del año una recuperación lenta de los principales socios comerciales; y *iii*) las condiciones de los mercados financieros han mejorado respecto al comienzo de la crisis, pero persiste una gran incertidumbre en el contexto macroeconómico global.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia esta se redujo de manera importante durante el 2T20 y se ubicó durante cada uno de los meses del trimestre por debajo de lo esperado por los analistas, hasta ubicarse en 2,19% en junio, cerca del límite inferior del rango meta del BR. Lo anterior estuvo asociado a la debilidad de la demanda durante el trimestre, y al

comportamiento de la canasta de regulados como consecuencia de las medidas decretadas por el Gobierno parece hacer frente a la crisis. De manera análoga, la inflación en los demás países de la región también disminuyó durante el trimestre y se acercó al límite inferior del rango meta de los bancos centrales, o en el caso de Brasil, incluso se ubicó por debajo del mismo. La excepción fue México, país donde la inflación también presentó un comportamiento a la baja durante el trimestre, pero volvió a aumentar de manera importante en junio luego del aumento de los precios del petróleo (Gráfico 34 y Cuadro 8).

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2020

País	Mar 2020	Jun 2020	Rango meta 2020*
COL	3,86%	2,19%	2,00% - 4,00%
BRA	3,30%	2,13%	2,50% - 5,50%
CHL	3,70%	2,60%	2,00% - 4,00%
MEX	3,25%	3,33%	2,00% - 4,00%
PER	1,82%	1,60%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

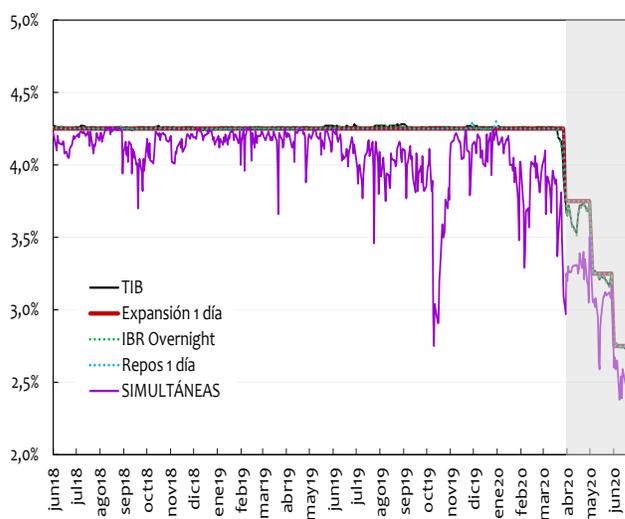
\* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

## 6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 2T20 el BR continuó otorgando una amplia liquidez en pesos y redujo su tasa de interés con el objetivo de apoyar la recuperación económica a medida que los mercados empiecen un retorno a la normalidad.

En este periodo 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 los agentes de cubrir sus operaciones en corto (Gráfico 35). Además, se observó que la tasa interbancaria, así como la tasa IBR overnight se ubicaron cerca de la tasa de referencia, sin embargo, en el mes de abril estas tasas se ubicaron por debajo dada la alta liquidez que había en el sistema debido en parte a las nuevas medidas que adoptó el BR para continuar suministrando una amplia liquidez a la economía y de esta forma garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, de los mercados cambiario, de deuda pública y de crédito.

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



Fuente: Banco de la República.

Durante el mes de abril, el BR volvió a renovar la compra de títulos públicos. Adicionalmente, durante

este mes, se redujo el encaje en 2% en promedio. El BR mantiene una estructura de encaje con porcentajes requeridos diferentes para tres categorías de pasivos de los establecimientos de crédito (a los pasivos más líquidos se les exige el porcentaje más alto). Con el fin de liberar recursos permanentemente a las entidades depositarias para atender compromisos o generar crédito, el BR redujo los dos porcentajes requeridos más altos de 11% a 8% y de 4,5% a 3,5%, respectivamente (el menor porcentaje requerido se mantuvo en 0%). Con esta medida se inyectó liquidez a la economía de manera permanente por un monto cercano a los \$9 billones.

Adicionalmente, en mayo la JDBR autorizó al BR para efectuar operaciones transitorias de expansión (repos) por un plazo de 6 meses con títulos de cartera por un monto de hasta \$6,3 billones<sup>32</sup>. Posteriormente, la JDBR decidió mantener indefinidamente esta facilidad. Finalmente, en junio, la JDBR dispuso que se realizarán repos con deuda pública a un año y a nueve meses, cada dos semanas las cuales se ofrecerán mientras se considere necesario.

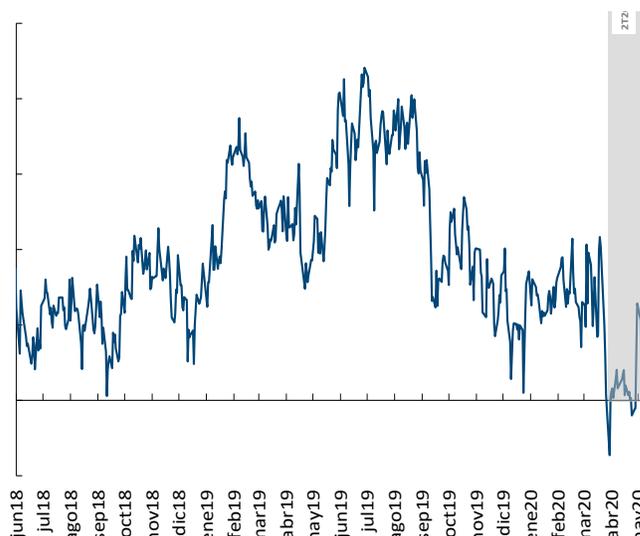
Durante el 2T20 la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora<sup>33</sup>. El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 1 de junio, momento en el cual se registró un nivel de \$11.598 mm. Durante este trimestre el promedio diario de la posición neta del BR se ubicó en \$3051 mm cifra inferior al promedio diario observado durante el 1T20 (\$6.482 mm). Cabe resaltar que varios días de abril y mayo la posición neta del BR fue deudora dado un saldo de expansión menor que el saldo de contracción. Además, el mayor

<sup>32</sup>A partir del 14 de mayo y con corte al 25 de junio se habían llevado a cabo cuatro subastas de repos con respaldo en pagarés de cartera, en las que se inyectaron \$1,35 b.

<sup>33</sup>Generalmente el Banco de la República (BR) 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 prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, en este escenario a menudo se observa que las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al BR 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.

saldo de contracción del BR alcanzó los \$11.313 mm aproximadamente el 3 de abril de 2020 (Gráfico 36).

Gráfico 36: Posición neta del BR en el mercado monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, durante el 2T20 el promedio del saldo de la DGCPTN de la Nación en el BR se ubicó en \$36.859 mm cifra superior al promedio observado durante el 1T20. Cabe destacar que el mes de junio ha sido el mes donde se ha registrado el mayor saldo promedio diario al ubicarse en \$39.817 mm (Gráfico 37).

