

RMF

Reporte de Mercados Financieros

III trimestre de 2018





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Tercer Trimestre de 2018

Banco de la República

Octubre de 2018

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Desarrollo de Mercados

José Vicente Romero
Jefe

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

Estudiantes en práctica profesional

Efraín Araxue Ramírez
Laura Alejandra Romero

Recuadros

Caracterización y análisis del mercado Forward peso-dólar de los agentes extranjeros, Autor: Andrés Mauricio Mendoza Espinosa

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen Ejecutivo	6
2.1	Entorno Internacional	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local	6
2.3	Mercado cambiario	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	7
2.6	Mercado accionario	7
3	Entorno Internacional	8
4	Percepción de Riesgo a Nivel Local	18
5	Mercado Cambiario	22
5.1	Mercado Cambiario Global	22
5.2	Mercado Cambiario Colombiano	24
6	Mercado Monetario y Renta Fija	27
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	27
6.2	Mercado Monetario Colombiano	28
6.3	Mercado de Deuda Pública	29
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región	29
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia	32
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región	35
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia	36
7	Mercado de Deuda Privada	38
8	Mercado Accionario	39
8.1	Estados Unidos	40
8.2	Europa	41
8.3	Asia	41
8.4	Latinoamérica y Colombia	42
	Recuadro: Caracterización y análisis del mercado <i>Forward</i> peso-dólar de los agentes extranjeros	46

Índice de Gráficos

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

44	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES	35
45	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema	35
46	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil	35
47	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú	36
48	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México	36
49	Spreads Deuda Soberana LATAM	36
50	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia	37
51	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia	37
52	Globales USD vs TES locales	37
53	TES Globales vs TES locales	38
54	Monto Total Colocado	38
55	Monto Colocado por Sector	38
56	Colocaciones por Tasa de Interés	39
57	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación	39
58	Monto Colocado vs Monto Demandado	39
59	Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial	40
60	Evolución de los Índices Accionarios de la Región	42
61	COLCAP y Volumen Transado Diario	43
62	Volatilidad Condicional Índices Accionarios	43
63	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB*	44
64	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente	44
65	Porcentaje Mercado Extranjero sobre suma total de los 3 mercados (Promedio móvil 6 meses)	47
66	Montos negociados por agentes no residentes en el mercado <i>forward</i> USDCOP	48
67	Mercado Forwards USDCOP por plazo (Mar-13 a Jun-18)	49
68	Porcentaje Mercado Extranjero sobre Mercado Total (Promedio móvil 6 meses) por plazo	50
69	Tasas pactadas por mes para cada mercado analizado	51

Índice de Tablas

1	Crecimiento 2T18 y Expectativas para 2018	11
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo	14
3	Precio de Productos Básicos (en dólares)	18
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense	22
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas)	24
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones	24
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria	24
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a junio de 2018 para Latam .	27
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017	28
10	Emisiones Deuda Privada 3T18	39
11	Correlación entre las tasas pactadas	50
12	Estadísticas descriptivas para las diferencias de tasas pactadas entre los mercados Extranjero e IMC	52
13	Estadísticas descriptivas para las diferencias de tasas pactadas entre los mercados FPC e IMC . . .	52
14	Estadísticas descriptivas para las diferencias de tasas pactadas entre los mercados FPC y Extranjero	52

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 3T18, el comportamiento de los mercados financieros internacionales estuvo influenciado por un entorno macroeconómico más favorable para Estados Unidos que para el resto de economías desarrolladas, el escalamiento de las tensiones comerciales y la crisis que vivieron algunas economías emergentes. Así, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y a las monedas de países emergentes, el mercado de deuda pública de EE.UU. se desvalorizó mientras que sus mercados accionarios mostraron un comportamiento favorable. En la región los mercados se vieron influenciado por eventos idiosincráticos y de incertidumbre política. En Colombia, se observaron desvalorizaciones en el mercado accionario y en el tramo largo de la curva de TES en pesos.

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

2 Resumen Ejecutivo

2.1 Entorno Internacional

El 3T18 estuvo caracterizado por un entorno macroeconómico más favorable para Estados Unidos que para el resto de economías desarrolladas. En este contexto, los mercados financieros respondieron principalmente a las noticias sobre el escalamiento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, la crisis que vivieron algunas economías emergentes como Turquía y Argentina, las expectativas de una política monetaria más contractiva en EE.UU. frente al resto de economías desarrolladas dada la divergencia de crecimiento entre EE.UU. y sus pares desarrollados, algunos eventos generadores de incertidumbre política en Europa y América Latina, y el menor precio de los commodities (a excepción del petróleo).

2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En el 3T18 se presentó un panorama parcialmente positivo en los indicadores de riesgo a nivel local ante los incrementos en la confianza de industriales pero disminuciones en la confianza de consumidores y comerciantes, el incremento en los niveles previstos por el mercado frente al crecimiento del producto en 2018, disminuciones en las expectativas de inflación para 2018 y 2019, y reducciones de los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 3T18, al igual que se observó en el trimestre anterior, el dólar se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y frente a las monedas de países emergentes. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por un incremento de las brechas de crecimiento de EE.UU. frente a otros países desarrollados y mayores expectativas de contracción monetaria en EE.UU. frente a la Eurozona, Reino Unido y Japón. La dinámica de las monedas de la región, además de los factores que explicaron los movimientos del dólar en economías desarrolladas, estuvo influenciada por el comportamiento observado en las economías emergentes, factores idiosincráticos internos y la disminución en el precio de los *commodities* (con excepción del petróleo).

2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

Durante el 3T18 todas las economías de la región mantuvieron estables sus tasas de interés de referencia. En Colombia, las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) se mantuvieron relativamente estables y en línea con la tasa repo. Durante el trimestre no se observaron desviaciones significativas entre la tasa de política y el IBR overnight y la TIB. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia desde mediados del trimestre.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 3T18 la deuda pública en moneda local de los países de la región presentó desvalorizaciones, salvo Perú, lo cual estuvo relacionado con el comportamiento de los *Treasuries*, los menores precios de algunos *commodities* y factores idiosincráticos. Por su parte, los bonos del tesoro de los EE.UU. presentaron desvalorizaciones explicadas por el incremento en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales y el fortalecimiento de las proyecciones de una política monetaria menos expansiva por parte de la Fed.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 2T18 con las del cierre del 3T18, se observan variaciones en promedio de -5 p.b. en el tramo corto, de 2 p.b. en el tramo medio y de 21 p.b. en el tramo largo. La valorización del tramo corto están relacionadas con datos favorables de inflación mientras que, las desvalorizaciones de los tramos medio y largo estuvieron en línea con el comportamiento de la deuda pública de la región y pudieron estar relacionadas con el comportamiento de los Tesoros, las tensiones por las decisiones de política comercial en EE.UU. y por la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes. En cuanto a los TES denominados en UVR se observaron variaciones en promedio de -72 p.b, -20 p.b. y 9 p.b. en los tramos corto, medio y largo.

2.6 Mercado accionario

Los mercados accionarios tuvieron comportamientos mixtos durante el trimestre. Estados Unidos y América Latina fueron los mercados de mejor desempeño. Los mercados emergentes se desvalorizaron en medio de crecientes tensiones comerciales, incertidumbre política y eventos idiosincráticos.

3 Entorno Internacional

En el 3T18, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: i) el escalamiento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China; ii) la crisis que vivieron algunas economías emergentes como Turquía y Argentina; iii) las expectativas de una política monetaria más contractiva en EE.UU. frente al resto de economías desarrolladas dada la divergencia de crecimiento entre EE.UU. y la Eurozona, Reino Unido y Japón; iv) eventos generadores de incertidumbre política en Europa y América Latina; y v) el comportamiento negativo en el precio de los commodities (a excepción del petróleo).

Contexto Macroeconómico

Durante el 3T18, en economías desarrolladas resultó relevante el comportamiento favorable de los mercados laborales, la estabilidad de la confianza de los consumidores en niveles elevados, particularmente en EE.UU. Por su parte, durante el periodo analizado, el Reino Unido y Japón presentaron estabilidad en el ritmo de crecimiento mientras que en la eurozona se presentaron indicios de desaceleración económica.

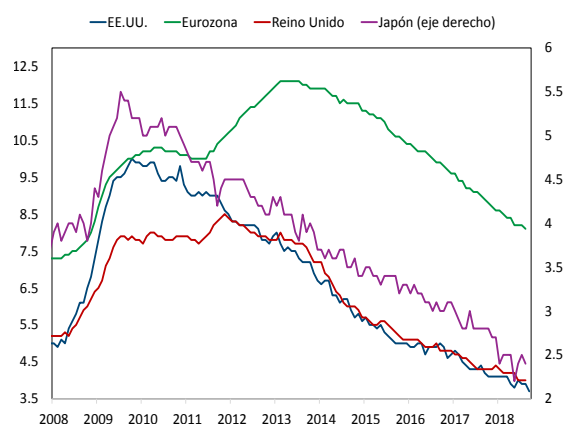
Con respecto al mercado laboral en las principales economías desarrolladas se destaca lo siguiente: i) el promedio de la tasa de desempleo disminuyó en EE.UU, la Eurozona y el Reino Unido, mientras que aumentó en Japón¹ (Gráfico 1); ii) los niveles de contratación del mercado estadounidense continuaron siendo favorables mientras que las solicitudes por seguros de desempleo tocaron mínimos no observados desde 1973, lo cual ratifica la solidez del mercado laboral en EE.UU. (Gráfico 2); y iii) los salarios se aceleraron en EE.UU de acuerdo con la baja tasa de desempleo², mientras que en Japón se desaceleraron en

¹A excepción de la Eurozona, la tasa de desempleo de estas economías continúa ubicándose en niveles no observados desde hace varias décadas.

²Según el Departamento de Trabajo de EE.UU, los salarios aumentaron a una tasa anualizada de 3,3% durante el 3T18, superior al 2% durante el 2T18, y a la inflación de 2,6% a/a durante el mismo periodo.

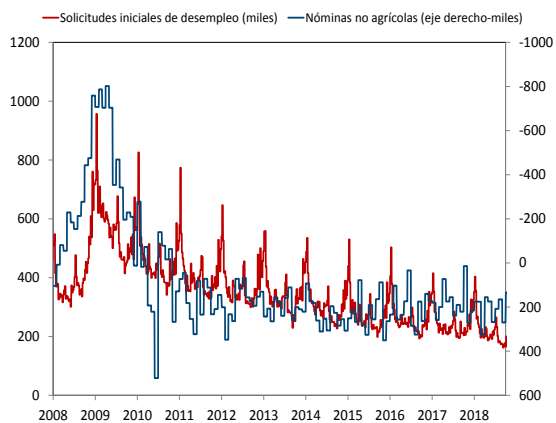
línea con el repunte del desempleo.

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

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

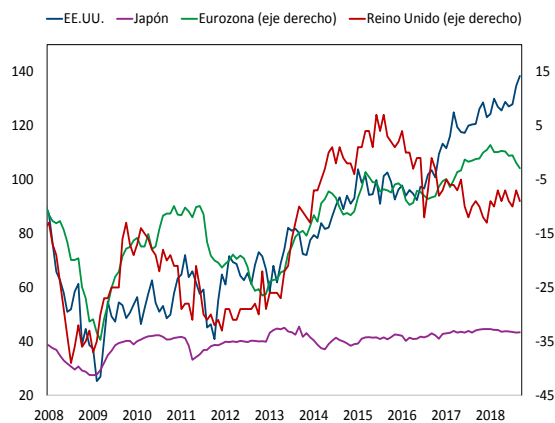


Fuente: Bloomberg.

En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado: i) en promedio, la confianza de los consumidores aumentó de manera importante en EE.UU, se

mantuvo estable en el Reino Unido y Japón, y disminuyó en la Eurozona, frente a lo observado en el 2T18 (Gráfico 3); y ii) el PMI manufacturero se mantuvo estable en niveles elevados en EE.UU., estable pero en niveles moderados en el Reino Unido y Japón, y disminuyó de manera importante en la Eurozona (Gráfico 4).

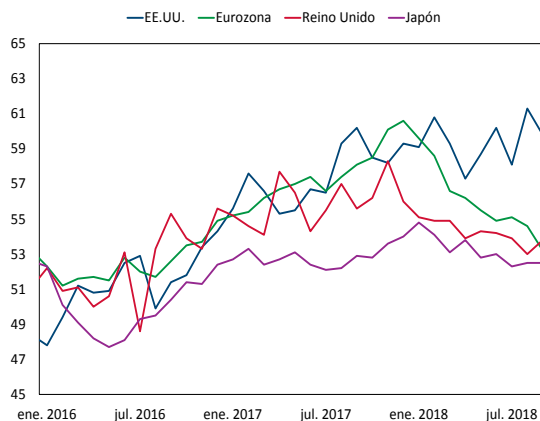
Gráfico 3: Confianza de los consumidores en EE.UU., Reino Unido y la zona euro



Fuente: Bloomberg.

Los datos publicados del 2T18 muestran que el crecimiento del producto en economías desarrolladas presentó un incremento frente a los niveles observados en el 1T18 en EE.UU. y Japón, mientras que en el Reino Unido se mantuvo estable y en la Eurozona se redujo (Gráfico 5). La debilidad en el crecimiento económico de la Eurozona se debió principalmente a una menor demanda externa. Por su parte, el Reino Unido mantuvo el bajo nivel de crecimiento observado en el 1T18 debido a la incertidumbre frente a las negociaciones del *Brexit* con la Unión Europea. En cuanto a EE.UU., el buen resultado de crecimiento se debió en parte al estímulo fiscal que desde principios del año ha impulsado el consumo público y privado, así como a una reducción del déficit comercial ante la anticipación por parte de los agentes a la entrada en vigencia de tarifas retaliativas por parte de China. Los analistas conside-

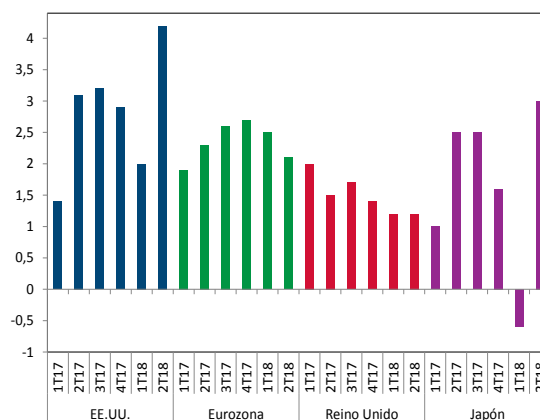
Gráfico 4: PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

ran que la reducción del déficit es transitoria por lo que se espera un menor ritmo de crecimiento durante los próximos trimestres, aunque superior al resto de economías desarrolladas.

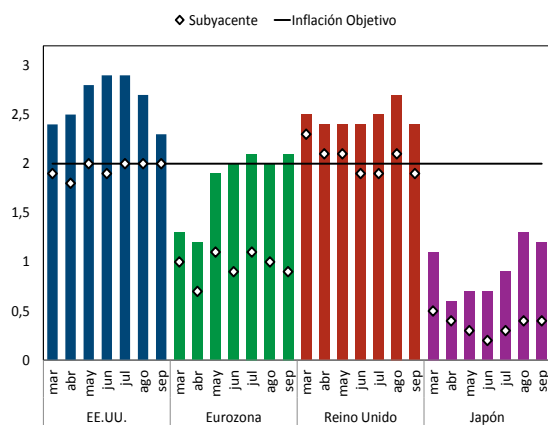
Gráfico 5: Crecimiento en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En cuanto al comportamiento del nivel de precios, durante el 3T18 se observó en EE.UU. que la inflación medida tanto por el IPC como por el PCE núcleo (la medida favorita de la Fed) se ubicó por encima del objetivo de la Reserva Federal (Fed), lo que refuerza las expectativas de que las autoridades monetarias continúen con una senda de política monetaria contractiva. En contraste, pese a que la inflación en la Eurozona y el Reino Unido también se ubicó por encima de la meta del 2%, esto se debió principalmente al aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales, de manera que la inflación núcleo evidencia todavía una debilidad de la demanda. Por último, la inflación en Japón continuó lejos del objetivo del 2% del Banco de Japón (BoJ), lo que aún genera incertidumbre sobre el futuro de la normalización monetaria (Gráfico 6).

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

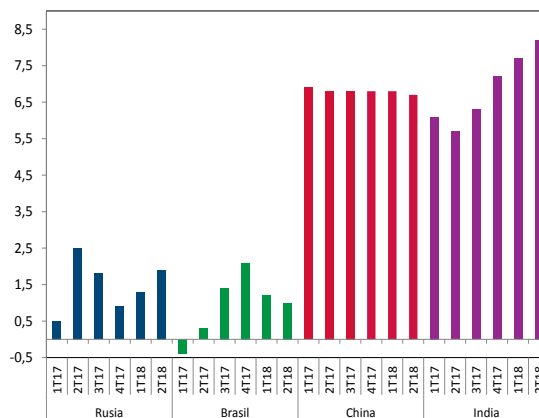


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías emergentes, los datos del PIB de 2T18 muestran que India continuó presentando un fortalecimiento de su crecimiento económico. En cuanto a China, se evidenció una desaceleración de su producto como consecuencia de un desapalancamiento financiero deliberado por parte de las autoridades y la imposición de tarifas fruto de las tensiones

comerciales con EE.UU. (Gráfico 7). En Latinoamérica, las economías de la región presentaron unas menores expectativas de crecimiento dada la crisis que se observó en algunas economías emergentes, la incertidumbre política en varios países, las mayores expectativas de contracción monetaria en EE.UU. y en consecuencia unos menores flujos de inversión netos.

Gráfico 7: Crecimiento en economías emergentes

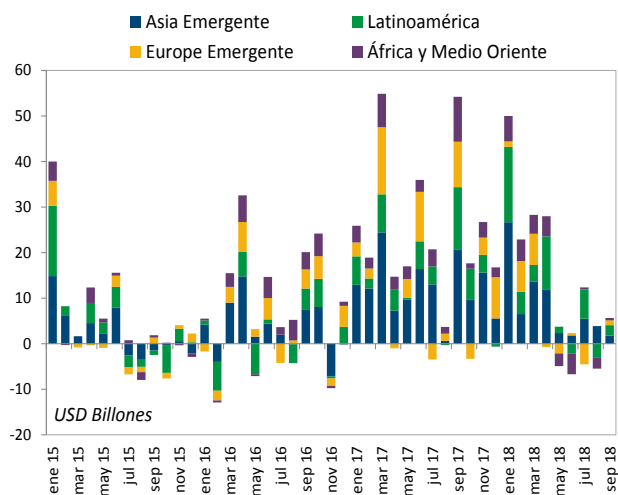


Fuente: Bloomberg.

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 3T18 se presentaron entradas de flujos de portafolio hacia economías emergentes, principalmente en julio. En el trimestre se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD31,4 miles de millones (en el 2T18 se reportaron entradas por USD23,3 miles de millones), de las cuales USD11,9 miles de millones fueron hacia el mercado de renta fija y USD19,6 miles de millones hacia el mercado de renta variable (Gráficos 8 y 9). Los flujos de capitales entrantes se presentaron principalmente desde los mercados de deuda y renta variable de Asia emergente (USD11,12 miles de millones y USD14,75 miles de millones respectivamente).