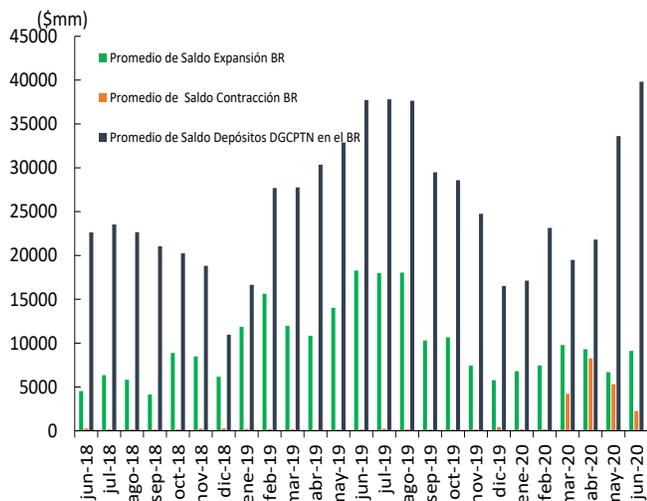
### 6.3 Mercado de deuda pública

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

Durante el 2T20, la curva de EE.UU. se empinó ante mayores valorizaciones del tramo corto. Estas valorizaciones se dieron en un contexto de expectativas de estabilidad del rango de los fondos federales por lo menos hasta 2022, lo cual fue corroborado por el *dot plot* de junio publicado por el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)<sup>34</sup>. En cuanto a los títu-

<sup>34</sup>Por sus siglas en inglés, Federal Open Market Committee

Gráfico 37: Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019

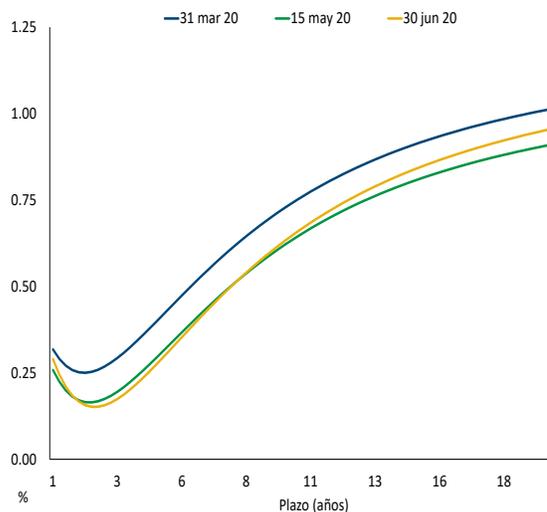


Fuente: Banco de la República. Nota: Información al 17 de abril de 2020. El saldo de disponibilidades de la DTN en el BR incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

los del tramo largo, presentaron leves valorizaciones y se mantuvieron en niveles mínimos históricos ante el continuo apetito por activos refugio dados los niveles elevados de percepción de riesgo internacional, pese a la corrección parcial observada a partir de marzo (Gráfico 38).

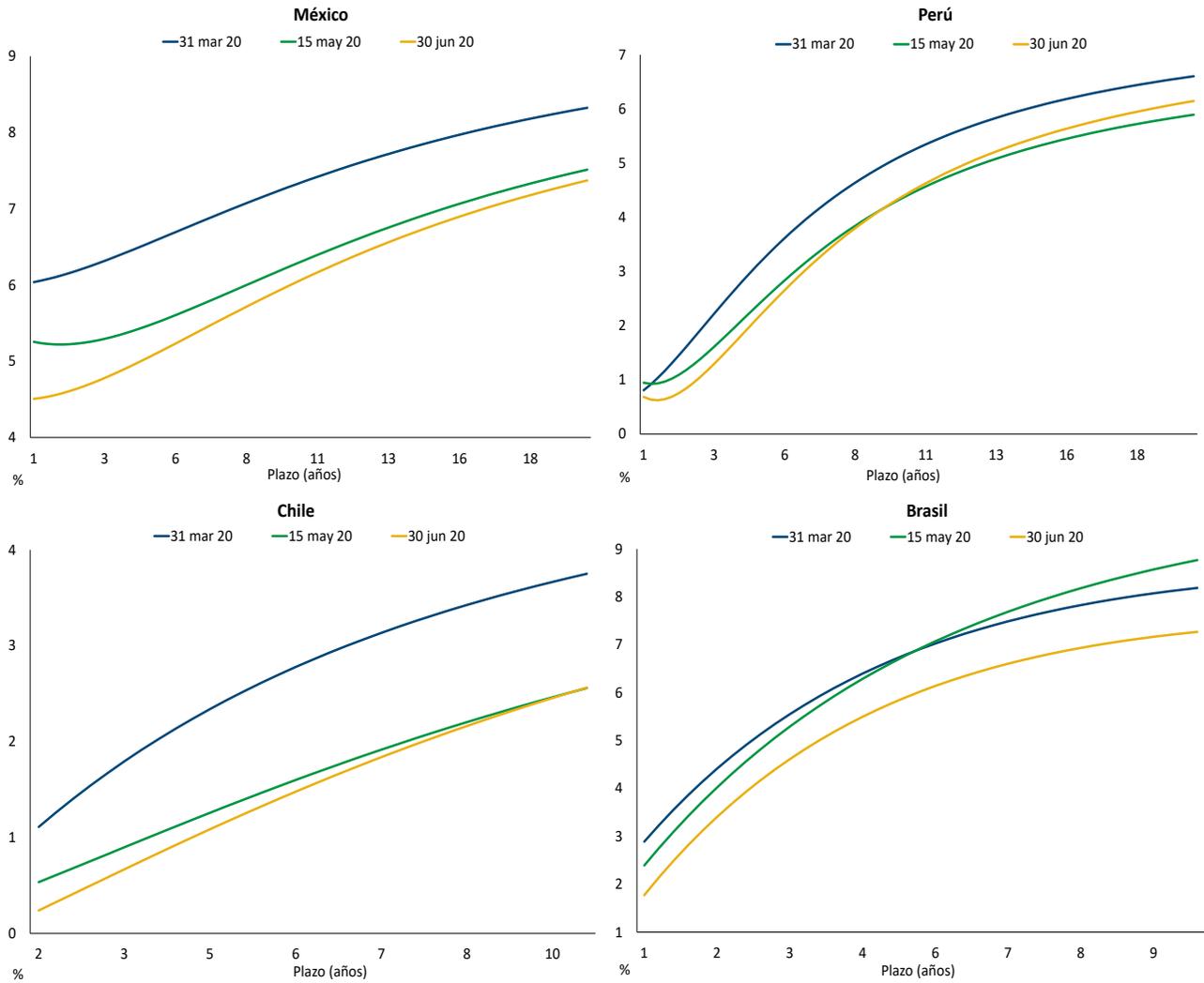
Con respecto a las curvas de deuda pública interna de los países de la región, estas se empujaron ante valorizaciones importantes del tramo corto, superiores a las valorizaciones del tramo largo. Estas valorizaciones del tramo corto se dieron como consecuencia de los recortes de las tasas de política por parte de los bancos centrales de la región, excepto en Chile, y expectativas de mayores recortes durante los próximos meses. Por otro lado, los títulos del tramo largo se valorizaron de manera importante, corrigiendo parcialmente las fuertes desvalorizaciones observadas en marzo. Lo anterior en un contexto de recuperación parcial de los flujos de inversionistas extranjeros hacia economías emergentes (Gráfico 39).

Gráfico 38: Curva cero cupón de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Gráfico 39: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio del 2020 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$322,1 billones a \$328,9 billones. En el trimestre se emitieron \$6,9 billones<sup>35</sup> de TES de largo plazo de los \$37,1 billones aprobados para 2020<sup>36</sup> (que se suman a los \$9,8 billones colocados en el 1T20). Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2020 es de \$23 billones<sup>37</sup> y al 30 de junio se habían expedido \$7 billones y cancelados \$9,1 billones.

A continuación se describen algunos eventos relevantes adicionales a los ya descritos anteriormente, que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el 2T20:

El 31 de marzo el MHCP modificó los criterios de sobreadjudicación para las subastas de TES clase B para aumentar la oferta de TES a los participantes del mercado, en línea con los mejores niveles de liquidez observados. Específicamente, la adjudicación de subasta adicional pasó de 20 % el monto ofertado inicialmente (siempre y cuando el indicador de relación del monto ofertado frente al monto convocado inicialmente fuera igual o superior a 2,5 independientemente de su denominación) a: i) 30 % cuando el indicador fuera igual o mayor a 2; y ii) 50 % cuando el indicador fuera igual o mayor a 2,5.

El 1 de abril *Fitch Ratings* redujo la calificación de Colombia de *BBB* a *BBB-*, manteniendo la perspectiva *negativa* e indicando lo siguiente:

- “La rebaja refleja el probable debilitamiento de las métricas fiscales clave a raíz de la recesión económica causada por una combinación de conmociones derivadas de la fuerte caída en el precio

<sup>35</sup>Valores nominales. \$5,0 billones de TES en pesos y \$1,9 billones de TES UVR.

<sup>36</sup>Cupo autorizado para TES largo plazo Decreto no. 2414 del 31 de diciembre 2019.

<sup>37</sup>Cupo autorizado para TES corto plazo decreto no. 2414 del 31 de diciembre 2019.

del petróleo y los esfuerzos para combatir la pandemia de coronavirus”.