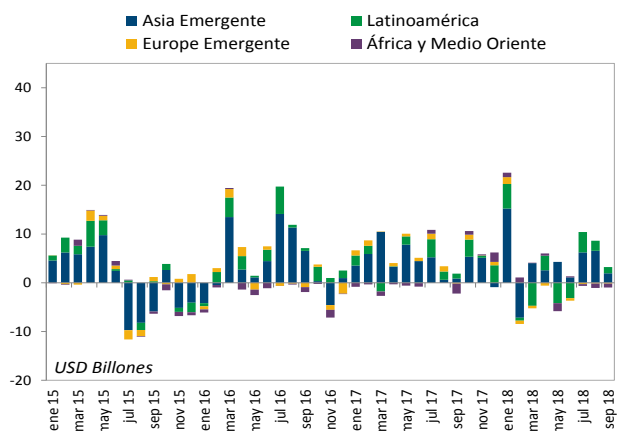
En el caso de Latinoamérica, tanto la variación en el crecimiento respecto al trimestre anterior, como la di-

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



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

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



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

ferencia entre el dato observado de crecimiento y el dato esperado por los analistas fueron mixtas. En particular, el dato observado del 2T18 fue inferior frente al esperado para Brasil y México, fue superior para Chile; y no cambió para Perú y Colombia. Entre junio

y septiembre de 2018, la expectativa de crecimiento para el año en curso³ aumentó para Colombia, Chile y Perú, cayó para México y se mantuvo estable para Brasil (Cuadro 1).

Por su parte los indicadores de riesgo en los países de la región medido a través de los CDS, presentaron ligeras disminuciones en línea con la reducción de los indicadores de riesgo del mercado accionario, aunque se destaca la alta volatilidad en el CDS de Brasil producto de la incertidumbre electoral de ese país. Lo anterior estuvo explicado principalmente por menor incertidumbre política en los países de la región con respecto a los tres trimestres anteriores.

Cuadro 1: Crecimiento 2T18 y Expectativas para 2018

País	Esp. 2T18	Obs. 2T18	Esp. 2018 (Jun. 18)	Esp. 2018 (Sep. 18)
COL	2,50%	2,50%	2,50%	2,60%
BRA	1,10%	1,03%	1,80%	1,80%
CHL	5,20%	5,30%	3,30%	4,00%
MEX	2,70%	2,61%	2,20%	2,10%
PER	5,40%	5,40%	3,50%	3,90%

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg

Al igual que en la mayoría de países emergentes, en el periodo se presentaron entradas de capital a América Latina (entradas netas al mercado accionario por USD7,51 miles de millones y al mercado de renta fija por USD5,82 miles de millones).

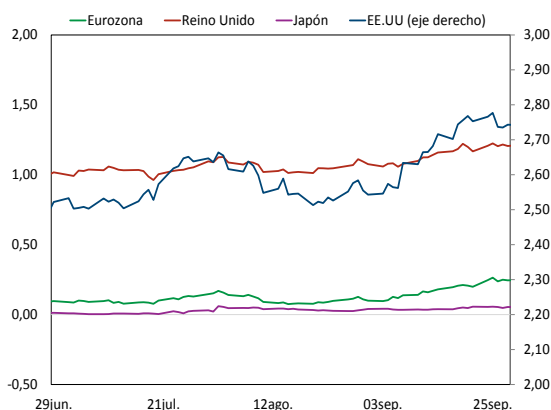
Política monetaria

En política monetaria, durante el trimestre se fortalecieron las expectativas de una política más contractiva en EE.UU. que en el resto de economías desarrolladas. El comportamiento de la curva OIS a cinco años evidencia las expectativas de que los bancos centrales de la Eurozona y Reino Unido acaben con su programa de compra de activos en el mediano plazo. En el caso de Japón, el hecho de que la curva continúe en niveles cercanos a cero evidencia las pocas expectativas del mercado de que la inflación repunte en el mediano plazo y permita al Banco de Japón (BoJ) emprender una

³De acuerdo con la encuesta de analistas publicada por Bloomberg

política monetaria a la par con el resto de economías desarrolladas (*Gráfico 10*).

Gráfico 10: Curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, tal como lo esperaba el mercado, la Reserva Federal de EE. UU. incrementó su tasa de política monetaria en 25 p.b. durante su reunión de septiembre hasta ubicar el rango de la tasa de fondos federales entre 2,0% y 2,25%. Así mismo, en agosto el Banco de Inglaterra (*BoE*) incrementó en 25 p.b. su tasa de interés de referencia hasta ubicarla en 0,75% en una votación unánime, y mantuvo inalterado su programa de compra de activos en £435.000 millones y el de bonos corporativos en £10.000 millones. En contraste, los demás bancos centrales continuaron con una política monetaria expansiva ante el débil comportamiento de la inflación y los riesgos que enfrenta la economía.

En el caso de EE.UU., el fortalecimiento de las expectativas sobre una política monetaria más contractiva estuvo motivado principalmente por tres razones. En primer lugar, las mayores proyecciones de la tasa de fondos federales para 2018 y 2019 estimadas por el

*FOMC*⁴ y el mercado⁵ se debieron al fortalecimiento de los salarios, la baja tasa de desempleo y unas mayores proyecciones de crecimiento económico e inflación⁶. En segundo lugar, algunos comentarios del presidente de la Fed, así como la actualización del *dot plot* en septiembre por parte de la misma entidad, han dado señales sobre una política más contractiva en EE.UU.⁷. Por último, la inflación observada durante el trimestre se encuentra en línea con las proyecciones de la Fed, y estas proyecciones son coherentes con una senda de política contractiva durante los próximos años⁸.

Frente al Banco Central Europeo (*BCE*), dado que la inflación núcleo aún se encuentra lejos del objetivo del 2% y la economía de la Eurozona no repuntó de acuerdo con lo esperado por el mercado y evidenció una debilidad mayor a la observada durante el 2T18, las expectativas del mercado siguen sugiriendo que las tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales hasta finales del 2019. Durante su reunión de septiembre, el *BCE* mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0%, la de depósitos en -0,4% y la marginal en 0,25%, junto con su programa de compra de activos mensuales en €30.000 millones, el cual reducirá a €15.000 millones a partir de octubre. Así, el *BCE* no realizó cambios significativos en su comunicado ni en

⁴Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed.

⁵Para 2018, la probabilidad asignada por el mercado de que la tasa de fondos federales presente en total cuatro incrementos durante el 2018 ascendió desde 43,6% el 29 de junio a 74,4% el 28 de septiembre. Por su parte, entre junio y septiembre, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la tasa de fondos federales para el largo plazo subió de 2,9% a 3,0%.

⁶Entre junio y septiembre, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente al crecimiento del producto pasó de 2,8% a 3,1% para 2018 y 2,4% a 2,5% para 2019. Entre las mismas fechas, la mediana de las proyecciones de inflación PCE se mantuvo por encima del objetivo del 2% para 2018, 2019, 2020 y el largo plazo.

⁷Al cierre de la reunión de política monetaria de septiembre, el *dot plot* de la Fed estima un incremento adicional en diciembre de este año, tres durante el 2019 y un último incremento en 2020. Asimismo, el presidente de la Fed Jerome Powell afirmó que podría continuar elevando las tasas de interés más allá del nivel neutral, lo cual fue percibido de manera *hawkish* por el mercado.

⁸Actualmente la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la inflación PCE se ubica en 2,1% para 2018 y 2020, y 2% para 2019 y el largo plazo.

su *forward guidance*, afirmando que reduciría su programa de compra de activos a partir del siguiente mes y lo mantendría hasta diciembre, siempre y cuando los datos de actividad económica refuerzan las perspectivas de inflación de mediano plazo. Asimismo, el presidente del BCE, Mario Draghi, afirmó que la entidad mantuvo sus pronósticos de inflación sin cambios en septiembre, y redujo ligeramente las proyecciones de crecimiento. Draghi también aseguró que el mercado laboral se está fortaleciendo, no obstante, afirmó que los riesgos comerciales y la volatilidad en mercados emergentes han ganado relevancia. El discurso de Draghi fue tomado como *hawkish* por los analistas, ya que reflejó tranquilidad sobre las perspectivas de crecimiento y de inflación de la región, y minimizó el riesgo de contagio frente a la crisis de Turquía y Argentina⁹

En el Reino Unido, durante su reunión de agosto el Banco de Inglaterra (*BoE*) incrementó en 25 p.b. su tasa de interés de referencia hasta ubicarla en 0.75 %, en una votación unánime, y mantuvo inalterado su objetivo de compra de activos en £435.000 millones, y el de bonos corporativos en £10.000 millones. Por su parte, el Gobernador del *BoE*, Mark Carney afirmó que, a pesar de la incertidumbre respecto al Brexit, las presiones inflacionarias han repuntado, lo que respalda un incremento adicional de la tasa de interés, aunque las decisiones de política monetaria a futuro dependerán de si el Reino Unido logrará llegar a un acuerdo con la Unión Europea frente al *Brexit*. De acuerdo con la actualización de los pronósticos del *BoE*, la proyección de crecimiento se mantuvo inalterada mientras que la de inflación disminuyó de 2,3 % a 2,2 % en 2019. Por último, el mercado tomó como una buena noticia el hecho de que el Gobernador del *BoE* decidiera postergar su salida del cargo y de esta manera permanecer a la cabeza de la entidad hasta mediados del 2020, generando estabilidad durante el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea.

⁹La tasa de crecimiento proyectada por el BCE para 2018 y 2019 pasó de 2,1 % y 1,9 % en junio a 2 % y 1,8 %. La tasa de desempleo proyectada para 2018 y 2019 pasó de 8,4 % y 7,8 % en junio a 8,3 % y 7,8 % en septiembre. Respecto a las proyecciones de inflación para 2018 y 2019, éstas permanecieron constantes en 1,7 %.

Por último, durante el trimestre el Banco de Japón (*BoJ*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en -0,1 %, en línea con las expectativas del mercado, y realizó algunos ajustes a su programa de compra de activos, con el fin de reducir el impacto de las tasas de interés negativas sobre el mercado financiero, y reducir las distorsiones que estaban generando. Así, el *BoJ* mantuvo el nivel objetivo de la tasa de interés a 10 años para los bonos del gobierno japonés en 0 %, y permitirá que dicho rendimiento se desvíe en 2 p.p. del objetivo. Por su parte, el Comité mantendrá las compras de bonos y de ETFs¹⁰ en ¥80 billones y ¥6 billones, respectivamente, pero ahora aquellas compras de ETFs sobre el índice Topix aumentarán de ¥2,7 billones a ¥4,2 billones, reduciendo así la participación de las compras de ETFs sobre el índice Nikkei. Finalmente, con el fin de anclar las expectativas sobre las tasas de interés de largo plazo, y estimular la inversión y el consumo en el país, el *BoJ* incluyó en su comunicado la mención de que el Comité mantendría las tasas de interés de corto y largo plazo en los niveles actuales por un extenso periodo.

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

Políticas proteccionistas en EE.UU.

Durante el 3T18 se evidenció una disminución de las tensiones comerciales entre EE.UU. y la Eurozona, así como entre EE.UU. y sus socios comerciales fronterizos, México y Canadá. Esto contrastó con el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China.

Frente a las tensiones entre EE.UU. y la Unión Europea, varios analistas coinciden en que la reducción de las tensiones comerciales pudo deberse a que el Go-

¹⁰Los Exchange Traded Funds (ETFs) o fondos que cotizan en bolsa, son un conjunto diversificado de activos, como un fondo de inversión, que cotizan en bolsa como si se tratara de una sola acción.

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

	Jun 2018	Sep 2018	Δ 3T18 (P.b)
Kenia	9.50%	9.00%	-50
Colombia	4.25%	4.25%	0
Perú	2.75%	2.75%	0
Brasil	6.50%	6.50%	0
Japón	-0.10%	-0.10%	0
Zona Euro	0.00%	0.00%	0
China	4.35%	4.35%	0
Chile	2.50%	2.50%	0
México	7.75%	7.75%	0
Estados Unidos	1.75-2.00%	2.00-2.25%	25
Reino Unido	0.50%	0.75%	25
Canadá	1.25%	1.50%	25
India	6.25%	6.50%	25
Filipinas	3.50%	4.50%	100
Indonesia	4.75%	5.75%	100
Vietnam	6.25%	9.00%	275
Turquía	17.75%	24.00%	625
Argentina	40.00%	60.00%	2000

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

bierno de EE.UU. no desea mantener disputas comerciales en varios frentes al mismo tiempo. De esta manera, ambas partes llegaron a un acuerdo parcial con el fin de trabajar hacia una eliminación total de tarifas en bienes no industriales, reducir barreras al comercio e incrementar el intercambio de servicios, químicos farmacéuticos, productos médicos y soya. No obstante, aún falta claridad sobre las especificidades del acuerdo, por lo que no se descarta un aumento de las tensiones comerciales durante los próximos meses.

Frente a la renegociación del TLCAN entre EE.UU., México y Canadá, al término del 3T18, éstos países lograron llegar a un acuerdo que reemplazará al TLCAN y pasará a llamarse el *United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA)*. Este acuerdo resulta ser una victoria para Trump dado que fue él quien presionó a las dos contrapartes a aceptar condiciones comerciales más restrictivas. Aunque el USMCA no exige pago de aranceles, hará más difícil que los productores de automóviles los fabriquen en México a precios bajos, estableciendo un pago fijo mínimo de USD 16 por hora en las fábricas de América del Norte. Adicionalmente, se preservará el mecanismo de resolución de disputas comerciales, por el que Canadá luchó arduamente, a

cambio de acceso de productores estadounidenses al mercado de lácteos canadiense. No obstante, no se resolvió el punto de las tarifas que impuso EE.UU. a las exportaciones canadienses y mexicanas de acero y aluminio.

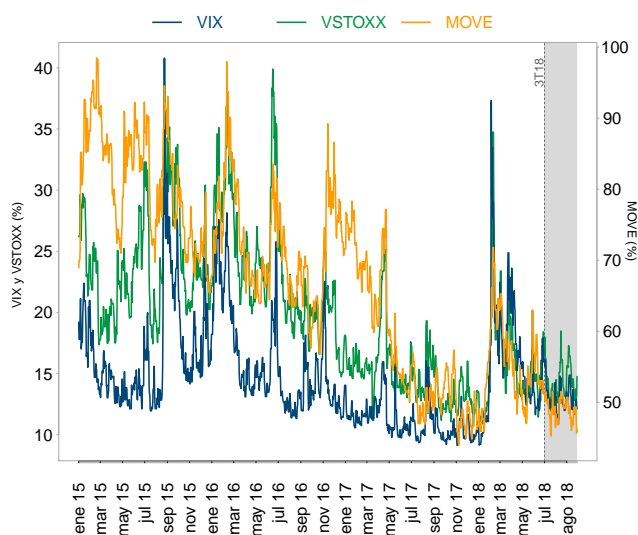
Por último, durante el trimestre se evidenció un aumento continuo de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China. El 6 de julio entró en vigencia una serie de tarifas por 25% que EE.UU. había impuesto previamente a China sobre USD 34.000 millones en productos. En respuesta China anunció la imposición de aranceles a productos estadounidenses por el mismo valor. Ante esto, el presidente de EE.UU. publicó la segunda lista de productos que se gravarían con aranceles del 25% a partir del 23 de agosto, los cuales totalizarían aproximadamente USD 50.000 millones, siendo la segunda medida proteccionista impuesta sobre la economía asiática este año. Ante esto, China respondió y anunció la imposición de aranceles de 25% sobre productos por un valor de USD 16.000 millones, entre los que se encuentran vehículos, varios tipos de combustibles y cables de fibra óptica. Adicionalmente, durante el 3T18 se evidenciaron amenazas de imposiciones adicionales a las ya existentes, lo que eventualmente conduciría a que la totalidad de las exportaciones chinas a EE.UU. estuvieran gravadas por sanciones comerciales.

Incertidumbre en mercados financieros

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

A pesar de que la percepción de riesgo en los mercados accionarios estadounidense y europeos, medida a través de los indicadores *Vix* y *Vstox* presentó una leve disminución durante el trimestre, aún se encuentra en niveles elevados ante las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, las tensiones políticas al interior de varios países europeos como Reino Unido, Francia y Alemania, la incertidumbre frente al acuer-

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



Fuente: Bloomberg.

do del *Brexit* entre la Unión Europea y el Reino Unido, la exposición de varios países europeos a la crisis en algunas economías emergentes, y las tensiones en el frente fiscal entre Italia y la Unión Europea. De hecho, durante agosto se pudo observar un aumento significativo de la percepción del riesgo en los mercados desarrollados como consecuencia del auge de la crisis en Turquía y el temor que vivieron los mercados en ese momento ante la exposición de algunos bancos europeos que no tenían cubiertas sus posiciones en activos turcos. En cuanto al indicador *Move* que mide la volatilidad en el mercado de renta fija estadounidense, éste presentó una leve disminución durante el trimestre ante la mayor certeza que tiene el mercado frente a la normalización monetaria en EE.UU.

Incertidumbre en política y en política económica

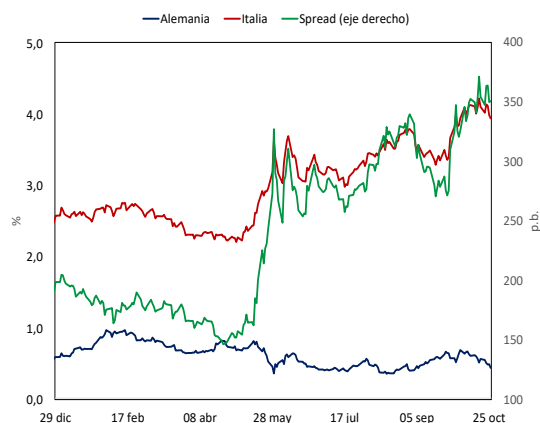
Durante el trimestre se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política económica que se reflejaron en mercados financieros. El continente europeo concentró la mayor parte de los eventos de incertidumbre en política económica. Durante el trimestre, Alemania, el Reino Unido e Italia

presentaron eventos de esta naturaleza. En primer lugar, en Alemania, al interior de la coalición de gobierno que preside Angela Merkel se continuaron presentando discrepancias frente a temas migratorios por lo que aún persiste la incertidumbre frente al futuro político de la canciller alemana y su capacidad de generar consensos entre los diferentes partidos que componen su coalición. En segundo lugar, la negociación del *Brexit* continúa estancada ante la falta de consenso frente al futuro de la frontera entre Irlanda e Irlanda del Norte¹¹. De esta manera se sigue evidenciando una mayor probabilidad de que el Reino Unido tenga que salir de la Unión Europea en marzo de 2019 sin ningún acuerdo alcanzado con los demás miembros de la Unión. Incluso si se llegara a un acuerdo, no es claro si la primera ministra Theresa May cuenta con el capital político necesario para lograr que el Parlamento apruebe dicho acuerdo. Por último, durante el trimestre se evidenció un lenguaje beligerante por parte de varios miembros de la coalición de gobierno de Italia compuesta por los partidos populistas La Liga y Cinco Estrellas, quienes no están dispuestos a ajustarse a las reglas fiscales impuestas por la Unión Europea. Los mercados han visto con nerviosismo la falta de consenso entre el gobierno italiano y la Comisión Europea por lo que durante el trimestre el *spread* entre los bonos italianos y alemanes alcanzó máximos históricos (Gráfico 12).

Durante el 3T18, la crisis económica en Turquía fue relevante para los mercados financieros ya que se vislumbró la posibilidad de un efecto contagio a otros mercados emergentes y a varios países europeos cuyos bancos estaban altamente expuestos a activos turcos. La magnitud de la crisis se debió principalmente a: i) un crecimiento económico durante los últimos años apalancado por un alto déficit de cuenta corriente; ii) un aumento de proyectos de construcción, sobre

¹¹Los negociadores del *Brexit* no han encontrado una alternativa para mantener el comercio entre la Unión Europea y el Reino Unido una vez ésta última salga del bloque económico, sin verse obligados a instalar una frontera física entre Irlanda e Irlanda del Norte.

Gráfico 12: Tasas de los bonos soberanos a 10 años en Europa



Fuente: Bloomberg.

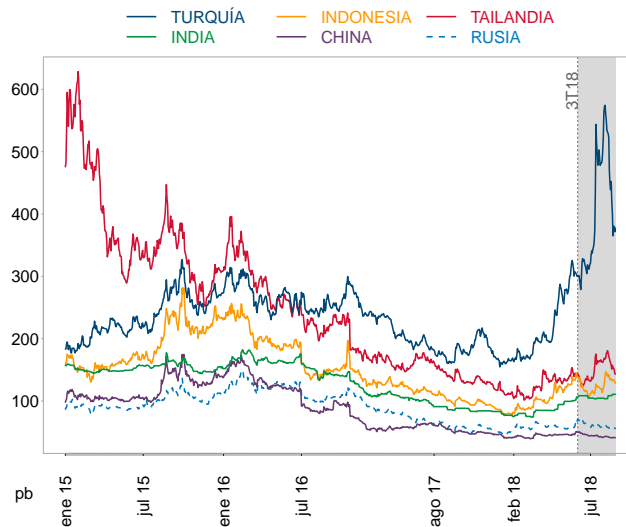
los cuales existen dudas sobre su capacidad de generar retornos en el largo plazo; iii) la reelección de Erdogan como presidente de Turquía y su amenaza sobre la independencia del Banco Central¹²; y iv) las disputas con EE.UU. entorno al futuro de Andrew Brunson, un pastor estadounidense preso en Turquía desde 2016 por supuestamente apoyar el golpe de estado y hacer parte de un grupo terrorista¹³. Como consecuencia de la crisis, la lira turca se depreció aproximadamente 24% durante el trimestre y 34% año corrido, la economía sufrió una parada súbita de los flujos de capitales, y las perspectivas de crecimiento económico cayeron para los próximos años (Gráfico 13).

Frente a Latinoamérica, en la mayoría de los países

¹²La falta de independencia del Banco Central fue evidente al comienzo del trimestre cuando el Banco dejó inalterada su tasa de interés mientras que el mercado esperaba un aumento de 100 p.b. para hacerle frente a la inflación.

¹³A comienzos de octubre la justicia turca encontró culpable al pastor pero consideró que el tiempo que ha estado en prisión era suficiente por lo que fue liberado y enviado a EE.UU. Se espera que de ahora en adelante las relaciones entre ambos países mejoren y de esta manera las perspectivas de la economía turca.

Gráfico 13: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

se redujo la incertidumbre política observada desde finales de 2017. En México, al inicio del trimestre fue electo como presidente Andrés Manuel López Obrador en línea con las expectativas de los analistas, quien tomó medidas para aumentar la confianza de los mercados financieros, para lo cual se comprometió en los siguientes frentes: la disciplina fiscal, la autonomía del Banco Central de México en la gestión de la política monetaria, el apoyo al sistema de flotación libre del peso mexicano y al establecimiento de una reforma pensional que permitiese hacer sostenible el actual sistema. Así mismo durante el trimestre las negociaciones bilaterales entre México y Estados Unidos sobre el TCLAN alcanzaron un entendimiento sobre los principales temas de importancia para ambos países y llegaron a un consenso en todos los temas; Canadá se unió al pacto trilateral a finales del trimestre.

En Perú continúa la incertidumbre política producto de la renuncia del expresidente Kuczynski y las primeras reformas del nuevo presidente Martin Vizcarra, aunque en menor medida que el trimestre anterior. Durante el trimestre Vizcarra amenazó con disolver el congreso si el mismo no daba gestión a las reformas constitucionales anticorrupción planteadas por el gobierno,

mediante un mecanismo llamado Cuestión de Confianza; de este modo a finales de trimestre el congreso peruano aprobó la modificación de la Constitución para reemplazar el Consejo Nacional de la Magistratura, por la Junta Nacional de Justicia, cuyos integrantes serían elegidos en un concurso público en el que prevalecerían los méritos, como respuesta a la crisis del sistema judicial peruano en materia de corrupción.

Así mismo, en Brasil la incertidumbre continúa en torno a las elecciones presidenciales de octubre de este año. A inicios del trimestre se presentó incertidumbre sobre el futuro político del expresidente Lula da Silva, favorito en las encuestas pero enviado a prisión por corrupción, no obstante la Corte Electoral impidió que Lula disputara la elección, por lo que su partido designó a Fernando Haddad como candidato presidencial. Así mismo durante el periodo el candidato de extrema derecha Jair Bolsonaro recibió un atentado lo que aumentó la incertidumbre electoral en el país. El apoyo a Bolsonaro aumentó después de estos hechos y en las últimas encuestas del trimestre se posicionó como el candidato favorito en la primera vuelta, las encuestas además señalaban empate técnico en la segunda vuelta entre Bolsonaro y Haddad. De acuerdo con los analistas, las elecciones de 2018 han causado alta volatilidad porque del gobierno que sea elegido depende la ejecución de reformas consideradas cruciales para la estabilidad macroeconómica del país

En Chile la incertidumbre se presentó principalmente ante la posibilidad de que los empleados de La Escondida, mina responsable del 21% de la producción de cobre chileno, se levantaran en huelga como lo hicieron en 2017, no obstante se logró llegar a un acuerdo antes del comienzo de la huelga.

Por otro lado, se destaca que *Moody's* redujo la calificación de la deuda soberana de Chile desde Aa3 a A1 en línea con las rebajas que habían hecho en 2017 *Fitch Ratings* y *Standard & Poors* al país austral. Esta rebaja de calificación se presentó de acuerdo a la calificadora, debido a que la posición fiscal de Chile se deterioró persistentemente en los últimos años y que la robusta posición actual, en comparación con los países

de igual clasificación, no es suficiente para compensar los aspectos débiles de la posición crediticia de Chile. (Gráfico 14)

Gráfico 14: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Comportamiento del precio de los Commodities

Durante el 3T18, al igual que se había observado desde 2017, los precios del petróleo continuaron con su tendencia alcista y alcanzaron máximos que no se presentaban desde noviembre de 2014 (en el caso del Brent entre el 29 de junio y el 28 de septiembre de 2018 los precios aumentaron en 4,13%¹⁴). En el trimestre, el precio del petróleo disminuyó hasta mediados de agosto debido a las preocupaciones sobre el impacto de la guerra de aranceles entre EE.UU. y China en el mercado del petróleo, en donde China planteó la opción de responder a las ofensivas de EE.UU. con aranceles a la importación del petróleo (China es el destino de cerca del 20% de las exportaciones de crudo de EE.UU.), así como a incrementos marginales en los niveles de producción de crudo. No obstante durante la segunda parte del trimestre el precio del petróleo aumentó, y corrigió las pérdidas de inicios del trimestre ante i) una menor producción de crudo por parte de Venezue-

¹⁴ El Brent pasó de USD 79,4 por barril a USD 82,7 por barril.

la, ii) las sanciones impuestas por EE.UU a Irán (lo cual ha reforzado las expectativas de una menor oferta), y iii) la negativa de la OPEP¹⁵ de no aumentar sus objetivos de producción de forma inmediata, a pesar de las presiones de EE. UU.

Por otra parte, los precios de los metales industriales continuaron disminuyendo. El comportamiento de los metales estuvo influenciado por las preocupaciones sobre las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, que podrían afectar el crecimiento de China (el mayor consumidor de metales), así como por datos sobre la economía China que indican una posible desaceleración de la economía explicada por las tensiones y el deterioro de otros factores macro.

Por su parte los metales preciosos continuaron presentando desvalorizaciones en el trimestre ante las disminuciones en los indicadores de riesgo, y el fortalecimiento del dólar a nivel mundial.

Finalmente los productos agrícolas continúan con su tendencia bajista, lo cual se explicó por las tensiones comerciales entre China y EE.UU, el avance de la cosecha de algunos productos agrícolas como el maíz y la soja, en EE.UU, y las estimaciones sobre una alta producción de cereales y oleaginosas en el periodo (*Cuadro 3*).

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

	31 Jun 2018	30 Sep 2018	Variación
Hierro	64.8	68.7	6.1 %
Carbón	96.0	100.2	4.3 %
Pétroleo BRENT	79.4	82.7	4.1 %
Ganado	107.4	110.8	3.1 %
Pétroleo WTI	74.2	73.3	-1.2 %
Aceite de palma	930.0	917.5	-1.3 %
Soya	858.5	845.5	-1.5 %
Trigo	4.9	4.7	-3.5 %
Oro	1252.6	1190.9	-4.9 %
Cobre	6646	6180	-7.0 %
Café Arabigo	139.0	129.0	-7.2 %
Aluminio	2183	2012	-7.9 %
Maíz	3.2	3.0	-8.0 %
Café	1.12	1	-8.1 %
Plata	16.1	14.7	-8.8 %
Azúcar	12.5	11.4	-8.8 %
Algodón	85.4	76.9	-10.0 %
Arroz	11.6	9.8	-15.8 %
Niquel	14910	12480	-16.3 %
Cacao	2476.8	2046.5	-17.4 %
CRB INDEX	200,4	195,2	-2,6 %

Fuente: Bloomberg.

4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 3T18, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica parcialmente positiva ante incrementos en la confianza de industriales pero disminuciones en la confianza de consumidores y comerciantes, aumentos en las proyecciones de crecimiento para 2018, disminuciones en las expectativas de inflación para 2018 y 2019, y reducciones de los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES.

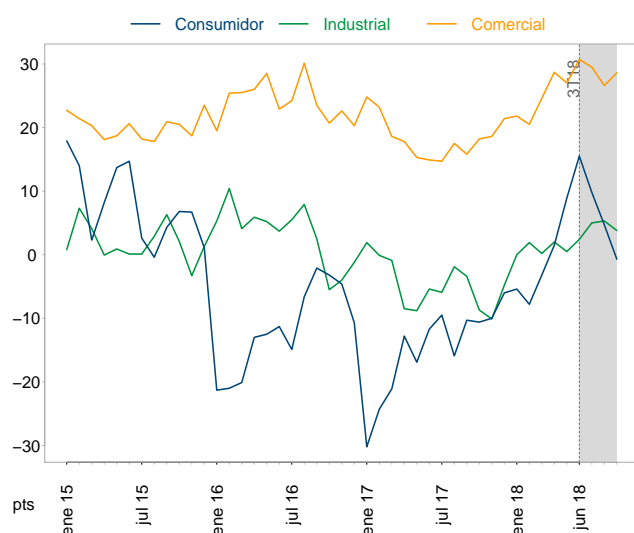
En el *Gráfico 15* se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo¹⁶. Se observa que entre el 2T18 y el 3T18 el índice de confianza industrial aumentó en promedio al pasar de 1,6 % a 4,7 %, mientras que los índi-

¹⁶Los 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.

¹⁵Organización de Países Exportadores de Petróleo

ces de confianza del consumidor y comercial disminuyeron al pasar desde un promedio de 8,6% y 28,8% a 4,6% y 28,2%, respectivamente. En el caso de la confianza del consumidor esta disminución estuvo explicada principalmente por un deterioro en el índice de expectativas de los consumidores, particularmente frente a las expectativas económicas durante los próximos doce meses. Por su parte, la confianza comercial disminuyó ante unas menores expectativas de situación económica para el próximo semestre, mientras que la confianza industrial aumentó principalmente debido a un volumen superior de pedidos.

Gráfico 15: Índices de Confianza

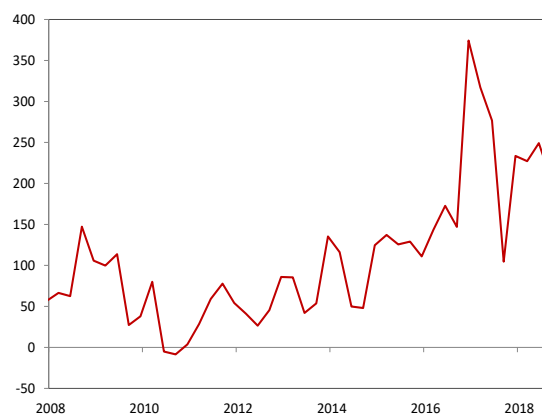


Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial e industrial a mayo.

Durante el trimestre se conoció que el crecimiento en la producción industrial presentó resultados inferiores a las expectativas del mercado para los meses de mayo (obs: 2,9%; esp: 4,9%) y junio (obs: 1,3%; esp: 1,9%), mientras que en julio resultó superior a estas proyecciones (obs: 3,5%; esp: 2,9%). Por el contrario, el crecimiento en las ventas al por menor resultó superior a las proyecciones en mayo (obs: 5,9%; esp: 5,0%) y junio (obs: 6,3%; esp: 4,7%), e inferior a lo previsto por el mercado en julio (obs: 3,2%; esp: 5,5%). Por último se conoció que el Indicador de

Seguimiento de la Economía¹⁷ presentó incrementos anuales de 2,4% en mayo (esp: 2,8%), 2,9% en junio (esp: 2,7%) y 1,9% en julio (esp: 3,0%). Por su parte, el índice de incertidumbre en política económica para Colombia presentó una disminución frente a los niveles del 2T18 al pasar de 249 a 206, manteniéndose en niveles elevados como consecuencia de la incertidumbre frente al futuro del acuerdo de paz, los retos fiscales del nuevo gobierno, la turbulencia que sufrieron algunas economías emergentes, así como las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales (Gráfico 16)¹⁸.

Gráfico 16: Incertidumbre en Política Económica para Colombia



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

Cálculos: DODM.

En la Encuesta de Opinión Financiera¹⁹ se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2018 aumentaron desde 2,50% en junio a 2,69% en septiembre (Gráfico 17). Respecto a la inflación, las expectativas para 2018 disminuyeron al pasar de 3,34% en junio a 3,20% en septiembre.

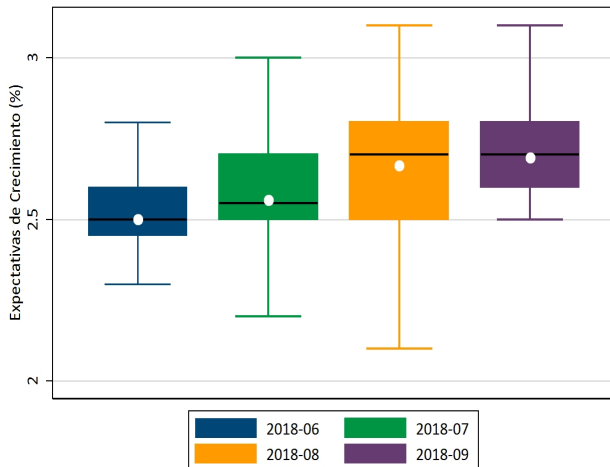
¹⁷El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

¹⁸Con base en los textos digitalizados de las revistas Semana y Dinero, y los periódicos El Espectador y El Tiempo, el BR construyó un indicador de incertidumbre en política económica a partir de la metodología propuesta por Baker, Bloom y Davis (2016)

¹⁹Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

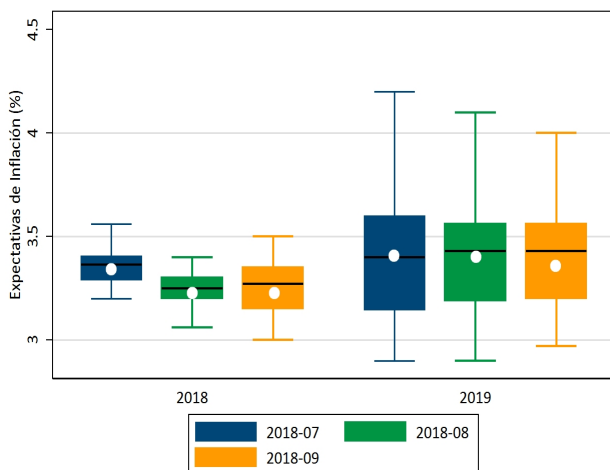
Así mismo, las expectativas para 2019 disminuyeron desde 3,43 % en junio a 3,36 % en septiembre (Gráfico 18)

Gráfico 17: Expectativas de Crecimiento para 2018 (EOF)



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

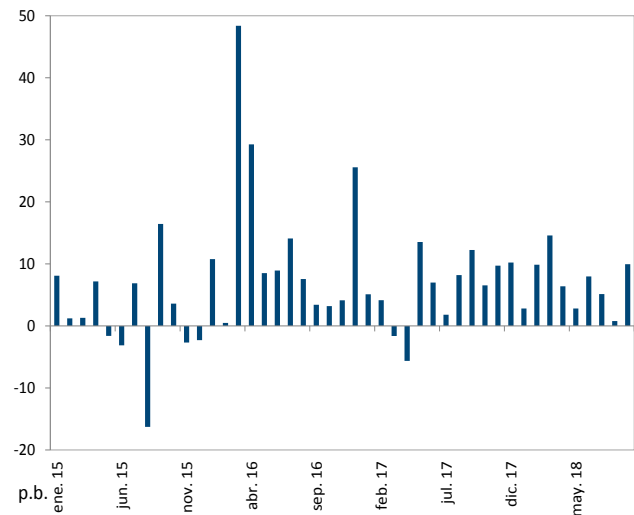
Gráfico 18: Expectativas de Inflación (EOF)



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

En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024²⁰ los agentes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre (Gráfico 19). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones durante el trimestre²¹ (Gráfico 20).

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

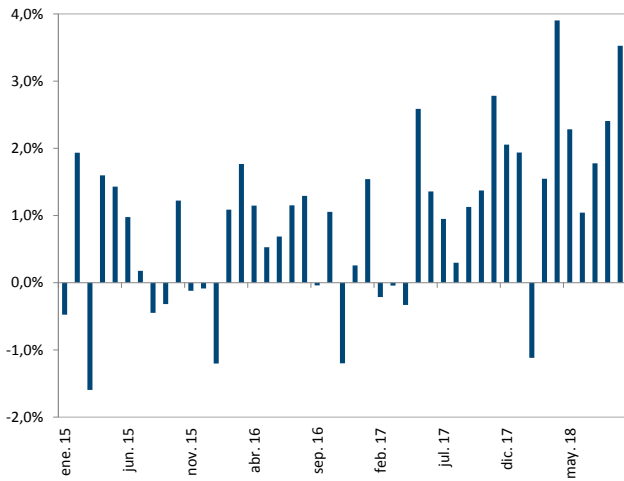
Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje que esperaba que esta medida permaneciera igual aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que se incrementara o se redujera disminuyó²² (Gráfico 21).