- “La perspectiva negativa refleja los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento económico y finanzas públicas, y para la capacidad y la calidad de la respuesta de política del Gobierno para reducir decisivamente los déficits y estabilizar la deuda en los próximos años, dada la magnitud del *shock*”.
- La estimación de crecimiento se redujo de 3,3 % a -0,5 %, debido a la desaceleración significativa en la demanda interna y las exportaciones de petróleo. Para 2021, la estimación de crecimiento es de 3,3 %.
- “Se espera que la deuda del Gobierno general en relación con el PIB aumente por encima del 50 %, frente al 44 % registrado en 2019, en parte debido a la fuerte depreciación del peso colombiano. Aunque *Fitch* espera cierta consolidación fiscal en 2021 a medida que el gasto transitorio se desvanezca, los ingresos fiscales del Gobierno continuarán bajo presión, aunque posiblemente las mayores ganancias del banco central y las medidas de administración tributaria podrían ayudar a compensar algunas de las pérdidas en 2021”.

El 16 de abril, el Comité de Normas Fiscales de Colombia amplió el espacio de déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) de 2020 a 4,9 % del PIB, desde un 2,2 % inicial, con base en una estimación del Gobierno de que la economía colombiana se contraerá 1,6 %. No obstante, algunos miembros del organismo expresaron su inquietud sobre esa proyección, sugiriendo que este año el desplome podría ser significativamente mayor, por lo que el Comité solicitó al MHCP realizar una nueva reunión en la que se haga un análisis de sensibilidad de la trayectoria de las variables fiscales ante distintos escenarios de crecimiento económico.

El 1 de mayo el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprobó la renovación de la Línea de Crédito Flexible del país con ese organismo por

un monto aproximado de USD10.800 millones, con el propósito de complementar la disponibilidad de liquidez existente, proveer un seguro contra los elevados riesgos externos y preservar la confianza de los agentes en la economía colombiana, facilitando el acceso del país a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables.

El 15 de mayo el MHCP adelantó una operación de manejo de deuda pública interna con el BR por un monto de \$1,8 billones, en el cual intercambié TES (pesos y UVR) con vencimiento en 2020 y 2021 por referencias con maduración entre 2030 y 2037. Posteriormente, el 21 de mayo adelantó otra operación de manejo de deuda pública interna con el portafolio de títulos en administración por la Tesorería Nacional por un monto de \$2 billones, en la que intercambié el TES UVR con vencimiento en 2021 por TES pesos con fechas de redención entre 2030 y 2034.

Además, en el transcurso del trimestre el MHCP tomó varias medidas orientadas a normalizar las condiciones de las subastas de deuda pública en línea con la evolución “favorable de los mercados primario y secundario de deuda pública, la estabilización de las condiciones logísticas y operativas para los participantes del Programa de Creadores de Mercado, y en aras de continuar apoyando la liquidez y formación de precios del mercado colombiano”. Así, entre otras determinaciones, el 21 de abril redujo el margen entre puntas de compra y venta para el cumplimiento del requisito de cotización obligatoria de los Creadores de Mercado de 80 p.b. a 50 p.b.; y el 11 de mayo lo modificó de tal manera que se redujo a 30 p.b. para TES pesos y 40 p.b. para TES UVR<sup>38</sup>. Adicionalmente, a partir del 11 de mayo La Tasa de Costo de las Operaciones de Transferencia Temporal de Valores que la DGCPN realice con todos los Creadores de Mercado en la primera ventana de mercado (3:30 p.m. a 4:00 p.m.) retornó a su costo habitual (el cual se informa a

<sup>38</sup>Frente a la medida adoptada el 17 de marzo en la que incrementó el margen entre puntas de compra y venta para el cumplimiento del requisito de cotización obligatoria de los Creadores de Mercado de 20 p.b. a 80 p.b.

cada participante mensualmente)<sup>39</sup>.

El 5 de junio el Gobierno Nacional anunció detalles sobre la expedición de TES en pesos a un plazo de 30 años, como una herramienta adicional de financiación en medio de la emergencia causada por la pandemia del Covid-19, y anticipando un posible menor recaudo de impuestos durante el segundo trimestre del 2020. En el comunicado, el Gobierno indicó que estaba trabajando en la documentación respectiva y que Bancolombia, CitiBank y BBVA habían sido seleccionados para estructurar la emisión, con la cual esperaba obtener recursos por al menos \$2 billones.

El 15 de junio el Gobierno solicitó formalmente al Comité Consultivo de la Regla Fiscal concepto sobre la suspensión de la Regla Fiscal durante los años 2020 y 2021, para hacer frente a los efectos económicos del Covid-19. Frente a esta solicitud, el Comité dió concepto favorable con base en el *compromiso del Gobierno nacional de ejecutar una política fiscal que permita retornar a la senda de déficit consistente con los parámetros establecidos en la Regla Fiscal a partir del año 2022*. En línea con lo anterior, el 17 de junio se anunció la suspensión temporal de la Regla Fiscal y se indicó que en el Marco Fiscal de Mediano Plazo se darían a conocer los elementos básicos de la estrategia para retornar a la senda de déficit de mediano plazo a partir del 2022.

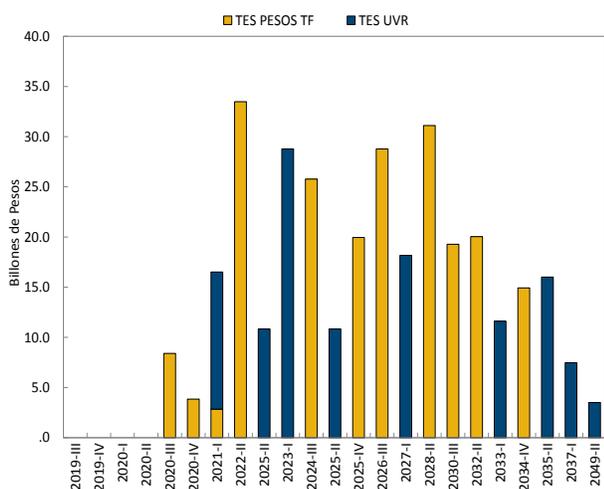
Por último, el 26 de junio, después del cierre de los mercados locales, el MHCP dio a conocer el Marco Fiscal de Mediano Plazo. En la rueda de prensa, el Gobierno reveló que proyectaba un déficit fiscal de 8,2% del PIB para 2020 como resultado de las medidas para la atención de la emergencia por el Covid-19. El MHCP aclaró que las condiciones de incertidumbre eran altas pero anticipaban una reducción del déficit a 5,1% para 2021. Además, advirtió la necesidad de: *i*) enajenar activos por \$12 billones en el transcurso del 2021; y *ii*) una reforma fiscal por al menos de un 2% del PIB (\$20 billones), aunque esta no se podrá tramitar hasta tener certeza de salida de la pandemia.

<sup>39</sup>el 17 de marzo, esta tasa era de 0%.

En relación con el crecimiento, el MHCP anticipó una contracción de 5,5% al finalizar el 2020 y un crecimiento de 6,6% para el 2021.

En el 2T20 se presentaron vencimientos de TES en pesos por un valor cercano a \$4,53 billones. Con datos al 30 de junio, en el 2020 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$21,33 billones correspondientes al 6,49% del saldo en circulación. En el periodo analizado hubo pago de cupones por \$1367 mm, \$280 mm, \$478 mm, \$348 mm y \$599 de los TES en UVR que vencen el 23 de febrero del año 2023, el 25 de febrero del año 2037, el 10 de marzo del año 2021, 25 de marzo del año 2033 y 17 de marzo del año 2027. En el Gráfico 40 se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 40: Proyección de vencimientos TES



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

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 2T20 con las del cierre del 1T20, estas presentaron variaciones de -198 p.b., -189 p.b. y -61 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente<sup>40</sup> (Gráficos 41 y 42). Por su parte, los TES

<sup>40</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).

UVR presentaron variaciones de -9 p.b., -10 p.b. y 1 p.b. para estos mismos plazos (Gráfico 43).