²⁰El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

²¹En las encuestas de julio, agosto y septiembre, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 1,78 %, 2,41 % y 3,53 %, respectivamente.

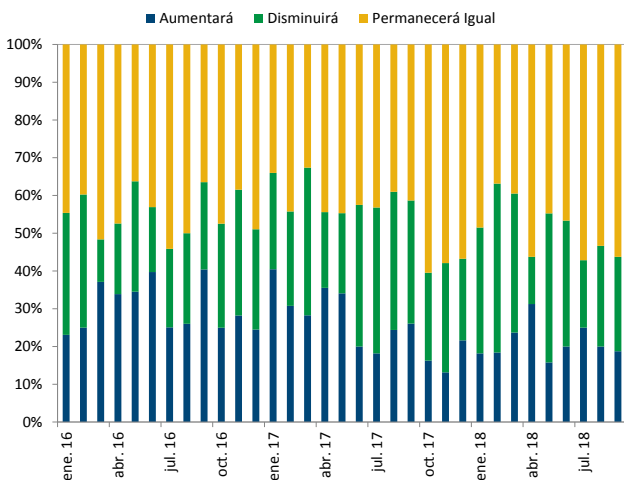
²²Entre junio y septiembre, el porcentaje de agentes que consideró que la duración permanecería igual pasó de 46,7 % a 56,3 %, mientras que el porcentaje que consideró que esta medida aumentaría o disminuiría pasó de 20,0 % a 18,7 % y de 33,3 % a 25,0 %, respectivamente.

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



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

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



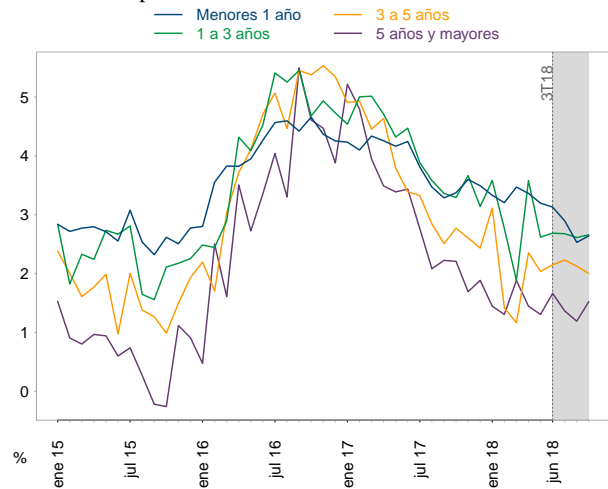
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para todos los plazos²³. Así mismo, al realizar las compara-

²³En particular, para plazos inferiores a 1 año: -68 p.b, entre 1 y 3 años: -10 p.b, entre 3 y 5 años: -31 p.b. y 5 años o más: -57 p.b.

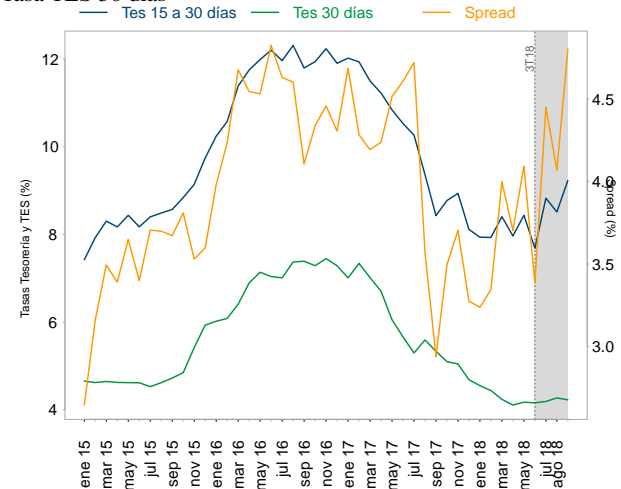
ciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 3T18, frente al promedio del 2T18, se observó una reducción para todos los plazos (Gráfico 22 y Gráfico 23)²⁴.

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 23: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

²⁴En particular, para plazos inferiores a 1 año: -60 p.b, entre 1 y 3 años: -34 p.b, entre 3 y 5 años: -12 p.b. y 5 años o más: -17 p.b.

5 Mercado Cambiario

5.1 Mercado Cambiario Global

Durante el 3T18, al igual que se observó en el trimestre anterior, el dólar se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y frente a las monedas de países emergentes. El comportamiento del dólar estuvo influenciado principalmente por: i) un incremento de las brechas de crecimiento de EE. UU. frente a otros países desarrollados y ii) mayores expectativas de contracción monetaria en EE.UU frente a la Eurozona, Reino Unido y Japón (Cuadro 4 y Gráfico 24).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso argentino (42,8%), la lira turca (31,9%), la rupia india (5,9%), y la corona islandesa (4,9%), mientras que las que más se apreciaron fueron el peso mexicano (6,0%), el baht tailandés (2,4%) y el dólar canadiense (1,7%).

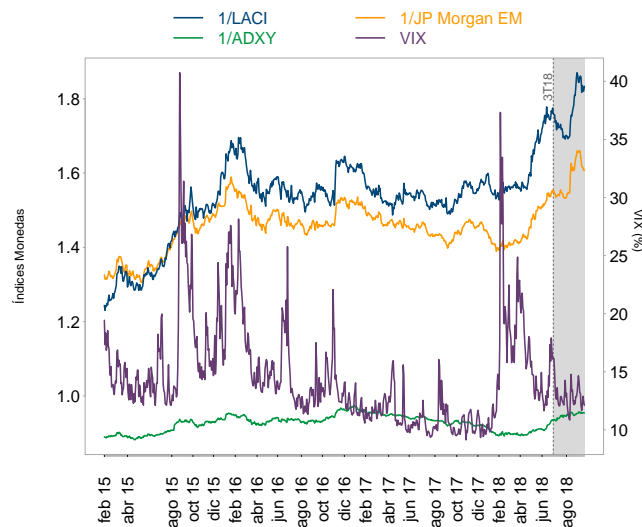
Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2018	3T 2018	País	2018	3T 2018
Monedas Principales			Asia		
Zona Euro	3.5%	0.7%	Korea del Sur	3.61%	-0.5%
Gran Bretaña	3.7%	1.4%	India	13.5%	5.9%
Australia	8.1%	2.5%	Hong Kong	0.18%	-0.24%
Nueva Zelanda	7.2%	2.3%	China	5.6%	3.7%
Canadá	2.7%	-1.7%	Malasia	2.3%	2.47%
Dinamarca	3.5%	0.8%	Tailandia	-0.7%	-2.4%
Suiza	-0.8%	0.9%	Indonesia	9.8%	4.0%
Japón	0.9%	2.7%	índice 1/ADXY	4.8%	2.2%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-0.4%	1.4%	Islandia	7.1%	4.94%
Brasil	22.3%	4.5%	Rusia	13.8%	4.5%
México	-4.8%	-6.0%	Polonia	5.9%	-1.4%
Argentina	121.8%	42.8%	Turquía	59.4%	31.9%
Perú	2.1%	0.8%	Israel	4.7%	-0.4%
Chile	6.7%	0.4%	Sur África	14.2%	3.03%
índice 1/LACI	15.1%	3.3%	USTW	3.01%	0.2%

Fuente: Bloomberg.

Al igual que la mayoría de monedas a nivel global, las monedas de America Latina, a excepción del peso mexicano, se debilitaron frente al dólar: el real brasileño (4,5%), el peso colombiano (1,4%), el sol peruano (0,8%) y el peso chileno (0,4%). Por su parte el peso mexicano se fortaleció en 6,0% (Gráfico 25). La dinámica de las monedas de la región, además de los factores que explicaron los movimientos del dólar en economías desarrolladas, estuvo influenciada por

Gráfico 24: VIX vs. Índices de Monedas



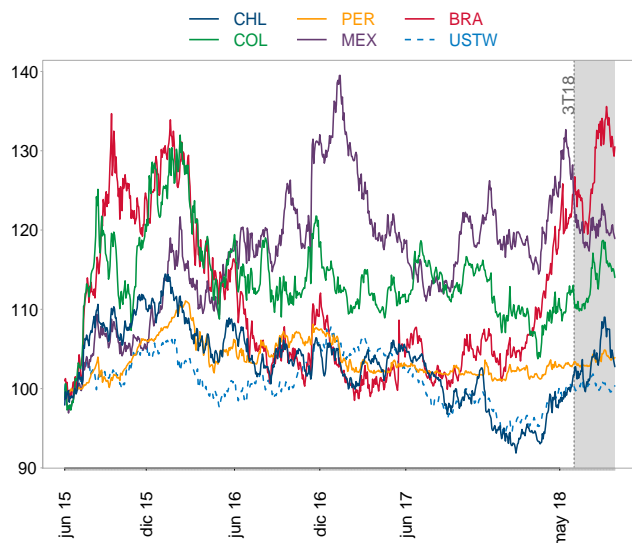
Fuente: Bloomberg.

el comportamiento observado en las economías emergentes a nivel mundial tras la turbulencia en los mercados de Turquía, Argentina y Sudáfrica; la incertidumbre política que se presentó en la mayoría de los países de la región, factores idiosincráticos internos, y la disminución en el precio de los *commodities* (con excepción del petróleo).

El peso argentino continuó presentando fuertes depreciaciones durante el trimestre como consecuencia de los desbalances macroeconómicos que el país ha acumulado por varios años y una menor credibilidad por parte de los inversionistas frente a la capacidad de las autoridades para implementar las reformas requeridas. Lo anterior se vio agravado ante la solicitud por parte del presidente, Mauricio Macri, al Fondo Monetario Internacional (FMI) de acelerar los desembolsos de la línea por USD 50,000 millones aprobada en mayo. En las últimas semanas del trimestre, el peso argentino se estabilizó ante los nuevos acuerdos con el FMI y la percepción favorable sobre el presupuesto presentado al congreso.

El real brasileño ha seguido depreciándose como con-

Gráfico 25: Tasas de Cambio LATAM



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

secuencia de la incertidumbre frente a las elecciones presidenciales de octubre de este año. No obstante en las últimas semanas del trimestre el real revirtió su comportamiento ante expectativas de que un candidato pro-mercado sea elegido presidente este año.

Por su parte, el peso chileno y el sol peruano se han afectado por la caída de los precios del cobre. Adicionalmente, la devaluación del peso chileno pudo reforzarse ante el recorte de la calificación crediticia del país por parte de *Moody's*.

Finalmente, el peso mexicano ha presentado apreciaciones durante el trimestre como correcciones parciales de las desvalorizaciones presentadas durante el segundo trimestre del año. Este comportamiento se debe a: i) una menor incertidumbre política después de las elecciones presidenciales; ii) un lenguaje conciliador y pragmático por parte del recién presidente electo; iii) el acuerdo al que llegaron las autoridades mexicanas y estadounidenses frente a la renegociación del TLCAN; y iv) una tasa real de política monetaria relativamente alta en comparación con países similares de la región.

En materia de intervención cambiaria se destaca que el Banco Central de Brasil (BCB) renovó la totalidad de los *swaps* cambiarios tradicionales²⁵ con vencimientos entre julio y septiembre, adicionalmente realizó subastas adicionales de *swaps* cambiarios tradicionales en agosto por 1500 millones de USD. El BCB anunció que renovaría la totalidad de *swaps* cambiarios con vencimiento en octubre. Por su parte, el Banco Central de Perú permitió que se vencieran los CDR (certificado de depósito reajutable) y realizó subastas de *swaps* cambiarios de venta durante agosto y septiembre. Por otra parte el Banco Central de México renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta NDF con vencimientos entre julio y septiembre y realizó operaciones con Pemex y el Gobierno Federal (compras netas de 160 millones de USD con Pemex y ventas netas de 850 millones de USD con el Gobierno Federal).

En el *Cuadro 5* se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado, y en el *Cuadro 6* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado²⁶. Por su parte, en el *Cuadro 7* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

Con respecto al promedio registrado en el 2T18, en el 3T18 la volatilidad condicional promedio aumentó para el real brasileño, el peso chileno y el peso mexicano, disminuyó para el peso colombiano y se mantuvo relativamente estable para el sol peruano. El real brasileño presentó, en promedio, la mayor volatilidad seguida

²⁵Los *swaps* cambiarios tradicionales corresponden a instrumentos en el cual el Banco Central se compromete a pagar la variación de tasa de cambio y recibe a cambio la variación de la tasa de interés interbancaria, lo cual aumenta la posición corta en dólares del Banco.

²⁶En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios, en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y Pemex y a renovaciones de contratos de venta *forward*

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Jul.	0	0	0	0	0
Ago.	0	0	0	0	0
Sep.	0	0	0	0	0
3T18	0	0	0	0	0

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Jul.	0	661	0	0	-863
Ago.	0	-241	0	-1500	-467
Sep.	0	-180	0	-0	640
3T18	0	239	0	-1500	-690

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

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
2017	0	5692	0	2765	-11.494
1T18	0	-319	0	-3	589
2T18	0	98	0	-42.617	-177
3T18	0	239	0	-1500	-690

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

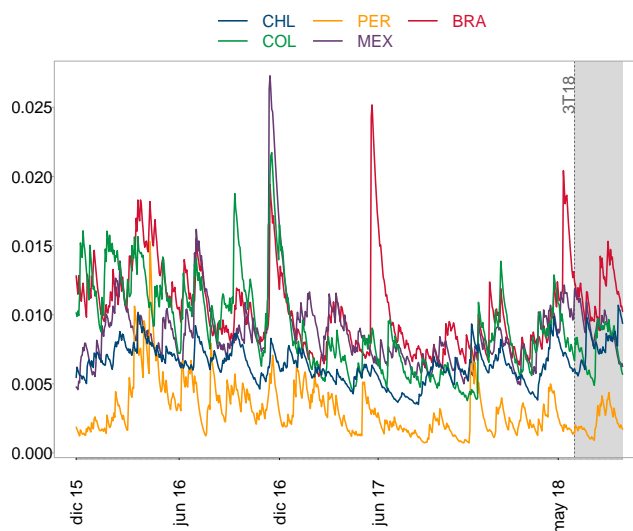
por el peso mexicano, el peso chileno, el peso colombiano y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 26).

5.2 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 29 de junio y el 28 de septiembre de 2018 el peso se depreció 1,41 %²⁷. En el trimestre el compor-

²⁷La variación en julio fue de -1,5%, en agosto de 5,8% y en septiembre -2,7%. Cálculos realizados con la tasa promedio de

Gráfico 26: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM



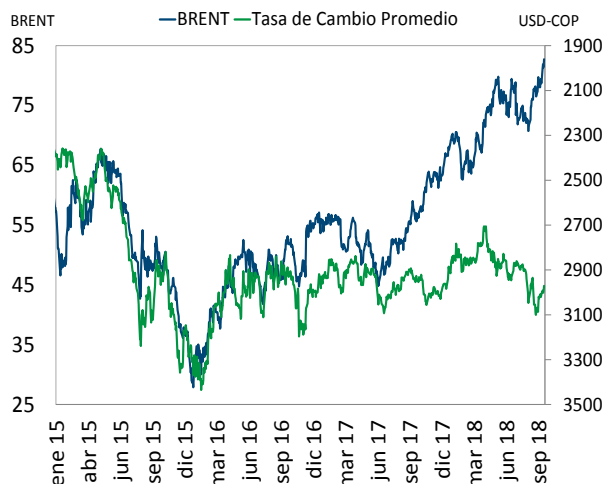
Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

tamiento del peso estuvo influenciado por la evolución del precio del petróleo y por los factores internacionales que afectaron el comportamiento de las monedas de los países emergentes (Gráfico 27). A nivel local pudieron afectar el comportamiento del peso la demanda neta de divisas en el mercado cambiario por parte de los agentes extranjeros en agosto, y la oferta neta en septiembre por parte de estos mismos agentes. (Gráfico 28).

La Posición Propia de los Intermediarios del Mercado Cambiario se redujo en USD165 millones entre el 29 de junio y el 21 de septiembre, como resultado de una reducción de la Posición Propia de Contado (PPC)²⁸ de USD704 millones, un aumento en los derechos netos a futuro y en opciones de USD487 millones y un aumento en los demás derechos netos de USD52 SETFX.

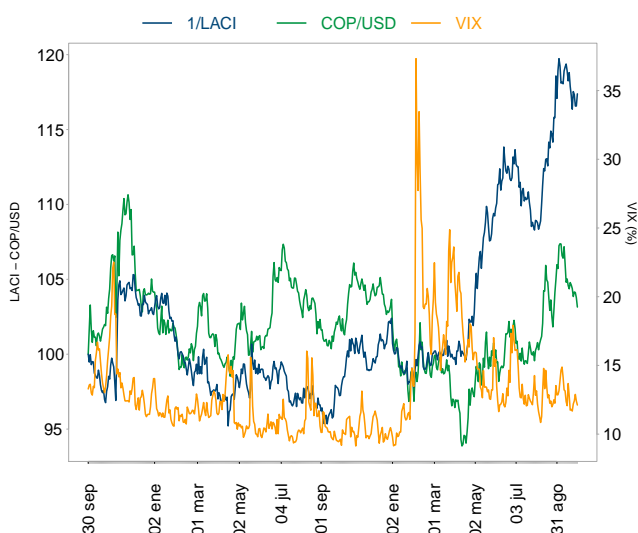
²⁸La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

Gráfico 27: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX. La tasa de cambio esta en el eje derecho invertido.

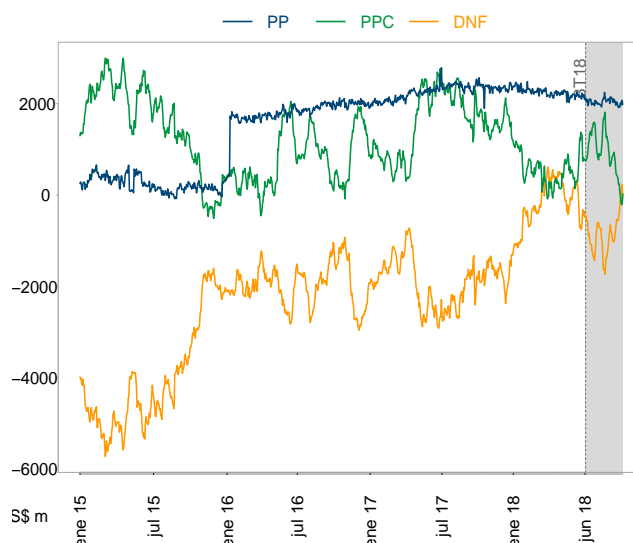
Gráfico 28: COP/USD - LACI - VIX



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

millones. Cabe señalar que los principales oferentes de operaciones forward peso-dólar en el 3T18 fueron los fondos de pensiones y los agentes del sector real (Gráfico 29).

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



Fuente: Banco de la República.

En el mercado *forward* peso-dólar²⁹, el monto promedio diario negociado en el tercer trimestre se ubicó en USD1942 millones, promedio superior a los observados en los anteriores trimestres del 2018 y alcanzando el máximo promedio trimestral observado hasta ahora³⁰. Se destaca que el máximo promedio mensual se presentó en agosto y fue de \$2155 millones.

De forma similar, en el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación³¹ en el 3T18 de USD1418 millones, es superior a los observados en el primer y segundo trimestre de 2018 y a los promedios de 2017 y 2016, y el máximo promedio mensual fue en agosto y alcanzó los USD1539 millones³².