En general, las valorizaciones de la curva de rendimientos de los TES denominados en pesos, que tuvieron lugar principalmente en abril y mayo, fueron resultado de las correcciones a las fuertes desvalorizaciones registradas en el mes de marzo. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el comportamiento de las curvas en la región como consecuencia del mayor apetito por activos riesgosos luego de los niveles históricos de aversión al riesgo evidenciados en marzo. Además, este comportamiento estuvo asociado a las expectativas de que haya una apertura gradual de la economía (local y global), con la menor volatilidad registrada en el mercado de deuda pública y, en el tramo corto, con los recortes de la tasa de política junto con expectativas de mayores estímulos en lo que resta del 2020.

No obstante, se registraron algunos incrementos de las tasas de TES, tanto en pesos como en UVR, durante junio ante: *i*) la incertidumbre en torno a la decisión del Comité Consultivo de la Regla Fiscal y sus posibles implicaciones en las cuentas del Gobierno; y *ii*) el temor de que avanzara en el Congreso una propuesta que permitiría a los trabajadores el retiro parcial de sus ahorros de los fondos de pensiones, lo cual implicaría que estos fondos liquidaran una parte importante de su portafolio de TES.

Por su parte, las menores valorizaciones de los TES UVR en los tramos corto y medio y el incremento de las tasas en el tramo largo de la estructura a término, se explicaron por la publicación de los datos de inflación para los meses de abril y mayo que se ubicaron muy por debajo de lo esperado por el mercado, expectativas de menor inflación al cierre del 2020 y por la menor liquidez en este mercado que pudo acentuar las desvalorizaciones registradas en junio.

En línea con lo anterior, la inflación implícita (*Break-Even Inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 189 p.b., 179 p.b. y 78 p.b. para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, res-

pectivamente. De esta manera, al 30 de junio el BEI se ubicó en 1,18 %, 2,18 % y 3,54 % para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior reflejó las mayores valorizaciones (y el mayor empinamiento) de la curva de títulos de deuda pública denominados en pesos frente a las de los TES UVR. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de marzo contra las tasas promedio de junio, se observan reducciones del BEI de 191 p.b, 170 p.b. y 109 p.b. para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

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

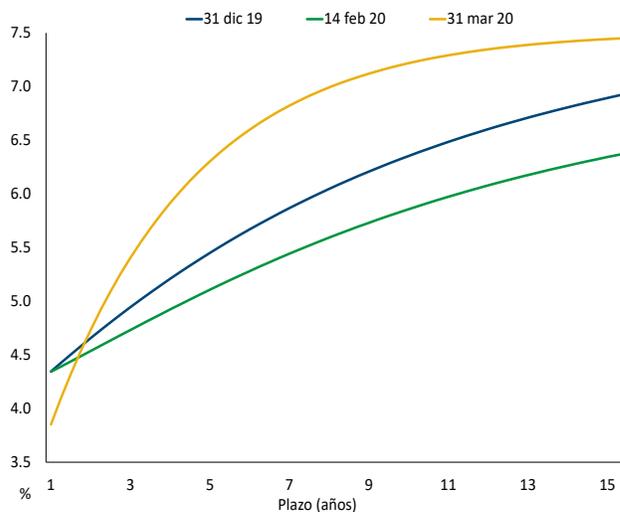


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Otro factor que pudo contribuir a las valorizaciones de los TES pesos durante el periodo fue la recuperación del apetito por estos activos por parte de los inversionistas del exterior. En el 2T20 los flujos de portafolio en el mercado de contado de deuda pública se recuperaron frente a las salidas registradas en el 1T20<sup>41</sup>, de manera que se observaron compras netas de TES pesos por \$974 mm y ventas netas de TES UVR por \$142 mm. Además, lo anterior estuvo en línea con la recuperación de los flujos de inversión de portafolio hacia los demás países de la región en renta fija.

<sup>41</sup>En el 1T20, los inversionistas del exterior vendieron en neto TES pesos y TES UVR por \$2340 mm y \$264 mm, respectivamente.

Gráfico 42: Curva spot en pesos, Colombia



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

Por otra parte, durante el 2T20 continuó la fuerte demanda por TES a futuro de los inversionistas extranjeros, superando las compras netas observadas en el mercado de contado y lo registrado en el 1T20. La posición compradora de los inversionistas extranjeros por deuda pública local a través de contratos *Non Delivery Forward* (NDF)<sup>42</sup> aumentó \$2759 mm y \$292 mm para TES pesos y TES UVR durante el 1T20, respectivamente. Además, el saldo de compras netas NDF de TES denominados en pesos por parte de los agentes extranjeros a los IMC se ubicó alrededor de los \$7 billones hacia finales de mayo, alcanzando su máximo histórico<sup>43</sup>. Lo anterior reflejó el interés de

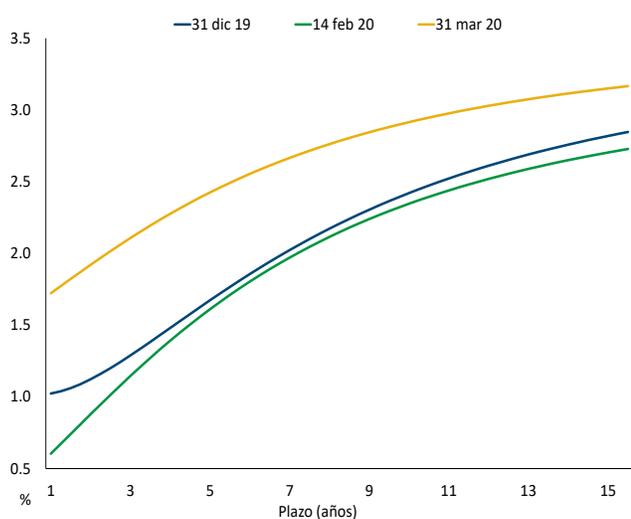
<sup>42</sup>Un contrato *Forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los *Forward* con liquidación *Non Delivery* (NDF), la liquidación 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.

<sup>43</sup>Específicamente, el 27 de mayo la posición compradora de los inversionistas extranjeros en TES pesos a través de NDF se ubicó en \$6808 mm.

estos agentes de continuar invirtiendo en el mercado de deuda pública local sin asumir riesgo cambiario.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 2T20 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 33,7% a 33,3%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,0% a 1,8% (Gráficos 44 y 45).

Gráfico 43: Curva spot en UVR, Colombia

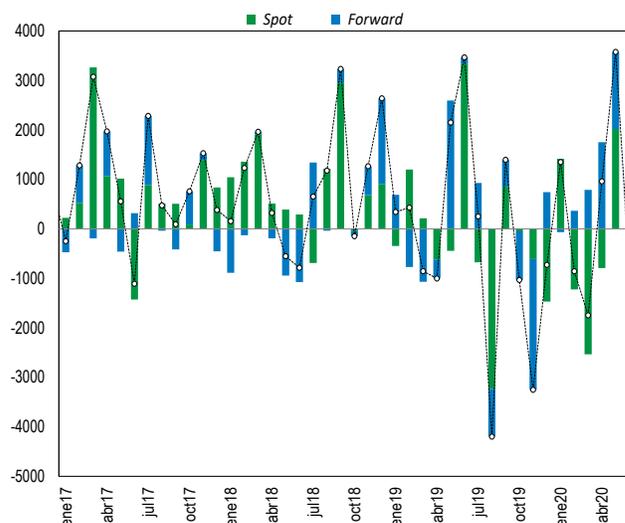


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Durante el 2T20 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 1T20. El promedio diario de negociación fue \$2,12 billones<sup>44</sup>, inferior a lo observado en el trimestre anterior (\$4,07 billones), y al mismo período del año 2019 (\$4,92 billones) (Gráficos 46 y 47). Los títulos más tranzados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 19,2% a 22,2% entre el 1T20 y el 2T20, seguidos de los que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 19,1% a 15,0%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 46).