²⁹Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar.

³⁰Promedios diarios: 1T17: USD1375 millones, 2T17: USD1463 millones, 3T17: USD1716 millones, 4T17: USD1726 millones, 1T18: USD1809 millones y 2T18: USD1888 millones. Fuente: Banco de la República.

³¹Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros

³²Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

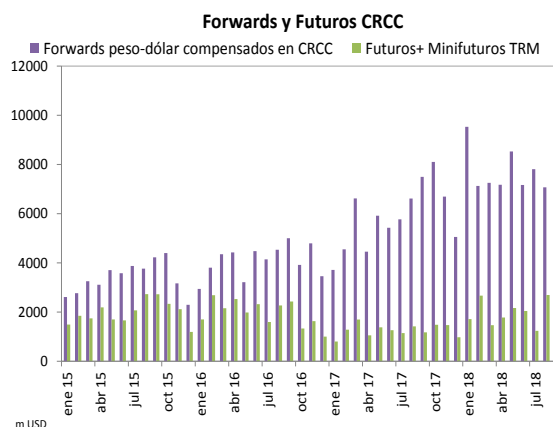
Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD22,9 miles de millones en el 2T18 a USD21,4 miles de millones en el 3T18³³ (Gráfico 30), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 28 de septiembre ascendió a USD5,87 miles de millones.

Durante el 3T18 se negociaron un total de 174.556 futuros de TRM³⁴, volumen superior al negociado durante el 2T18 (116.225 contratos), por un monto total de USD8.728 millones. Al 28 de septiembre de 2018 la posición abierta era de 11.374 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre. Respecto a los mini futuros de TRM³⁵, se negociaron un total de 37.400 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (34.870 contratos) por un total de USD187 millones (Gráfico 30). La posición abierta de mini futuros al 28 de septiembre ascendió a 1632 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre. Durante el trimestre se negoció 1 contrato de opciones de TRM por un monto de USD50.000.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁶, en el 3T18 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD265 millones, lo que se explica por salidas netas por USD343 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD609 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD242 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD2553 millones y de reintegros netos de capital oficial por USD1237 millones y de otras operaciones especiales por USD1073 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa ne-

Gráfico 30: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

ta³⁷ por USD2.450 millones (USD799 millones en julio, USD915 millones en agosto y USD736 millones en septiembre), por inversión extranjera de portafolio neta³⁸ por USD47 millones (egresos en julio por USD308 millones, ingresos en agosto por USD321 millones e ingresos en septiembre por USD34 millones), y por préstamo neto por USD1087 millones. De otra parte, se presentaron salidas netas de divisas por el rubro de operaciones especiales del sector privado³⁹ por USD6137 millones.

Frente a los flujos presentados en el 2T18, se destaca en la cuenta de capital privado un aumento: en los ingresos por inversión extranjera directa neta (de USD2.234 millones a USD2.450 millones), en los in-

³³Estos datos corresponden a las negociaciones de todo el trimestre.

³⁴Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁵Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

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

³⁷Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

³⁸Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

³⁹Registra 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.

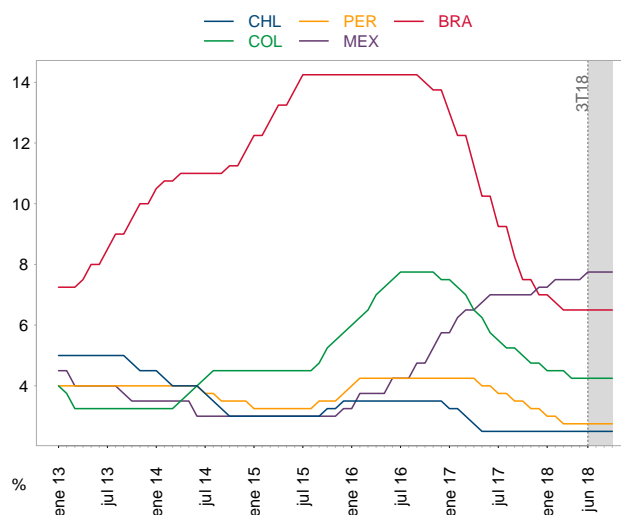
gresos por inversión de portafolio neta (de salidas por USD-262 millones a ingresos por USD47 millones), y en las salidas por operaciones especiales (de USD5825 millones a USD6137 millones). De otra parte, se presentó una disminución en los ingresos por préstamo neto (de USD1661 millones a USD1087 millones).

6 Mercado Monetario y Renta Fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 3T18, todas las economías de la región mantuvieron estables sus tasas de interés de referencia en un contexto de amplia incertidumbre económica externa (*Gráfico 31 y Cuadro 8*). En el caso de Brasil, la tasa Selic se ha mantenido estable en un contexto en el cual la inflación continua en niveles bajos y el crecimiento económico ha presentado resultados débiles. En Chile, las tasas se mantuvieron constantes y en línea con las expectativas del mercado. No obstante, el Banco Central de Chile señaló que los riesgos inflacionarios provenientes de una mayor tasa de cambio se habían incrementado. En México, los comunicados han señalado que la estabilidad de tasas ha sido resultado del comportamiento reciente de la economía y los recientes choques y las negociaciones comerciales con EE.UU. las cuales han afectaron la tasa de cambio. Por su parte, el Banco Central de la Reserva del Perú señaló que espera que la inflación llegue al 2% en el corto plazo. Finalmente, a nivel local, los comunicados de la JDBR han señalado que los indicadores de actividad económica sugieren que la economía habría continuado con un crecimiento bajo en el tercer trimestre y que aumentaría en el 2019. En el frente inflacionario, la JDBR ha señalado que las expectativas de inflación registraron leves cambios y se mantienen por encima del 3%. En este escenario, y al analizar el balance de riesgos, la JDBR consideró apropiado mantener la tasa de interés de política constante durante el trimestre.

Gráfico 31: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

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

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

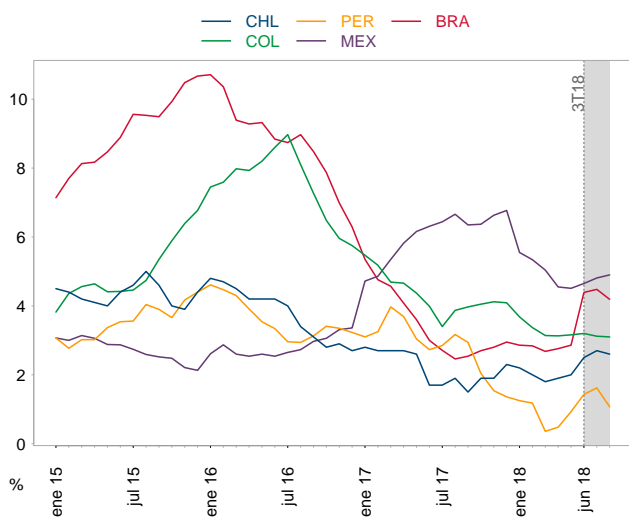
Fuente: Bloomberg.

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

** Nivel al cierre de marzo de 2018.

En Colombia la inflación cerró el trimestre en niveles similares a los observados en junio, aunque durante julio y agosto se habían observado cifras cercanas a 3,10%. Por su parte, la inflación en Chile aumentó 60 p.b. en el periodo analizado, cerrando el 3T18 en 3,10%. En México, la inflación aumentó 37 p.b. y cerró el 3T18 en 5,02%. En Perú, la inflación se desaceleró durante el trimestre y terminó en 1,28%. Por su parte, el indicador en Brasil se observó una aceleración y finalizó en 4,53% (*Cuadro 9*).

Gráfico 32: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Jun 2018	Anual Sep 2018	Rango meta 2018*
COL	3,20%	3,23%	2,0% - 4,0%
BRA	4,39%	4,53%	3,0% - 6,0%
CHL	2,50%	3,10%	2,0% - 4,0%
MEX	4,65%	5,02%	2,0% - 4,0%
PER	1,43%	1,28%	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

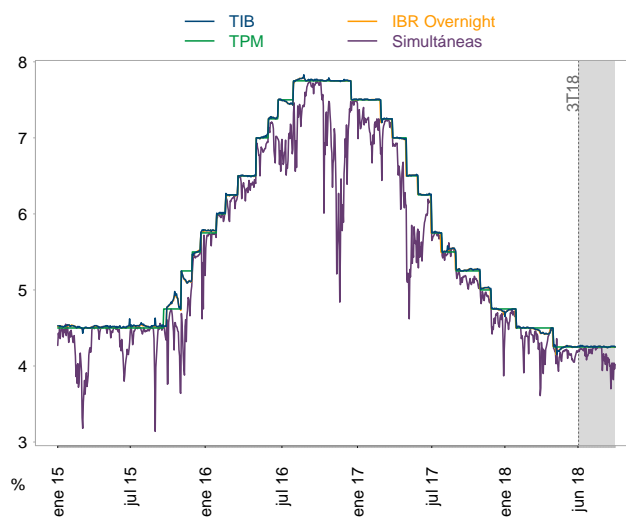
* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 3T18 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) se mantuvieron relativamente estables y en línea con la tasa repo. Durante el trimestre no se observaron desviaciones significativas entre la tasa de política y el IBR overnight y la TIB. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia desde mediados del trimestre (Gráfico 33).

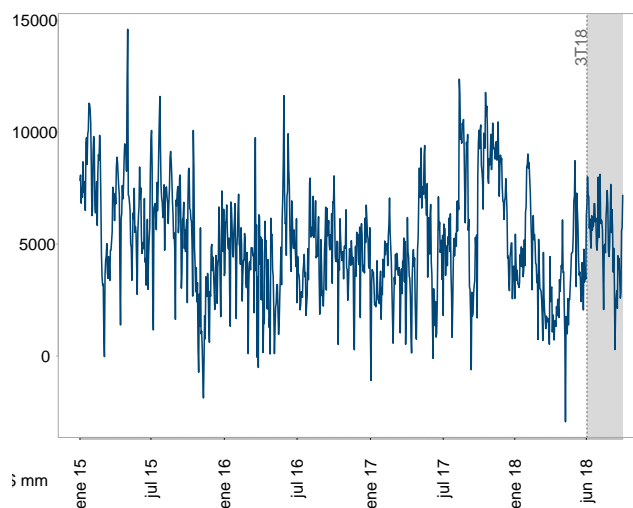
Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el trimestre (Gráfico 34).

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



Fuente: Banco de la República.

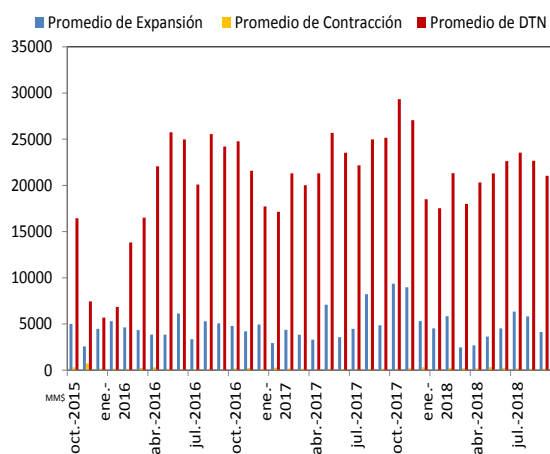
Gráfico 34: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, respecto al promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$21.371 mm en promedio durante el 2T18 a \$22.419 mm al en el 3T18 (Gráfico 35).

Gráfico 35: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2018



Fuente: Banco de la República.

6.3 Mercado de Deuda Pública

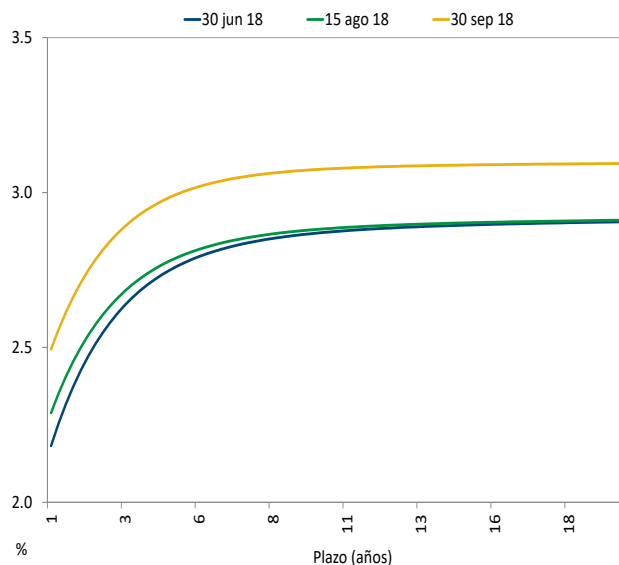
6.3.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región

Durante el 3T18, la curva de EE.UU presentó desvalorizaciones que se explicaron principalmente por la publicación de datos macroeconómicos favorables⁴⁰ que soportan una senda contractiva de política monetaria por parte de la Fed y por un mayor apetito por riesgo a nivel internacional desde principios de septiembre (Gráfico 36).

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de junio con las del cierre de septiembre del 2018, se observaron desvalorizaciones generalizadas, salvo el tramo corto de Perú, explicadas tanto por factores externos como idiosincráticos(Gráfico 37).

⁴⁰El dato de crecimiento para el 2T18 se ubicó en 4,2% (ant: 2%; esp: 4%). El dato de desempleo en agosto continuó en 3,9%, un nivel históricamente bajo.

Gráfico 36: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Las desvalorizaciones de los títulos de deuda pública de Brasil estuvieron relacionadas con la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales de octubre del 2018, la cual en un principio estuvo soportada por la ausencia de claridad sobre el futuro político del ex-presidente Lula da Silva, favorito en las encuestas pero enviado a prisión por corrupción, a lo que se sumó el atentado al candidato de extrema derecha Jair Bolsonaro y la posterior designación de Fernando Haddad como sucesor del Lula. En términos generales, el proceso electoral ha causado alta volatilidad en los mercados financieros de Brasil en lo corrido del año porque del gobierno que sea elegido depende la ejecución de reformas consideradas cruciales para la estabilidad macroeconómica de ese país.

En México, las desvalorizaciones estuvieron explicadas principalmente por: i) la publicación del dato de crecimiento económico para 2T18 que se ubicó por debajo de las expectativas del mercado y mostró una desaceleración del producto⁴¹; ii) un aumento de la in-

⁴¹El dato de crecimiento del PIB para 2T18 se ubicó en 2,6%, por

flación por encima de las estimaciones del mercado que elevó las expectativas de inflación para el cierre del año⁴²; y iii) la incertidumbre que generaron las declaraciones del presidente electo sobre la realización de un referendo para decidir la cancelación de la construcción del nuevo aeropuerto de Ciudad de México, un proyecto de infraestructura de USD\$13 mil millones y considerado como el más importante del país.

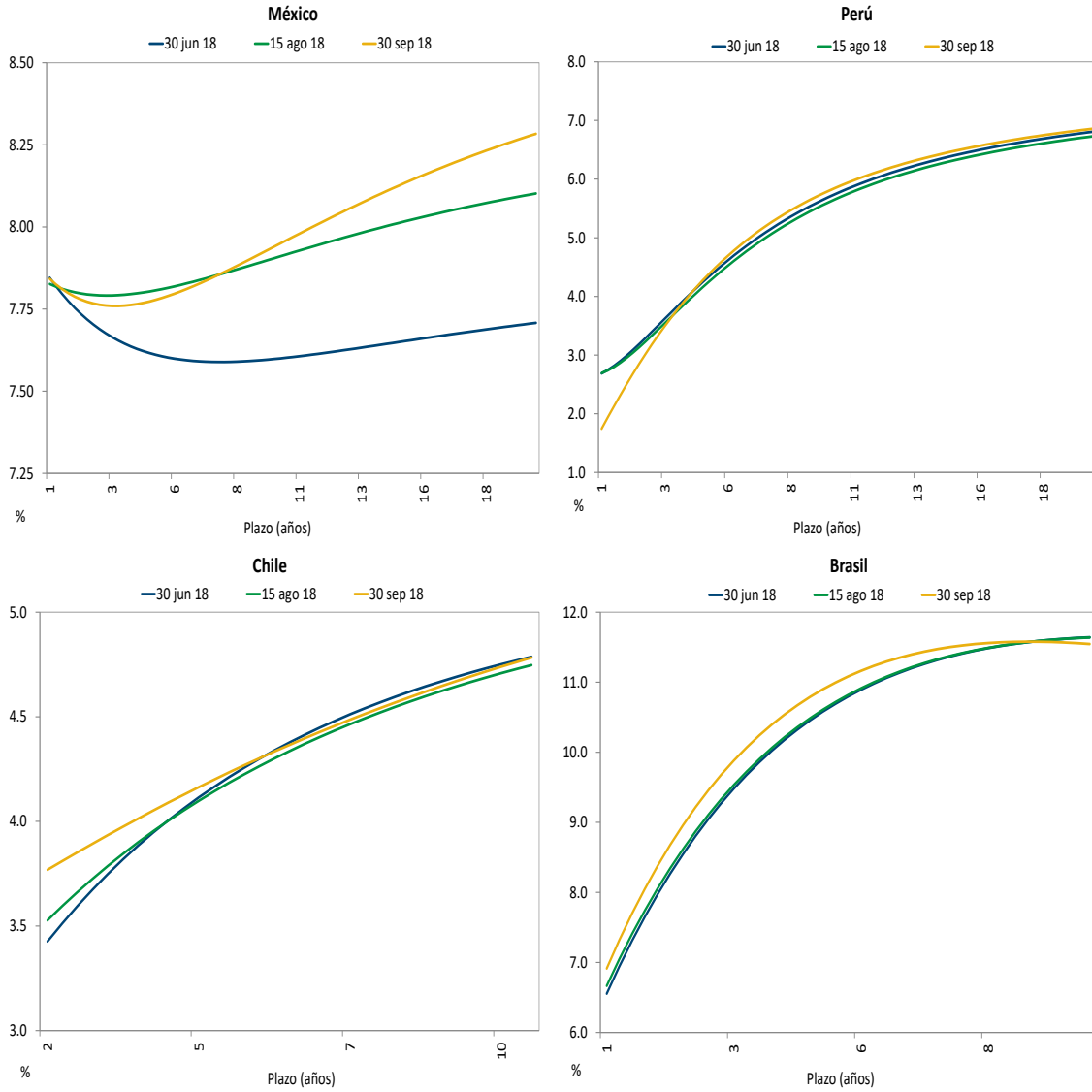
En el caso de Chile, las desvalorizaciones de los tramos corto y medio de la estructura a término se explicaron por: i) las expectativas de un aumento de la tasa de intervención, especialmente después de la publicación del último informe de política monetaria donde se revisaron al alza las proyecciones de crecimiento e inflación; ii) el recorte de la calificación crediticia del país por parte de *Moody's* de *Aa3* a *A1* con perspectiva *estable*; y iii) la incertidumbre frente a una posible huelga de los empleados de la mina *La Escondida*, responsable del 21 % de la producción de cobre en ese país, tal como sucedió en el 2017.

Por su parte, la curva de Perú presentó valorizaciones en la parte corta en línea con la publicación del dato de inflación de agosto (1,07 %), el cual se ubicó por debajo del dato previo (1,62 %) y muy cerca del límite inferior del rango meta del Banco Central (1 %).

debajo del 2,7 % de 1T18 y de las expectativas del mercado que se ubicaban en 2,8 %.