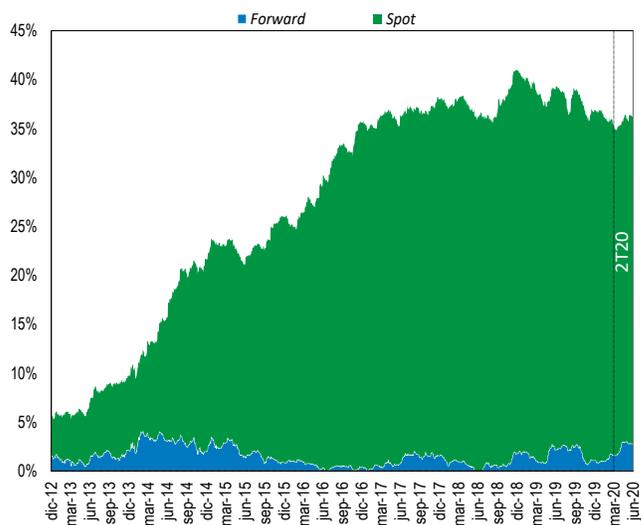
<sup>44</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

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



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

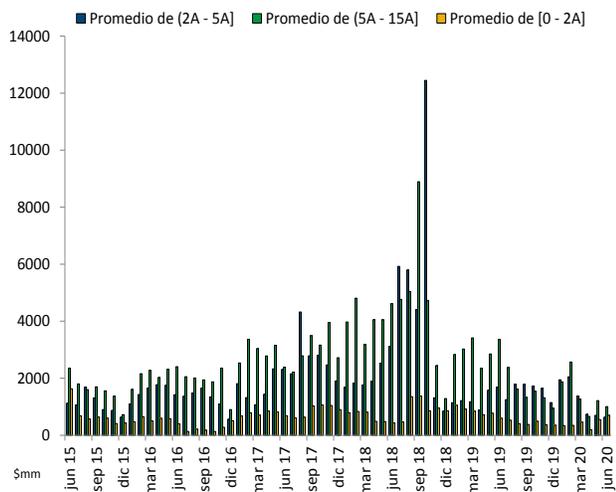
Gráfico 45: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación



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

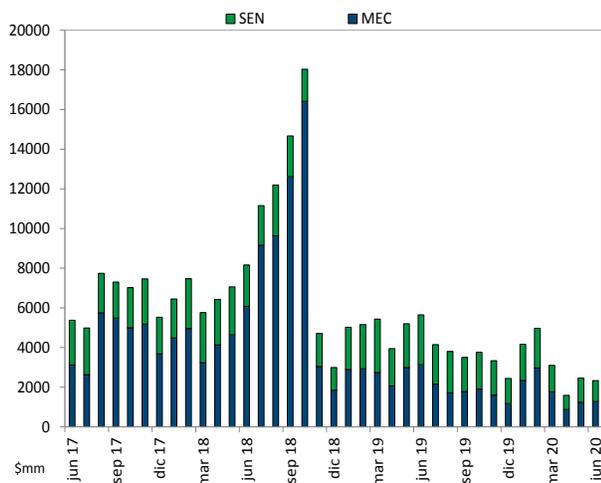
Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 40.892 contratos en el 1T20 a 16.208 contratos en el 2T20 (cada uno

Gráfico 46: Monto promedio negociado por plazos de TES



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

Gráfico 47: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



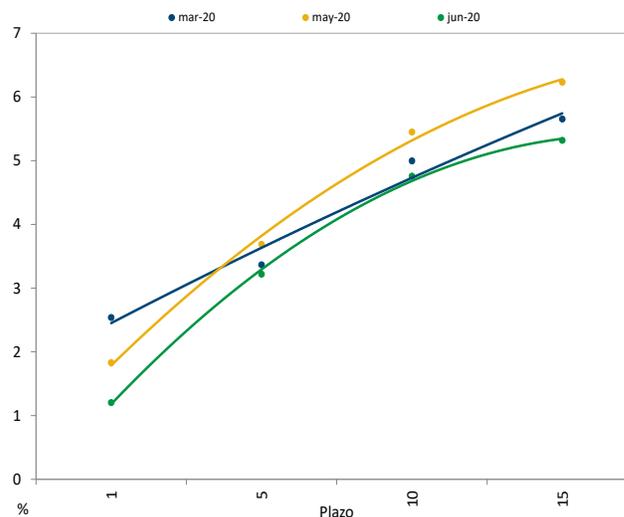
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

por \$250 millones) que equivalen a \$4.052 mm. No obstante, las posiciones abiertas aumentaron a 5.588 contratos al 30 de junio de 2020 con respecto al 31 de marzo (4.724 contratos).

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

Similar al comportamiento de la deuda pública interna, los bonos de deuda pública externa de Colombia y de los países de la región presentaron correcciones frente a las desvalorizaciones registradas hacia finales del 1T20 (Gráficos 51, 52, 48, 49 y 50). Lo anterior estuvo en línea con la reducción de sus primas de riesgo.

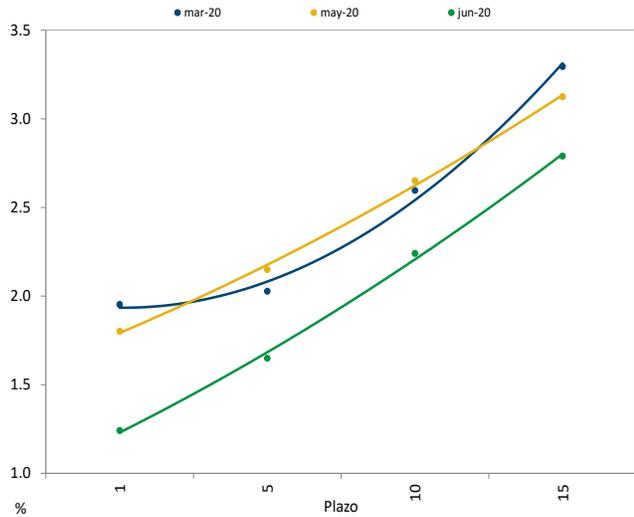
Gráfico 48: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

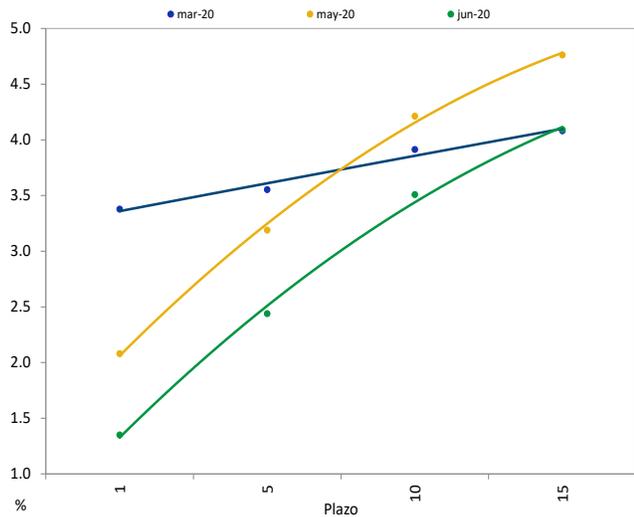
Para el caso de Colombia, en el Gráfico 53 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que en el 2T20 estos *spreads* presentaron variaciones de 33 p.b, -33 p.b. y 47 p.b. para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respectivamente. El comportamiento del margen para los tramos corto y largo reflejó las mayores valorizaciones de los bonos externos frente a las de los TES, mientras que en el caso del tramo medio el *spread* reflejó las mayores valorizaciones de los TES frente a los bonos externos. En general, las ma-

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



Fuente: Bloomberg.