⁴²La inflación de julio se ubicó en 4,81 % (esp: 4,81 %; ant: 4,65 %), en agosto aumentó a 4,90 % (esp: 4,85 %) y en septiembre a 5,02 % (esp:5,00 %). Entre julio y septiembre, la inflación esperada a final de año pasó de 4,06 % a 4,41 %.

Gráfico 37: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 29 de junio y el 28 de septiembre de 2018 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$282 billones a \$295,7 billones. En el 3T18 se emitieron \$12,4 billones⁴³ de TES de largo plazo de los \$39 billones aprobados para 2018. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2018 es de \$12 billones y al 28 de septiembre se expidieron \$9,7 billones.

Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 3T18 se destaca que la posesión del presidente Iván Duque quien pronunció un discurso optimista sobre el futuro de la economía, indicando que espera alcanzar un crecimiento económico igual o superior al 4% como resultado de un paquete de reformas económicas que planea ejecutar.

El 10 de agosto tuvo lugar la primera rueda de prensa del nuevo Ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, quien afirmó que: i) la Regla Fiscal es una ley que el Gobierno debe cumplir y no se pondrán a discusión los objetivos presupuestarios del Comité de la Regla Fiscal, ii) es necesario aumentar los ingresos fiscales con una base ampliada de contribuyentes de los impuestos de IVA y de Renta para cumplir con la regla fiscal, iii) el umbral para el pago del impuesto de renta es muy alto, iv) es necesario reducir impuestos excesivos a las empresas, v) el Gobierno está trabajando en una reforma fiscal pero aún no tiene una fecha establecida para pasar la propuesta al Congreso, vi) eliminará el impuesto de 4x1000 de manera gradual, y vii) la economía puede crecer en el 2018 entre 2,5% y 3%.

El 20 de septiembre el Ministerio de Hacienda radicó un documento ante el Congreso en el que se proponía disminuir el servicio de la deuda en \$14.5 billones y trasladar estos recursos a inversión en programas sociales (\$10 billones) y a gasto del funcionamiento (\$4 billones), manteniendo el presupuesto para 2019 en \$258,9 billones; no obstante, no se conocieron deta-

⁴³Valores nominales. \$8 billones de TES en pesos y \$4,4 billones de TES UVR.

lles de la forma como se reduciría el pago de la deuda, lo cual llevó a algunos operadores a especular sobre la posibilidad de un canje de deuda de corto por largo plazo, lo cual se reflejó en el empinamiento de la curva de rendimientos.

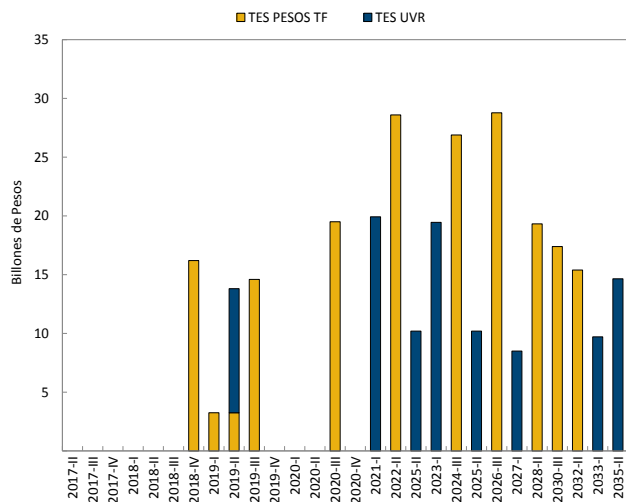
El 24 de septiembre, se conoció que las comisiones tercera y cuarta de Cámara y Senado aprobaron en primer debate el proyecto del Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2019 por un monto de \$258,9 billones, el cual pasará a un segundo debate en el que se revisarán 23 artículos sobre los cuales hay proposiciones por parte de varios partidos políticos. El ministro de Hacienda propuso la posibilidad de usar en el PGN un precio de referencia del petróleo por encima del actual US\$65 por barril y de posponer los vencimientos de deuda del siguiente año para direccionar los recursos a gastos de inversión y gastos corrientes

En el 3T18 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 28 de septiembre, en el 2018 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$21,4 billones correspondientes al 10,59% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pagos por \$0,97 billones, \$2,14 billones, \$2,69 billones, \$2,16 billones y \$1,34 billones en los TES en pesos que vencen el 11 de septiembre del 2019, el 24 de julio del 2020, el 24 de julio del 2024, el 26 de agosto del 2026 y el 18 de septiembre del 2030, respectivamente. Por último, se presentó el vencimiento de un TES de corto plazo el 11 de septiembre del 2018 por \$2,6 billones. En el *Gráfico 38* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 2T18 con las del cierre del 3T18, se observan variaciones de -5 p.b. en el tramo corto, de 2 p.b. en el tramo medio y de 21 p.b. en el tramo largo⁴⁴ (*Gráficos 39, 40 y 41*). La valorización del tramo corto están relacionadas con datos favora-

⁴⁴Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

Gráfico 38: Proyección de Vencimientos TES



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

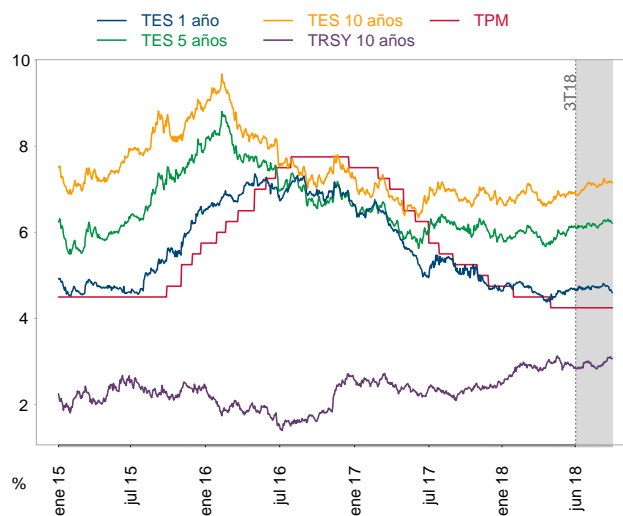
bles de inflación mientras que, las desvalorizaciones de los tramos medio y largo estuvieron en línea con el comportamiento de la deuda pública de la región y pudieron estar relacionadas con el comportamiento de los Tesoros, las tensiones por las decisiones de política comercial en EE.UU. y por la mayor percepción de riesgo hacia economías emergentes.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 2T18 con las de finales del 3T18, se observaron variaciones en promedio de -72 p.b., -20 p.b. y 9 p.b. en los tramos corto, medio y largo⁴⁵, respectivamente. Las valorizaciones de la parte corta y media estuvieron relacionadas con el incremento en la probabilidad de ocurrencia del fenómeno de El Niño hacia final del año, la depreciación del peso y mejores expectativas de crecimiento para 2019. Adicionalmente, algunos agentes señalaron que aumentó la demanda estacional por estos títulos. La parte larga siguió el comportamiento de la curva en pesos.

En el 3T18, los inversionistas extranjeros compraron

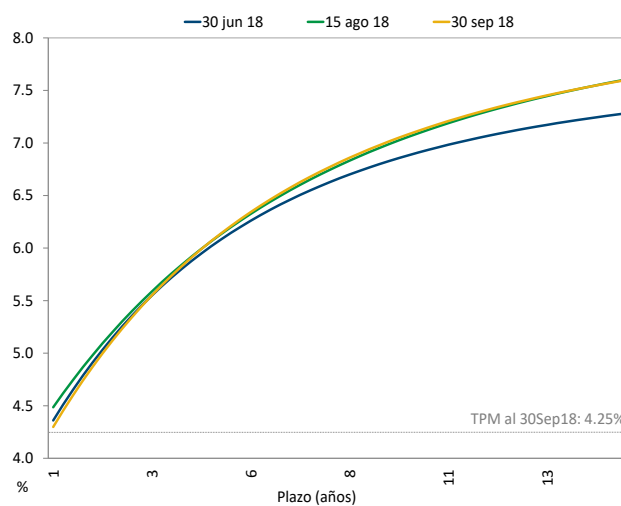
⁴⁵ Ídem.

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



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

Gráfico 40: Curvas Spot Colombia



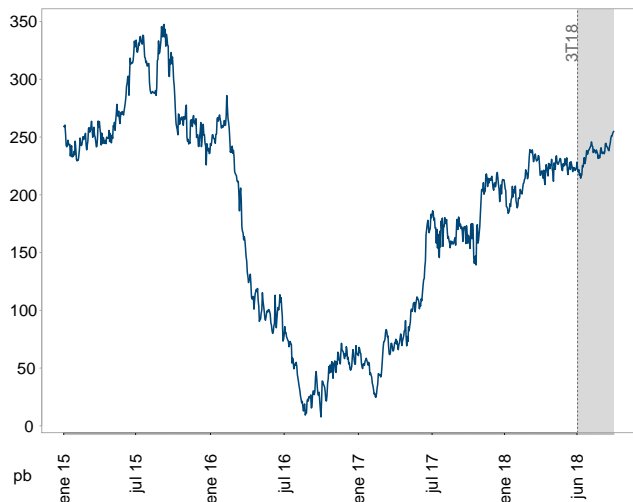
Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
-5 p.b.	2 p.b.	21 p.b.

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

en neto TES pesos por \$3654 miles de millones⁴⁶. En

⁴⁶ Compras netas en el mercado spot por \$2228 miles de millones

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



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

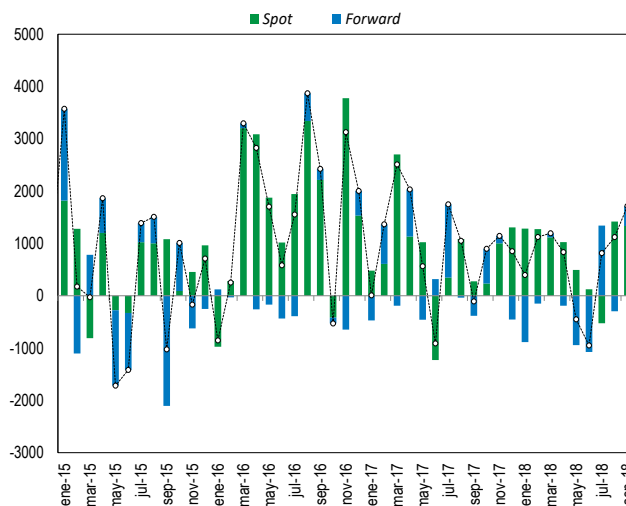
relación con los saldos en el mercado de contado, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de a 36,37% el 29 de junio a 35,95% el 28 de septiembre del 2018, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,68% a 2,39% en el mismo periodo (Gráficos 42 y 43).

Durante el 3T18 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 2T18. El promedio diario de negociación fue \$12,6 billones⁴⁷, por encima del observado en el 2T18 (\$7,2 billones) y superior a lo observado en el mismo período de 2017 (\$6,6 billones) (Gráficos 44 y 45). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en febrero del 2023 denominados en UVR, cuya participación aumentó de 14% a 35% respecto al trimestre anterior, seguidos de los que vencen en noviembre del 2025 denominados en pesos, cuya participación pasó de 11% a 16%. Cabe mencionar que el tramo medio de la curva de rendimientos fue el más negociado (Gráfico 44).

y en el mercado a futuro por \$1427 miles de millones.

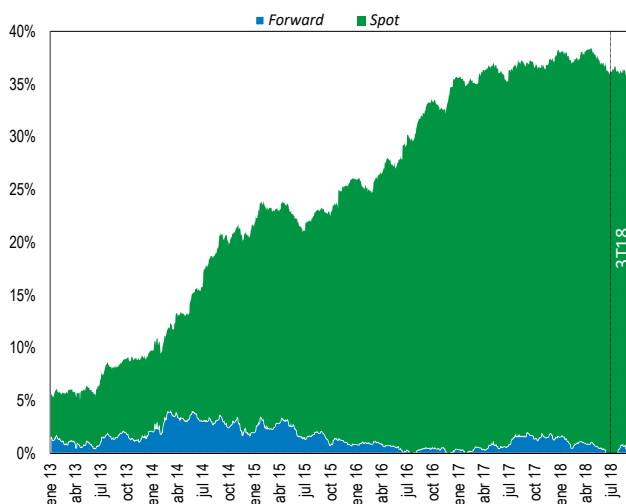
⁴⁷Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

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



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

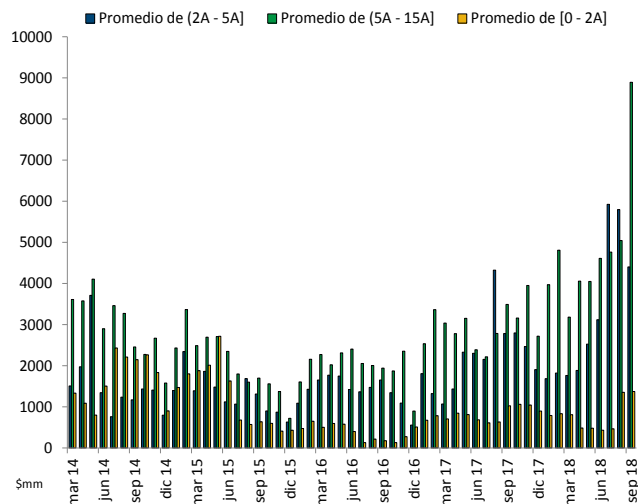
Gráfico 43: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



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

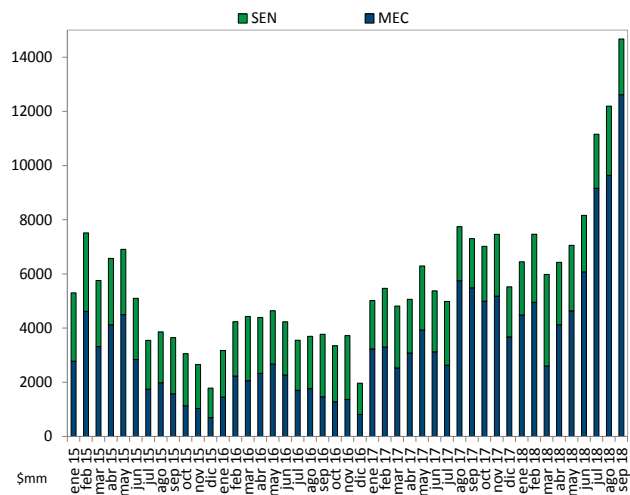
Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 51.448 contratos en el 2T18 a 40.430 contratos en el 3T18 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$10.108 miles de

Gráfico 44: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Gráfico 45: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



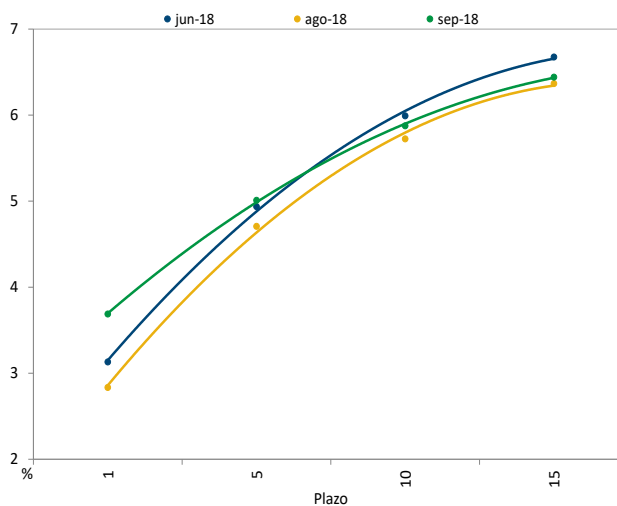
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

millones. Por otra parte, las posiciones abiertas disminuyeron a 5.475 contratos el 30 de septiembre de 2018 con respecto al 30 de junio de 2018 (6.690 contratos).

6.4 Deuda Pública Externa de los Países de la Región

En el 3T18 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región presentaron un comportamiento mixto, la curva de Brasil se aplanó registrando desvalorizaciones en el tramo corto y valorizaciones en el tramo largo, la de Perú se valorizó, especialmente en el tramo corto (en línea con el comportamiento de la deuda interna de ese país), y la de México cerró el trimestre en niveles muy cercanos a los del cierre del 2T18 (Gráficos 46, 47 y 48). Lo anterior pudo obedecer al mayor apetito por riesgo a nivel internacional observado desde principios de septiembre.

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

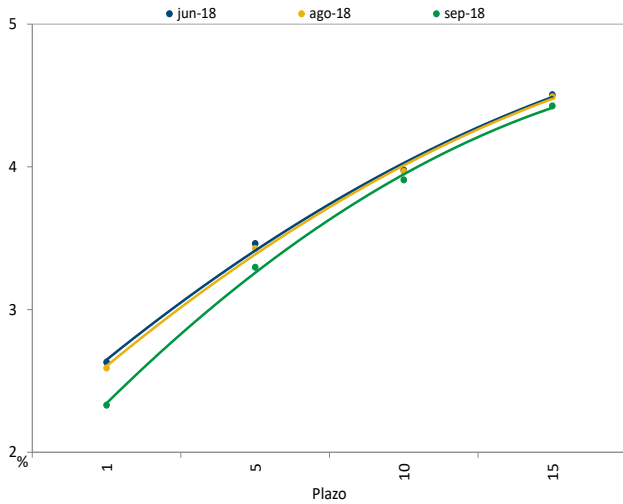


Fuente: Bloomberg.

Las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron. En promedio, los EMBI para una muestra de países cayó 14,7 p.b. (29,4%)⁴⁸, mientras que el EMBI+ disminuyó 23,5 p.b. (5,8%) (Gráfico 49) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región ca-

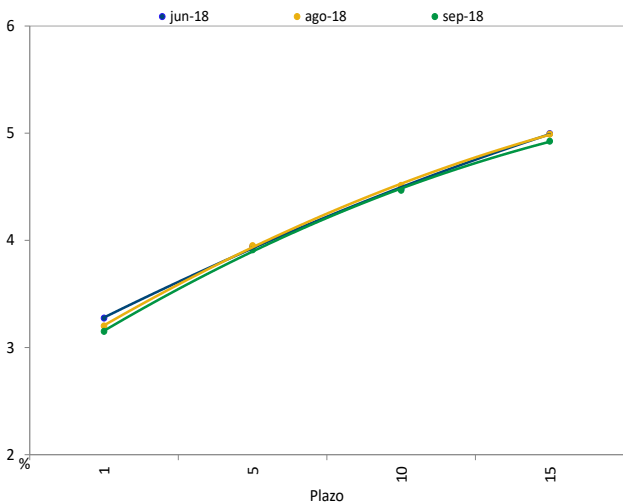
⁴⁸Variaciones EMBI+ países: Colombia: -29 p.b. (-14,8%), Brasil: -38 p.b. (-11,7%), México: -26 p.b. (-9,2%), Perú -34 p.b. (-24,1%) y el EMBI Global Chile: -20 p.b. (-13,9%).

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



Fuente: Bloomberg.

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

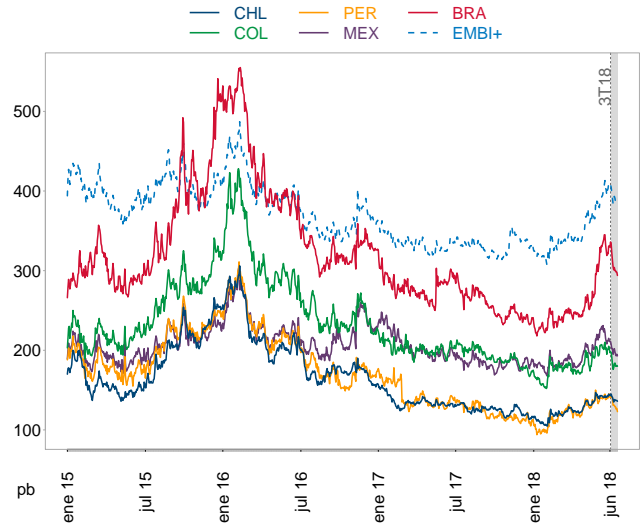


Fuente: Bloomberg.

yeron en promedio 15,1 p.b. (15,0%)⁴⁹.

⁴⁹Variaciones: Colombia: -15,1 p.b. (-12,0%), Brasil: -7,0 p.b. (-2,6%), México: -21,3 p.b. (-15,8%), Chile: -16,6 p.b. (-27,2%) y

Gráfico 49: Spreads Deuda Soberana LATAM



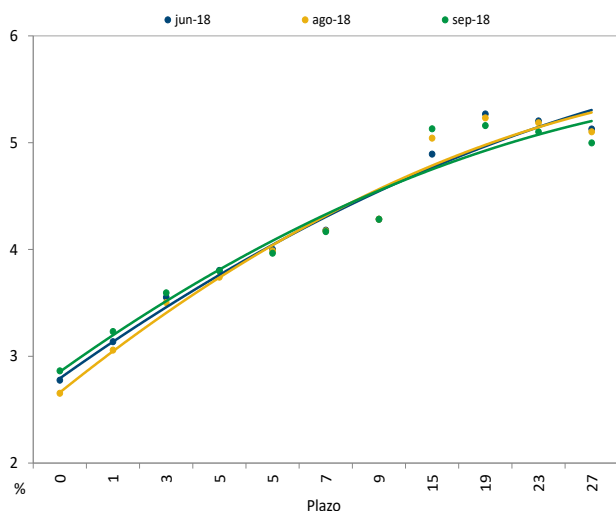
Fuente: Bloomberg.

6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el 3T18 la deuda externa de Colombia denominada en dólares presentó un ligero aplanamiento, con valorizaciones en el tramo largo y desvalorizaciones en el corto (Gráficos 50 y 51).

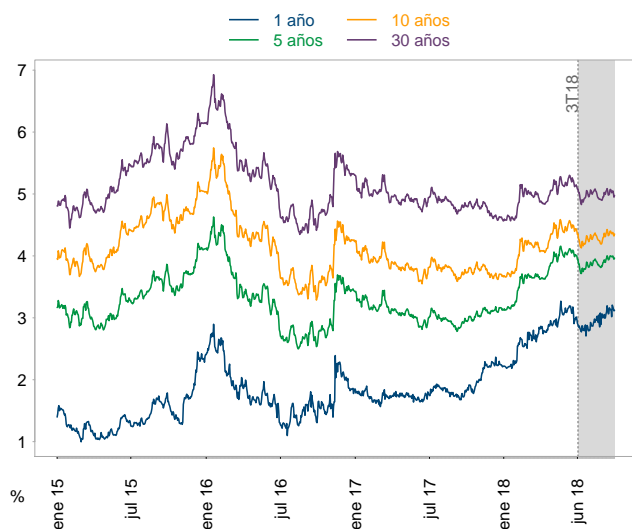
Perú: -15,6 p.b. (-17,5%).

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 51: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

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

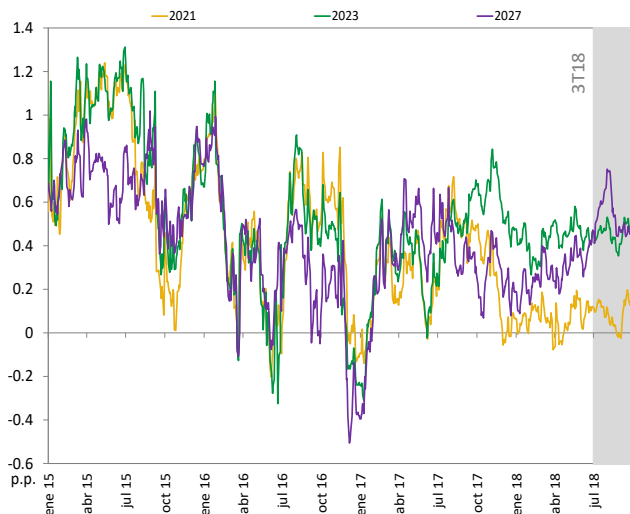
denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el trimestre para los vencimientos a 1 y 5 años y aumentó para el de 10 años. El comportamiento del *spread* a 1 año obedeció a desvalorizaciones más pronunciadas de los bonos externos frente a los bonos locales, el de 5 años respondió a desvalorizaciones de los bonos externos y valorizaciones de los bonos locales, y el de 10 años a mayores desvalorizaciones de los bonos locales que las de los bonos externos. Por su parte, en el Gráfico 53 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes disminuyeron para todos los títulos. En el caso de los bonos con vencimiento en 2023, la caída en el *spread* se explicó por las mayores valorizaciones de los TES locales frente a los TES Globales, mientras que el *spread* para los bonos con vencimiento en 2021 y 2027 disminuyó por mayores desvalorizaciones de los bonos globales frente a las de los locales.

Gráfico 52: Globales USD vs TES locales



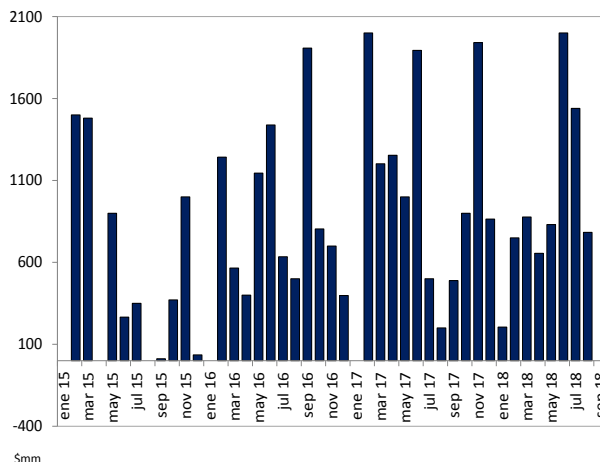
Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 53: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 54: Monto Total Colocado



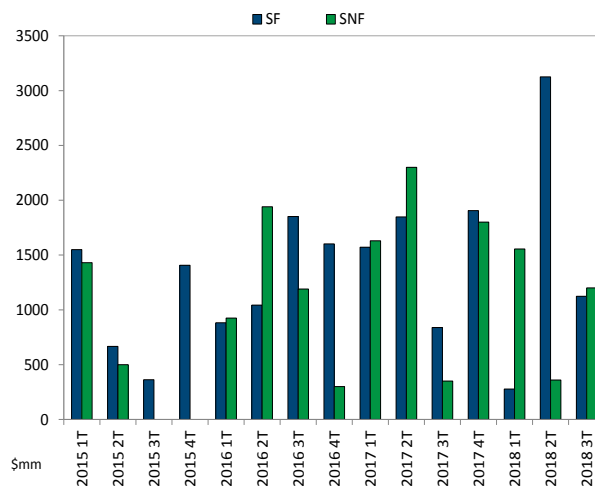
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

7 Mercado de Deuda Privada

Durante el 3T18, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada disminuyeron frente a lo observado en el 2T18, aunque se mantiene por encima de las colocaciones registradas en el 1T18; de tal forma que pasaron de \$3,49 billones en el 2T18 a \$2,32 billones en el 3T18 (Gráfico 54).

El sector no financiero realizó el 52% mientras que el sector financiero llevó a cabo el 48% de las colocaciones, lo cual representó una disminución significativa en el porcentaje de participación de emisiones del sector financiero con respecto al trimestre anterior (Gráfico 55).

Gráfico 55: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

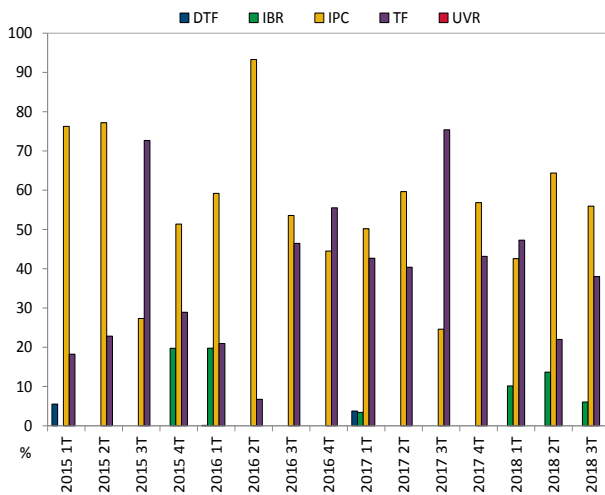
Durante el trimestre, seis entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (56%), tasa fija (38%) e IBR(6%). (Gráfico 56).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 3T18

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Bancolombia	300	3 a 5	IPC
Titularizadora Colombiana	523,77	5 a 10	TF
GM Financial S.A.	300	2 a 3	IBR, TF
ISA E.S.P.	500	9 a 25	IPC
Molibdenos y Metales	200	4	TF
PEI	500	3 a 25	IPC

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

Gráfico 56: Colocaciones por Tasa de Interés

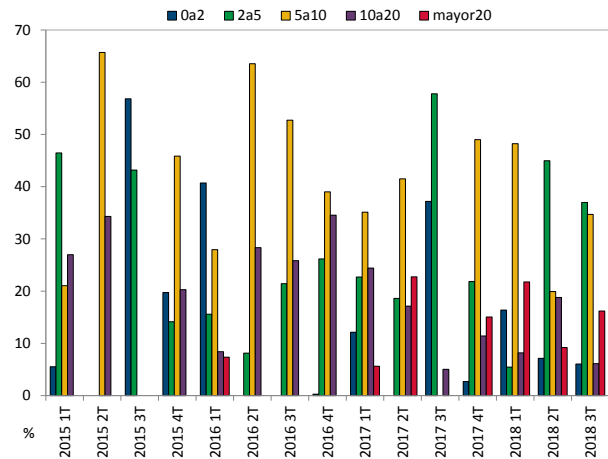


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El 6% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 0 y 2 años, un 37% a plazos entre 2 y 5 años, un 34,7% a plazos entre 5 y 10 años, un 6,1% a plazos entre 10 y 20 años, y el 16,2% restante a plazos mayores de 20 años (Gráfico 57).

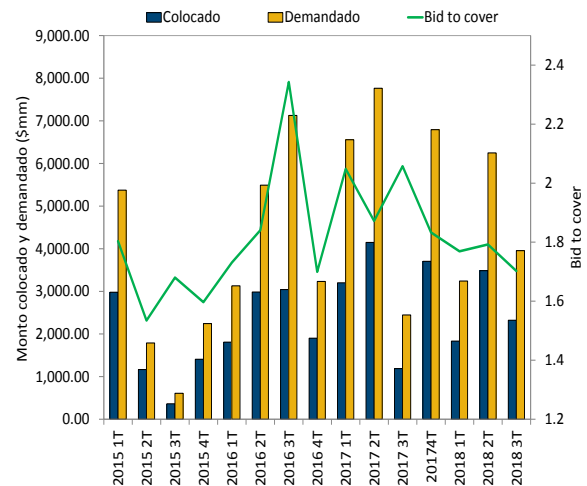
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 1,70 (ant: 1,79). La demanda por colocaciones fue de \$3,96 billones (Gráfico 58).

Gráfico 57: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 58: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado Accionario

En el 3T18 los principales índices agregados de renta variable se valorizaron: Estados Unidos 7,2%, Latinoamérica 4,8%, Asia 1,1% y Europa 0,11%. Esto

contrasta con lo ocurrido en emergentes que tuvo una variación de -1,1 %⁵⁰ debido a preocupación sobre la situación de países como Turquía, Argentina y Suráfrica que generaron menos apetito por activos de demás países emergentes. Estas cifras muestran una recuperación de los mercados accionarios respecto al trimestre anterior, exceptuando en Europa⁵¹.

A continuación se presenta un breve recuento de los principales eventos que incidieron en el comportamiento de los mercados bursátiles durante el 3T18.

8.1 Estados Unidos

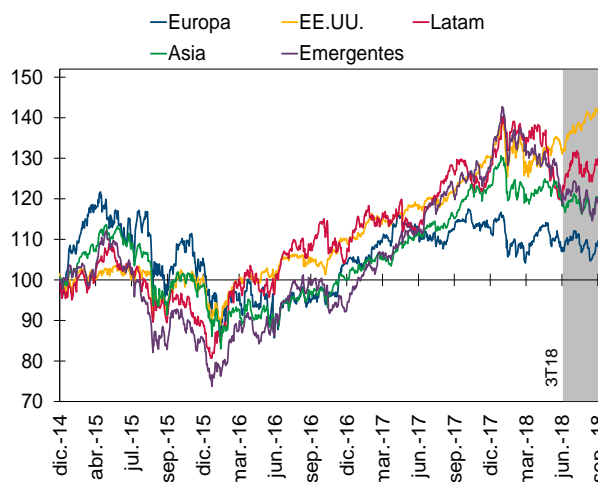
Durante el 3T18 el mercado accionario estadounidense tuvo el mejor desempeño y estuvo impulsado principalmente por datos económicos favorables y resultados corporativos positivos lo que llevo a los índices accionarios a cerrar en máximos históricos durante el trimestre,⁵² esto, pese a que durante este periodo se

⁵⁰ Al 28 de septiembre de 2018, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizaron las valorizaciones durante el 3T18 del *S&P 500*, sin embargo el *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* registraron valorizaciones de 9%, y 7,1%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Euro Stoxx 50* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (al 28 de septiembre de 2018, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por último, cuando se mira el desempeño agregado de las acciones del grupo de los países emergentes, mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (al 28 de septiembre de 2018, los países ponderados en el índice fueron Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos)

⁵¹ En el 2T18 las valorizaciones fueron de 2,9% para EEUU, 1% para Europa, -0,8% para Asia, -8,7% para Latinoamérica y 8% para Emergentes.

⁵² El *S&P 500* el 20 de septiembre con un cierre de 2930,75; el *NASDAQ* el 29 de agosto con un cierre de 8109,69 y el *Dow Jones* el 21 de septiembre con un cierre de 26743,5

Gráfico 59: Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial



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

vivieron crisis en mercados emergentes y continuaron las tensiones comerciales con China.

La temporada de resultados corporativos mostró un crecimiento en las ganancias de 25% respecto al 2T17,⁵³ superando las expectativas de los analistas quienes esperaban un crecimiento de 20%.⁵⁴ Este crecimiento fue el más grande desde el 3T10⁵⁵ y estuvo impulsado principalmente por los sectores energía (125,1%), Materiales (56%) y Tecnología (32,5%) que se vieron favorecidas por la reforma de impuestos y precios más altos del petróleo.

La publicación de dichos resultados llevó a varias acciones a tocar máximos históricos y algunas alcanzaron una valorización bursátil de 1 billón de dólares⁵⁶, debido a esto, a la rápida valorización del sector tecnológico que tiene el mayor peso dentro del índice y dado que algunas compañías abarcan múltiples tipos de negocios que no siempre se ven reflejados en la ca-

⁵³ Para las empresas dentro del índice *S&P500*

⁵⁴ Al 30 de junio. De acuerdo a datos recolectados por FactSet

⁵⁵ Durante el cual las ganancias tuvieron un crecimiento de 34,1%

⁵⁶ Apple el 2 de agosto con un precio de \$207,05 y Amazon el 4 de septiembre alcanzando un precio de \$2,050.50 intradía.

tegoría en la que se encuentran desde el 24 de septiembre se creó un nuevo sector llamado *servicios de comunicación* que incluyó algunas compañías de los sectores de tecnología, de consumo discrecional y de telecomunicaciones y tendría un peso dentro del índice del 10%.

Dichos resultados corporativos sumado a datos económicos positivos en Estados Unidos, el acuerdo comercial alcanzado con México y conversaciones en materia comercial con China ayudaron a contrarrestar las preocupaciones sobre las crisis en mercados emergentes que afectaron negativamente los mercados accionarios de las demás regiones a mediados de agosto y generaron valorizaciones sostenidas en los mercados bursátiles durante el trimestre.

8.2 Europa

Los mercados accionarios europeos tuvieron un bajo desempeño durante el trimestre, la mayoría de índices accionarios de la zona se desvalorizaron el *FTSE MIB* de Italia (-4,2%), el *FTSE 100* del Reino Unido (-1,7%) y el *DAX* de Alemania (-0,5%), en contraste el *CAC* de Francia se valorizó un 3,2%. Las desvalorizaciones presentadas en la mayoría de las plazas europeas estuvieron relacionadas con resultados corporativos relativamente débiles.

Durante el mes de julio los índices accionarios europeos se valorizaron impulsados por el positivismo previo al inicio de la temporada de resultados, las conversaciones con Estados Unidos en materia comercial que resultaron en la no imposición de tarifas a la importación de autos provenientes del bloque económico y anuncios del BCE de mantener su tasa de política inalterada hasta el verano de 2019.

Sin embargo durante el mes de agosto los índices accionarios perdieron las valorizaciones alcanzadas durante julio debido a presiones políticas en Italia, nuevas sanciones de Estados Unidos a Rusia y tensiones entre Turquía y Estados Unidos lo que presionó a la

lira turca a su nivel histórico más bajo y llevó al *VS-TOXX* a tocar su punto más alto del trimestre el 15 de agosto⁵⁷.

En comparación durante el mes de septiembre la incertidumbre comercial entre Estados Unidos y China, la posibilidad de una imposición de aranceles sobre el sector automovilístico europeo e incertidumbre sobre el presupuesto italiano impidieron grandes valorizaciones pese a la recuperación de Turquía y los altos precios del petróleo. Resultando en una leve valorización de 0,8% durante el 3T18.

8.3 Asia

El índice compuesto de Asia registró una valorización de (1,1%) durante el trimestre impulsado por el buen comportamiento de las acciones japonesas que se vio reflejado en el desempeño del índice *Nikkei 225* que fue el de mayor valorización (8,1%). Los resultados en Japón estuvieron influenciados por el dato favorable de crecimiento del 2T18 y la depreciación del yen lo cual generó valorizaciones en las empresas exportadoras.

Por otra parte, el *Shanghai Composite* de China se desvalorizó un 0,9% durante el 3T18 en un periodo de alta volatilidad durante el cual los efectos negativos generados por la continuación de las disputas comerciales con Estados Unidos. Durante el trimestre se anunció un aumento de 2,5% adicional de A shares⁵⁸ dentro del *MSCI Emerging Markets Index*⁵⁹, la inclusión en el *FTSE Emerging Index*⁶⁰.