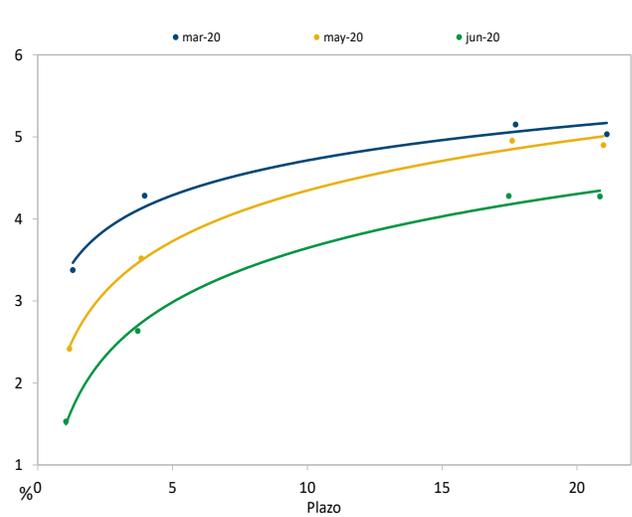
Gráfico 50: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

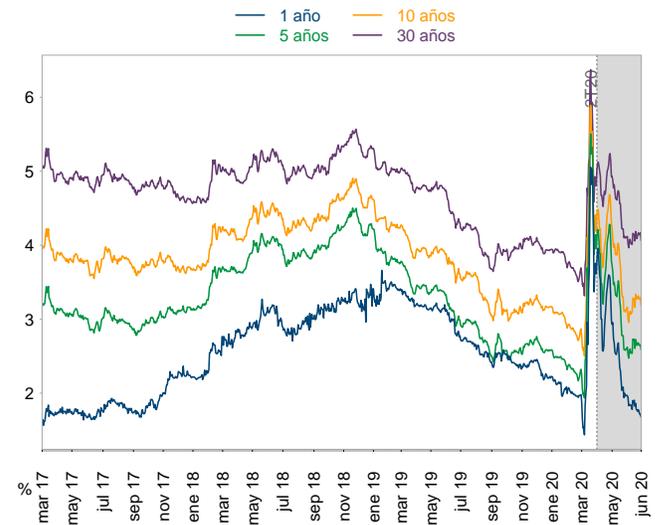
yores valorizaciones de los títulos externos pudieron estar asociadas con el hecho de que estos títulos no se encuentran expuestos a las variaciones del tipo de

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 52: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

cambio.

En el Gráfico 54 se muestra la diferencia en el rendi-

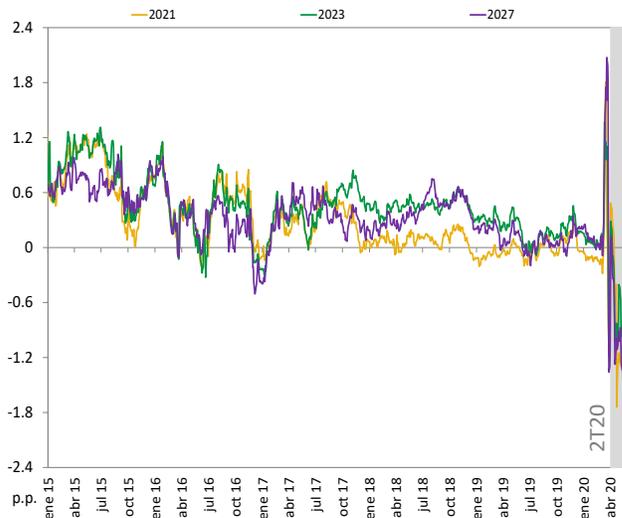
Gráfico 53: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

miento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes presentaron variaciones de -77 p.b, -10 p.b. y 74 p.b. para los títulos que vencen en 2021, 2023 y 2027. El comportamiento del *spread* para los títulos con vencimiento en 2021 y 2023 reflejó las mayores valorizaciones de los TES locales frente a los bonos Globales, mientras que el de los títulos con vencimiento en 2027 reflejó las valorizaciones más pronunciadas de los TES Globales frente a las de los locales. Lo anterior reflejó el mayor empinamiento de la curva de rendimiento de los TES, al tiempo que las menores valorizaciones de los TES Globales pudieron estar relacionadas con su menor liquidez.

Gráfico 54: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

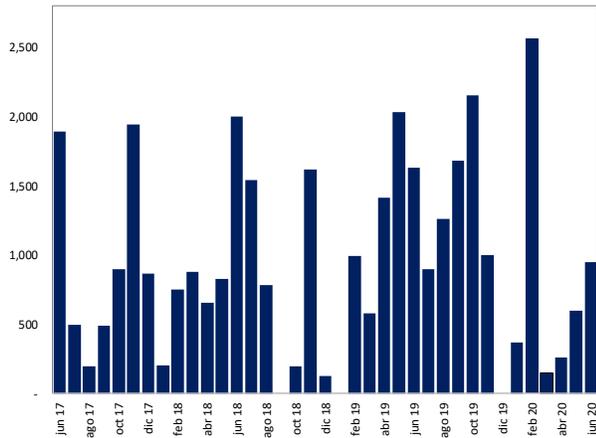
## 7 Mercado de deuda privada

En el 2T20 las colocaciones en el mercado de deuda privada se ubicaron por debajo de las presentadas el trimestre anterior con un total adjudicado de \$1,81 billones (1T20: \$3,09 billones) (Gráfico 55).

Las colocaciones fueron principalmente realizadas por empresas del sector no financiero que realizó el 63,5%, seguido por el sector público que realizó el 33,1%, mientras el sector financiero realizó solo el 3,4% (Gráfico 56). Este comportamiento es contrario al que se observó en trimestres anteriores, en los cuales el sector financiero lideraba las emisiones. En este periodo cuatro entidades realizaron colocaciones (Cuadro 9).

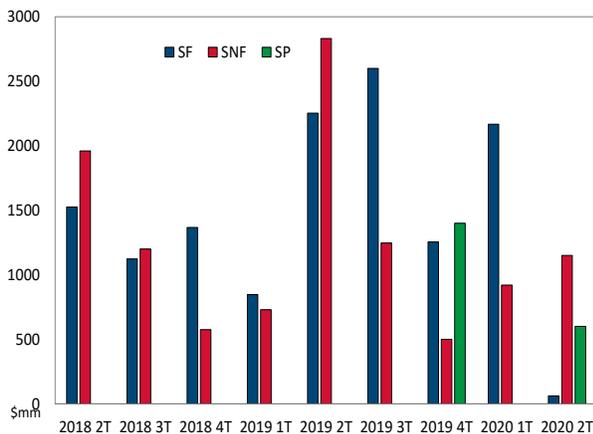
Por otra parte, se observó que las empresas en el trimestre estuvieron emitiendo principalmente a tasas indexadas a la inflación (IPC: 50,8% y UVR: 47,6%), mientras las colocaciones a tasa fija se redujeron considerablemente (1,6%), este comportamiento es contrario al presentado en trimestres anteriores en los que predominaban las emisiones a tasa fija (Gráfico 57).

Gráfico 55: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

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



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

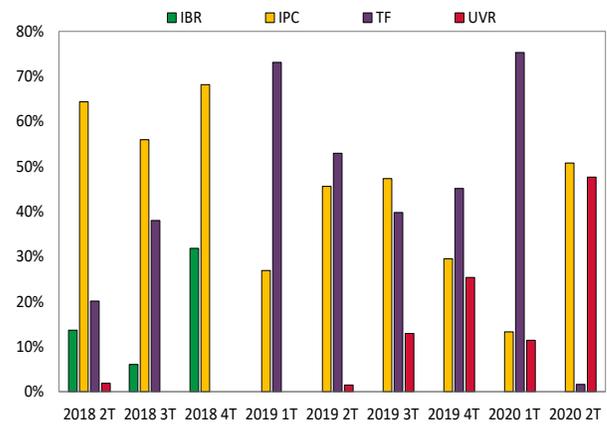
Adicionalmente, se observó un cambio en la preferencias de plazos de las emisiones, dado que se redujeron las colocaciones a plazos entre 2 y 5 años representando un 1,6% y aumentaron las colocaciones a plazos entre 5 y más de 20 años (5 a 10 años: 38,9%, 10 a 20 años:36,6% y >20 años: 22,9%) (Gráfico 58). Finalmente, la relación entre el monto demandado y el

Cuadro 9: Emisiones deuda privada 1T20

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Bogotá Distrito Capital	600	5 a 20	IPC,UVR
Credifamilia Compañía de Financiamiento S.A.	61,3	10 a 20	UVR
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P	950	5 a >20	IPC, UVR
Celsia Colombia S.A. E.S.P.	200	2 a 10	IPC, TF

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

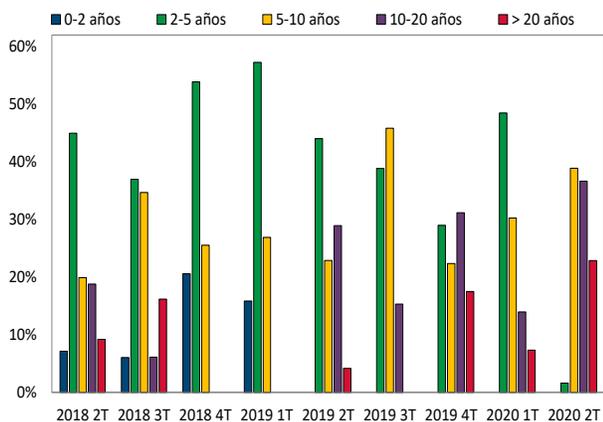
Gráfico 57: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

monto colocado (*bid to cover*) en las subastas permaneció en niveles similares al los presentados el trimestre anterior y se ubicó en 2 (ant: 2,13). La demanda por colocaciones fue de \$3,56 billones.

Gráfico 58: Participación de las emisiones por plazo de colocación



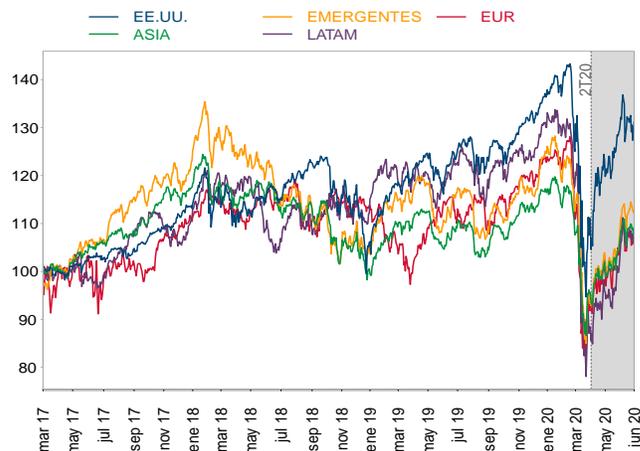
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado accionario

Los mercados accionarios a nivel global tuvieron un comportamiento positivo durante el 2T20, recuperando parte del terreno perdido el trimestre anterior en un entorno de menor aversión al riesgo ante las expectativas frente a la reapertura gradual de las economías, resultados alentadores en el desarrollo de la vacuna contra el Covid-19 y los amplios planes fiscales y monetarios implementados por parte de gobiernos y bancos centrales en el mundo. A nivel regional el mercado bursátil estadounidense fue el que presentó el mejor comportamiento en el periodo con una valorización promedio de 22,8%, seguido por el mercado latinoamericano (21,4%), el mercado asiático (13,4%) y el mercado europeo (12,6%)<sup>45</sup> (Gráfico 59).

<sup>45</sup> Al 30 de junio de 2020, 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 durante el 2T20 del los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* los cuales registraron valorizaciones de 20%, 17,8% y 30,6% respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América

Gráfico 59: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

En Estados Unidos el mercado presentó una recuperación sostenida a lo largo del periodo y el índice *S&P 500* registró el mejor desempeño trimestral desde 1998 impulsado principalmente por expectativas de una pronta recuperación económica y por el optimismo frente a las medidas de estímulo anunciadas por el gobierno y la reserva federal.

El mejor comportamiento del mercado estadounidense ha estado soportado adicionalmente por las valorizaciones de las empresas del sector tecnológico las cuales se han mostrado resilientes ante la coyuntura actual en la que se ha fortalecido la demanda por servicios relacionados al trabajo en casa, las compras en línea, la computación en la nube e infraestructuras de telecomunicaciones. Esto se ha evidenciado en el comportamiento que presentó el índice *NASDAQ* (que tiene una alta participación del sector tecnológico), el cual alcanzó nuevos máximos históricos en varias ocasiones durante el mes de junio<sup>46</sup>.

Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 30 de junio de 2020, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

<sup>46</sup> El punto más alto lo alcanzó el 23 de junio, sesión en la que cerró en 10131,37.

No obstante, las valorizaciones se vieron contenidas a causa de las crecientes tensiones geopolíticas entre EE.UU. y China, el aumento de los casos de Covid-19 y temores de una nueva ronda de medidas de confinamiento. Adicionalmente, el 25 de junio la Fed publicó los resultados de las pruebas de estrés para 2020 y los análisis de sensibilidad adicionales que realizó a la luz de la coyuntura actual<sup>47</sup> sobre los bancos del país. De este análisis se concluyó que, estas entidades pueden seguir siendo fuertes incluso ante los shocks más severos y decidieron tomar algunas medidas como exigir a los grandes bancos conservar el capital, suspendiendo las recompras de acciones y limitando los pagos de dividendos en el tercer trimestre con el fin de garantizar su fortaleza.

Por su parte el mercado bursátil europeo presentó una recuperación más lenta durante el trimestre en comparación al mercado estadounidense, pese a que cerró con las mayores ganancias trimestrales desde 2015. Este mercado se ha visto afectado por la amplia presencia de sectores cíclicos dentro del índice como el sector bancario y de energía lo cuales presentaron un rendimiento inferior en la primera mitad del periodo, ante la caída histórica del precio del petróleo, las bajas tasas de interés en la región y las preocupaciones sobre los impagos corporativos.

Adicionalmente, las empresas de la región han liderado los anuncios de cancelaciones y recortes de dividendos en respuesta a la crisis del coronavirus lo cual tuvo un posible impacto sobre el atractivo de estos activos. No obstante, durante la segunda mitad del periodo el apetito de los inversionistas por sectores más cíclicos aumentó ante señales de una recuperación económica y expectativas de una pronta aprobación de un gran paquete de estímulo en la región.

<sup>47</sup> Además de su prueba de esfuerzo normal, se realizó un análisis de sensibilidad para evaluar la capacidad de recuperación de los grandes bancos en tres recesiones hipotéticas o escenarios negativos, que podrían resultar del evento del Covid-19. Los escenarios incluyeron una recesión y recuperación en forma de V; una recesión y recuperación más lenta en forma de U; y una recesión de doble inmersión en forma de W. Este análisis de sensibilidad no incorpora los efectos potenciales de los pagos de estímulo del gobierno y el seguro de desempleo ampliado

El comportamiento positivo del índice agregado latinoamericano, adicional a los factores que movieron los mercados internacionales, estuvo influenciado principalmente por el desempeño del mercado brasileño que recuperó gran parte del terreno perdido durante el primer trimestre y presentó una valorización de 30,2%, la más alta desde 2003. Por su parte los mercados de Perú, Chile y México presentaron valorizaciones moderadas en el periodo de 16,7%, 13,5% y 9,2%, respectivamente, mientras que el mercado colombiano presentó un comportamiento dispar con una caída de 1,1% en el 2T20 (*Gráfico 60*).

Gráfico 60: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El comportamiento del índice *Ibovespa* de Brasil ha estado impulsado, por el desempeño promedio que presentaron los sectores de consumo discrecional, energía, materiales y financiero, los cuales tienen las mayores ponderaciones dentro del índice, alcanzando un total de participación de casi el 70%. Adicionalmente, las ganancias del mercado han estado soportadas por las bajas tasas de interés locales (*Gráfico 61*).

Por su parte, los sectores con mayor comportamiento promedio dentro del índice *S&P BVL* de Perú fueron los de energía e industrial, aunque, el comportamiento del sector materiales fue el que más favoreció el índice, dada la alta ponderación que tiene dentro del mis-

mo<sup>48</sup>. Sin embargo, otros sectores importantes en participación como el financiero y el de servicios públicos han presentado un bajo desempeño lo cual pudo haber contribuido a una contención de las ganancias de este mercado (Gráfico 61).

En contraste, las ganancias del índice *S&P IPSA* de Chile pudieron estar contenidas porque los sectores con las valorizaciones más altas (telecomunicaciones y consumo discrecional) tienen una participación muy baja dentro del índice, mientras que el sector financiero, que mostró el desempeño más bajo en el periodo tiene una de las participaciones más altas, de cerca del 23% (Gráfico 61).

La valorización del índice *S&P BMV IPC* de México estuvo impulsado principalmente por el desempeño de empresas del sector materiales e industrial, que ponderan aproximadamente un 25% del índice y presentaron altas valorizaciones durante el periodo. A pesar de esto, las ganancias pudieron estar contenidas por el menor desempeño de sus sectores más importantes (consumo básico y financiero) que tienen una participación de aproximadamente el 50% (Gráfico 61).