⁵⁷ Con un cierre de 14,48

⁵⁸ Acciones de empresas Chinas listadas en el *Shanghai Composite* y el *Shenzhen Stock Exchange* y denominadas en Renminbi

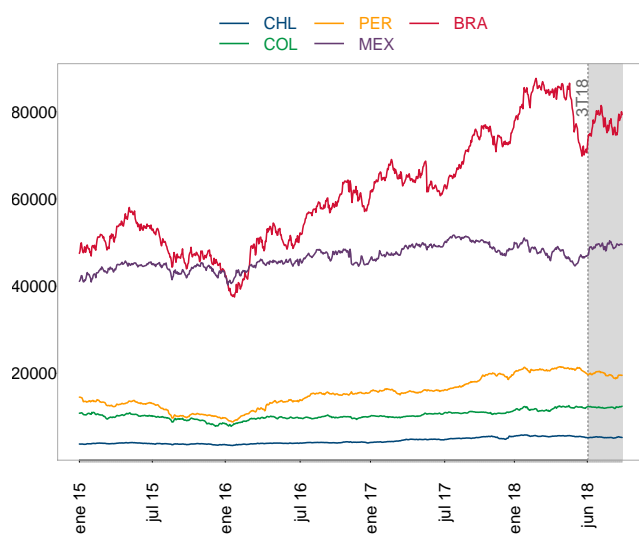
⁵⁹ Se incluyeron 10 acciones adicionales, resultando en un total de 236 acciones chinas incluidas en el índice, con una representación del 0,75% del índice

⁶⁰ Que será en 3 etapas, desde junio y representará un 5,5% del índice y representaría entradas de capital por \$10 mil millones de dólares.

8.4 Latinoamérica y Colombia

Como ya se mencionó Latinoamérica tuvo el segundo mejor desempeño regional, después de Estados Unidos revirtiendo el comportamiento que tuvo durante el 2T18 donde fue el de peor desempeño, este comportamiento estuvo principalmente explicado por el repunte del *IBOVESPA* de Brasil que tuvo una valorización de 9,04% seguido por el *MEXBOL* de México que se valorizó 3,9%. En contraste el *COLCAP* de Colombia fue el de peor desempeño (-4,5%), seguido por el *IGBVL* de Perú que se perdió un (-1,2%), y el *IPSA* de Chile que perdió (-0,3%).

Gráfico 60: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El buen desempeño de la bolsa de Brasil durante el mes de julio y principios de agosto estuvo explicado principalmente por valorizaciones de la minera Vale, que es la más grande del país y tiene el mayor peso dentro del índice y de Petrobras que estuvieron beneficiadas por el reporte de utilidades del segundo trimestre y mayores precios del petróleo. Sin embargo desde mediados de agosto y hasta principios de septiembre el índice accionario se vio impactado por la situación de otros países emergentes como Turquía y Argentina, además de incertidumbre electoral, que se resuelve

durante las últimas 2 semanas de septiembre luego de que las encuestas mostraran una ventaja considerable de Bolsonaro, impulsando el mercado bursátil.

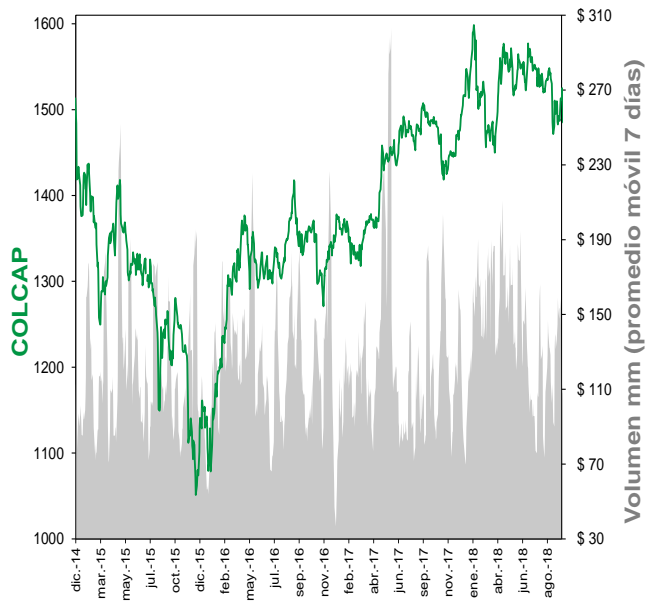
Del mismo modo el mercado accionario de México estuvo impulsado por positivismo frente a las negociaciones con Estados Unidos en materia comercial que resultaron en la firma de un acuerdo el 27 de agosto, además durante el trimestre inició la operación de la segunda bolsa del país, la Bolsa Institucional de Valores (BIVA) que cuenta con el respaldo tecnológico del Nasdaq y fue creada con el propósito de incentivar el crecimiento del mercado de valores mexicano buscando captar empresas de reciente creación, por lo cual esperan un crecimiento del 30% en las empresas listadas en bolsa y un aumento del 50% del volumen operado.

Por otra parte el tradicional índice *IPSA* de Chile ahora se llamará *S&P/CLX IPSA* debido a que pasó a ser administrado por el S&P Dow Jones Índices, este cambio además significó un rebalanceo que dio como resultado el retiro de 10 acciones del índice debido a su baja liquidez y a que ahora no tendrá un total de 40 acciones, sino máximo 30 y mínimo 25. Por otra parte Moody's rebajó la calificación de Chile⁶¹ lo cual, junto con el bajo desempeño del cobre generó desvalorizaciones en su mercado accionario, junto al de Perú.

El *COLCAP* de Colombia fue el de peor desempeño debido a que aun cuando la acción de Ecopetrol presentó valorizaciones importantes durante el trimestre (33,2%) gracias al aumento en los precios del petróleo y a resultados positivos del 2T18 no fue suficiente para contrarrestar las pérdidas del índice. Adicionalmente, durante el trimestre se vieron salidas de extranjeros en el mercado accionario lo cual pudo tener un efecto sobre el desempeño del índice (Gráfico 64). Las acciones más desvalorizadas durante el periodo fueron: *Concreto* (-53,74%), *Cemex* (-34,94%) y *Cementos Argos* acción preferencial (24,42%) debido al poco dinamismo de la actividad en el país. (Gráfico 61).

⁶¹el 26 de julio pasó de Aa3 a A1 y pasó de perspectiva negativa a estable

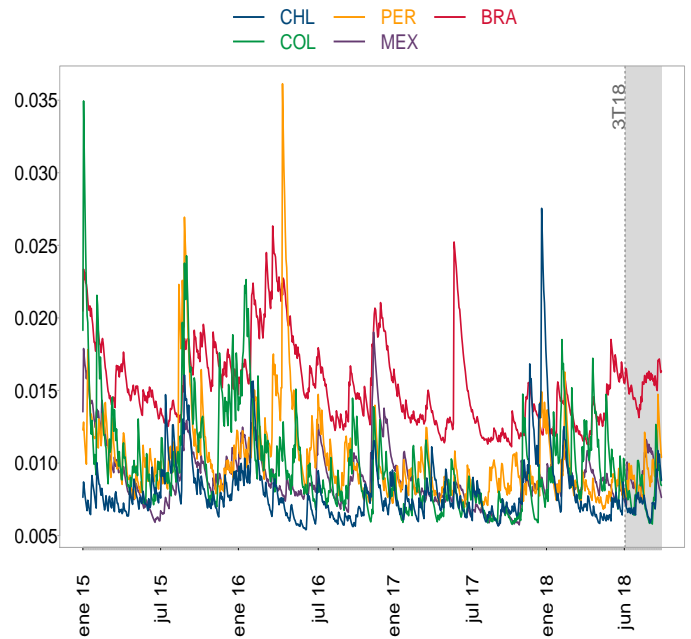
Gráfico 61: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos⁶² aumentó para casi todos los países durante el 3T18, respecto a lo observado en 2T18, exceptuando Colombia. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 1,54%), seguida por Perú (*IGBVL*: 0,93%), México (*MEXBOL*: 0,92%), Colombia(*COLCAP*: 0,8% Chile (*IPSA*: 0,75%).

Gráfico 62: Volatilidad Condicional Índices Accionarios

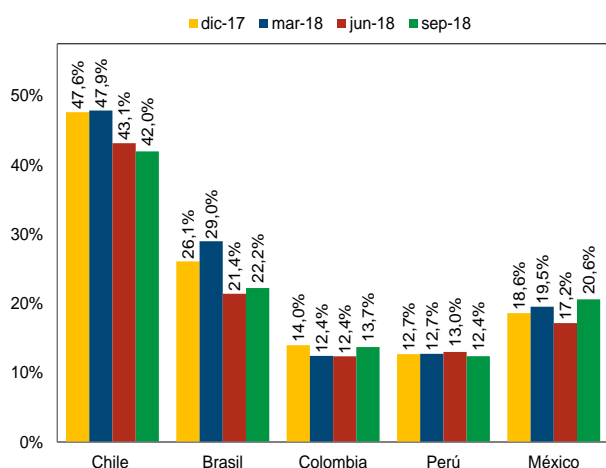


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

⁶²Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*

Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁶³ como porcentaje del PIB⁶⁴ se observa que a septiembre Chile sigue presentando la más alta de la región (42%), seguida por Brasil (22,2%), México (20,6%), Colombia (13,7%) y Perú (12,4%). Cabe resaltar que aunque la mayoría aumento respecto al cierre del trimestre anterior (exceptuando a Chile y Perú), han venido disminuyendo respecto al cierre del año pasado (Gráfico 63).

Gráfico 63: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB*



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

Cálculos: Banco de la República.

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

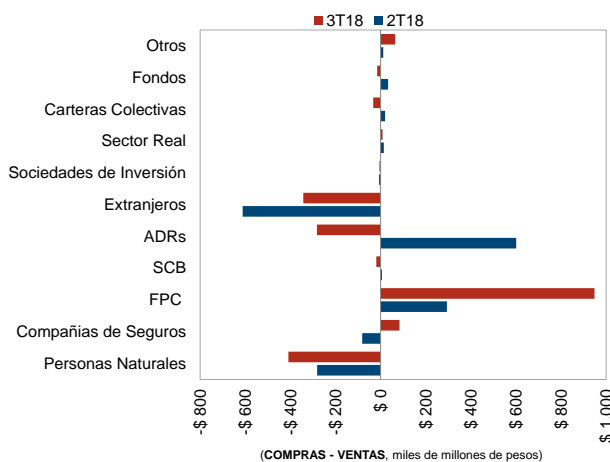
Al mirar cómo se comportaron los inversionistas del COLCAP durante el trimestre se observa que los Fondos de pensiones fueron los mayores demandantes de acciones (\$948 mil millones), manteniendo la misma posición que tuvieron el trimestre pasado. En contraste los mayores oferentes netos de acciones fueron las personas naturales (\$408 mil millones) seguidas por los extranjeros (\$342 mil millones) y los programas de

⁶³ Ajustada por flotante disponible.

⁶⁴ Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* más reciente y que publica el Fondo Monetario Internacional.

ADR (\$282 mil millones), los dos primeros continuaron con la posición que tuvieron en el 2T18, mientras los programas de ADR revirtieron su posición (Gráfico 64).

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



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 3T18 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones por \$149 millones resultantes de compras por \$5516 millones y ventas por \$5665 millones. En detalle los inversionistas colombianos realizaron compras netas en el mercado chileno (\$48 millones) y mexicano (\$137 millones), mientras en el peruano tuvieron ventas netas por \$335 millones. Esto está en línea con el comportamiento que habían tenido durante el 2T18 en el cual vendieron \$924 millones. Sin embargo en lo corrido del año los inversionistas colombianos han comprado en neto \$2362 millones en el mercado MILA.

Por otro lado, de acuerdo con cálculos realizados por el Banco de la República⁶⁵, el porcentaje del saldo de las inversiones de extranjeros en el mercado de renta variable disminuyó al pasar de 20,9% en junio a 16,9% en septiembre de 2018.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 3T18 se negociaron 416 contratos frente a 438 contratos negociados en el 2T18⁶⁶.

⁶⁵Con la información que se recibe a través del formato de inversión extranjera de portafolio (*IPEX*.)

⁶⁶El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP

Caracterización y análisis del mercado *Forward* peso-dólar de los agentes extranjeros

I. Introducción

En los últimos años los mercados de derivados han crecido significativamente, siendo los derivados sobre monedas los instrumentos más comunes en economías emergentes y donde los participantes extranjeros aportan una mayor contribución al volumen transado diario (BIS, 2013). Aunque en gran parte de los casos los agentes extranjeros pueden recurrir a los mercados locales para transar los derivados cambiarios, existen ocasiones en que debido a la regulación de los países, la poca profundidad del mercado o los altos costos de intermediación, estos agentes prefieren ejecutar su operaciones con otros agentes extranjeros en lo que se denominará en este recuadro el mercado Extranjero-Extranjero. Para el caso del peso colombiano, este mercado no se ha estudiado a profundidad. Así, el propósito de este recuadro es: i) caracterizar el mercado *forward* peso-dólar en el cual participan agentes extranjeros y ii) analizar la dinámica de los precios de las operaciones en estos mercados.

En la sección II de este recuadro se presentan algunas consideraciones sobre la información utilizada y la forma en que se clasificaron los mercados en los que participan los agentes extranjeros. En la sección III se presenta una caracterización del mercado y de los volúmenes transados en cada uno de los mercados estudiados. En la sección IV se presenta un análisis sobre la evolución de los precios pactados. Finalmente, en la sección V se concluye. Los resultados señalan que el mercado Extranjero-Extranjero es el de mayor volumen de transacciones (por nocional) sin embargo los precios pactados en los diferentes mercados tienen dinámicas similares.

II. Consideraciones generales sobre la información y los mercados analizados

El mercado *forward* peso-dólar es el mercado de derivados de mayor liquidez en Colombia, por lo que el análisis en este recuadro se acota este. Con el fin de examinar las operaciones *forward* peso-dólar que realizan los extranjeros, es necesario analizar los diferentes tipos de mercado en que pueden presentarse. Así, los mercados que se exploraron, tanto en la caracterización como en el análisis de precios, son:

- *Mercado IMC*⁶⁷ (*IMC-Extranjero*): Corresponde a las operaciones realizadas entre IMC y agentes extranjeros reportadas al Banco de la República (BR)⁶⁸
- *Mercado Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC- Extranjero)*: Corresponde a las operaciones de mercado realizadas por los Fondos de Pensiones y Cesantías con agentes extranjeros que fueron reportadas al BR⁶⁹.
- *Mercado Extranjero (Extranjero – Extranjero)*: Corresponde a las operaciones entre dos entidades extranjeras por fuera del mercado colombiano. Para este efecto se estudian las operaciones reportadas a través de DTCC

⁶⁷Intermediarios del Mercado Cambiario.

⁶⁸La fuente de información corresponde a los formatos derivados enviados por los IMC al Banco de la República de acuerdo a la CRE DODM 144.

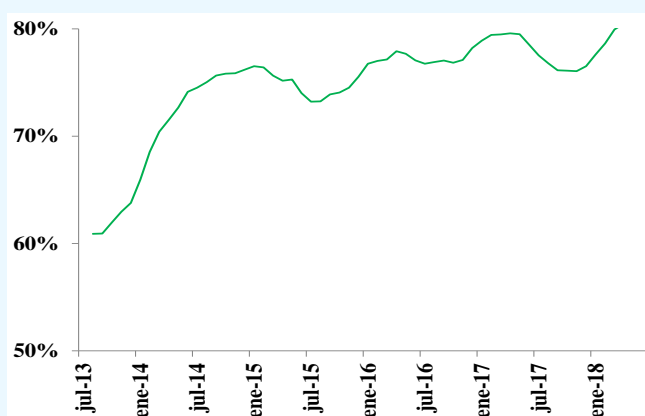
⁶⁹La fuente de información corresponde a los formatos derivados enviados por los FPC al Banco de la República de acuerdo a la CRE DODM 144.

(*The Depository Trust & Clearing Corporation*⁷⁰). Debido a la disponibilidad de información del mercado Extranjero (Extranjero-Extranjero)⁷¹, se tomó en cuenta la información registrada en el DTCC entre marzo de 2013 y junio de 2018⁷². DTCC es el sistema de compensación y liquidación que tiene la mayor cantidad de activos liquidados (Australian Financial Review, 2015)⁷³.

El tratamiento estadístico de los datos se presenta en el Anexo 1.

III. Caracterización del mercado

Gráfico 65: Porcentaje Mercado Extranjero sobre suma total de los 3 mercados (Promedio móvil 6 meses)



Fuente: DTCC; cálculos de los autores.

En el periodo analizado, el monto promedio mensual negociado en los mercados IMC, FPC y Extranjero fue de USD 15,335.13 millones, USD 1,882.93 millones y USD 54,358.18 millones, respectivamente, lo cual indica que en promedio el mercado extranjero es el más representativo con un 75.9% del monto total negociado en los 3 mercados⁷⁴. El Gráfico 65 muestra el porcentaje del mercado extranjero frente al total del mercado (promedio

⁷⁰*The Depository Trust and Clearing Corporation* es una entidad financiera estadounidense encargada de realizar la compensación y liquidación de diferentes instrumentos de mercado.

⁷¹Los demás repositorios de registros de derivados o no publican la información de sus registros al público o cobran por la información publicada.

⁷²La información del repositorio de datos de DTCC, comenzó a ser pública a partir de 2013 de acuerdo a los principios de transparencia establecidos en la normatividad de la SEC “*Security-Based Swap Data Repository Registration, Duties, and Core Principles*”, presente en la normatividad de Dodd-Frank. (SEC).

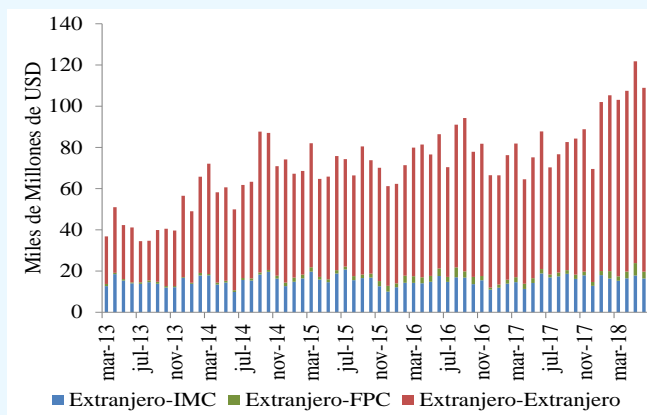
⁷³Se resalta que pueden existir operaciones forwards entre un IMC y un extranjero que están registradas en el sistema DTCC por la entidad extranjera y son enviadas al BR por medio del formato de derivados, por lo que la operación haría parte de ambas bases de datos. En este punto no se excluirá ninguna operación en las bases de datos ya que no es posible identificar estos casos particulares.

⁷⁴En junio de 2018, las operaciones del mercado extranjero representaron el 81.9% del total de operaciones (USD 89,236.01 millones en el mercado extranjero frente a USD 16,368.83 millones en el mercado IMC y USD 3,333.45 millones en el mercado FPC).

móvil de 6 meses). En el gráfico se observa que el porcentaje del mercado extranjero ha oscilado en un rango entre el 60% y el 82% y que tiene una tendencia ascendente.

En el *Gráfico 66* se presentan los montos mensuales negociados por los agentes extranjeros en los 3 mercados analizados. Se observa que mientras el mercado Extranjero presenta una tendencia ascendente, el mercado IMC y el mercado FPC han sido relativamente estables en el periodo analizado.

Gráfico 66: Montos negociados por agentes no residentes en el mercado forward USDCOP



Fuente: DTCC; cálculos de los autores.