Finalmente, el comportamiento negativo del índice *Colcap* ha estado influenciado principalmente por las pérdidas que tuvieron las empresas del sector financiero (que ponderan cerca de un 40%) y en menor medida por las pérdidas de los sectores de consumo básico y materiales que ponderan un en conjunto aproximadamente un 18% (Gráfico 61).

En línea con lo anterior se observa que las acciones que presentaron el peor desempeño en el trimestre fueron Grupo Argos (-19,6%), Grupo Argos-Preferencial (-18,8%) y Almacenes Éxito (-17,2%), mientras las que tuvieron el mejor comportamiento fueron Mineros (22%), ISA (21,4%) y BVC (21%).

Adicionalmente, el 10 de mayo Avianca Holdings y algunas de sus subsidiarias y afiliadas presentaron peticiones voluntarias en el tribunal de bancarrota en

<sup>48</sup>Al 30 de junio la participación de este sector dentro del índice era del 42,6%

Gráfico 61: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T20)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	5.6	-1.0	46.4		
Consumo discrecional	68.7	28.9	37.5		
Consumo básico	26.4	13.7	14.3	10.9	-3.9
Energía	47.7		12.4	30.2	5.5
Financiero	27.3	10.7	1.1	1.3	-2.7
Salud	31.7	24.4			
Industrial	30.5		10.6	34.6	
Tecnología de la información	26.4		20.2		
Materiales	37.4	33.1	14.5	17.4	-7.6
Industria inmobiliaria	5.1	24.3	19.0		
Servicios públicos	22.5	-8.7	16.2	2.4	3.5

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

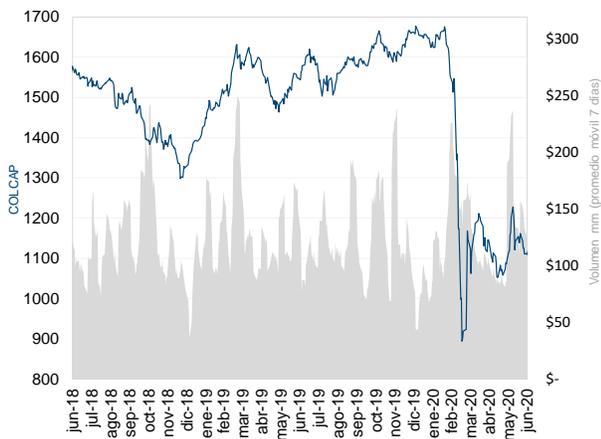
EEUU con el fin de preservar y reorganizar los negocios de la aerolínea debido a la velocidad y el alto impacto de la crisis del Covid-19. Como consecuencia del anuncio de la reorganización y de la marcada volatilidad de la acción PFAVH el 12 de mayo la Bolsa de Valores de Nueva York (Nyse) decidió suspender la negociación de sus *American Depositary Shares (ADR)* y, el 18 de mayo la BVC informó el retiro de la acción del índice *Colcap* a partir del 22 de mayo después del cierre del mercado de renta variable.

Por su parte, el 12 de mayo el *MSCI* publicó el rebalanceo de sus índices, que tuvieron efecto al cierre del 29 de mayo e implicó la salida de las acciones de Grupo Argos (ordinaria) y PF-Grupo Aval del *Msci Global Standard Indexes de Colombia*. Mientras en el índice de *small cap* se adicionaría la acción de Grupo Argos (ordinaria) y saldrían PF-Avianca y Cemex.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>49</sup> mostró una tendencia decreciente durante el trimestre, aunque no ha regresado a los niveles observados a principios del año y en promedio se ubicó por encima del dato observado el trimestre anterior. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 3,02%), seguida por Chile (*S&P/CLX IPSA*: 2,28%), Colombia (*COLCAP*: 2,26%), México

<sup>49</sup>Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

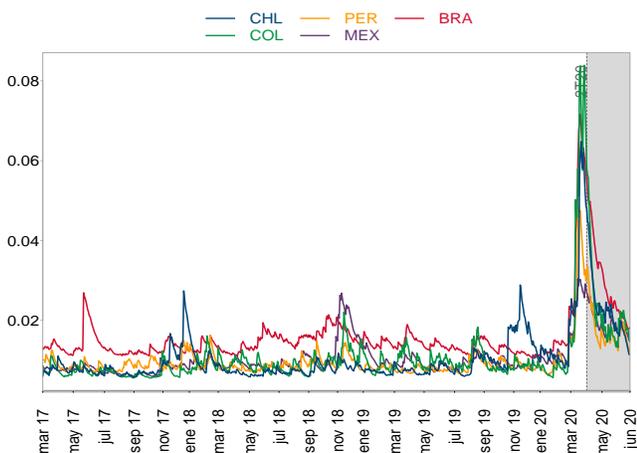
Gráfico 62: COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

(S&P/BMV IPC: 1,89%) y Perú (S&P/BVL: 1,77%) (Gráfico 63).

Gráfico 63: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

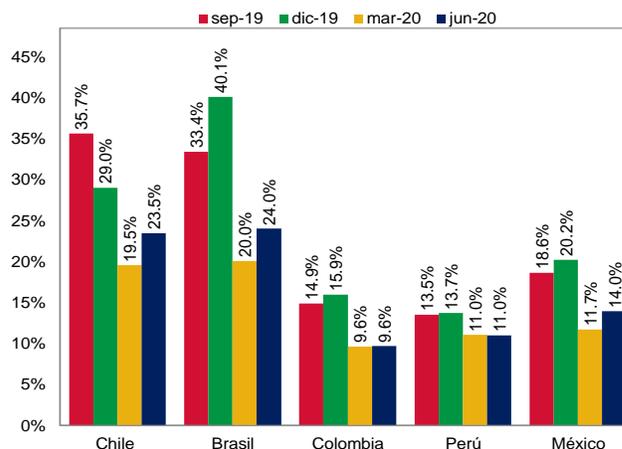
Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil<sup>50</sup> como porcentaje del PIB<sup>51</sup> se observa que, en línea

<sup>50</sup> Ajustada por flotante disponible.

<sup>51</sup> Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* de Octubre de 2019 para el año 2018 y que publica el

con el comportamiento de los mercados descrito anteriormente, el indicador aumentó en el trimestre para Brasil, Chile y México. En junio el dato más alto fue el de Brasil (24%), seguido por Chile (23,5%), México (14%), Perú (11%) y Colombia (9,6%) (Gráfico 64).

Gráfico 64: Capitalización bursátil ajustada/PIB\*



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

Cálculos: Banco de la República.

\*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2018.

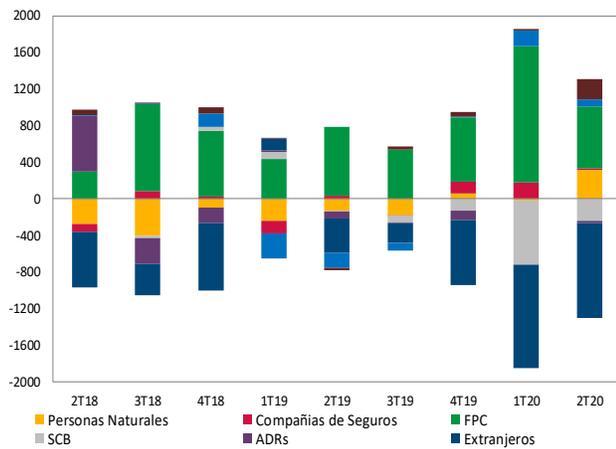
Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que durante el 2T20 los mayores vendedores netos de acciones fueron los extranjeros por un monto de \$1041 mm, continuando con la posición que presentaron durante los trimestres anteriores, seguidos por las SCB por un monto de \$243,5mm. La posición de estos agentes fue contrarrestada principalmente por la demanda neta de los fondos de pensiones (\$674,6mm) y las personas naturales (\$310,4mm) (Gráfico 65).

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, durante el 2T20 se negociaron 22.293 contratos de Mini Futuro COLCAP<sup>52</sup> (en el 1T20 se habían negociado 23.649 contratos).

Fondo Monetario Internacional.

<sup>52</sup> El valor de cada contrato es igual a \$2.500 multiplicado por el valor del COLCAP.

Gráfico 65: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos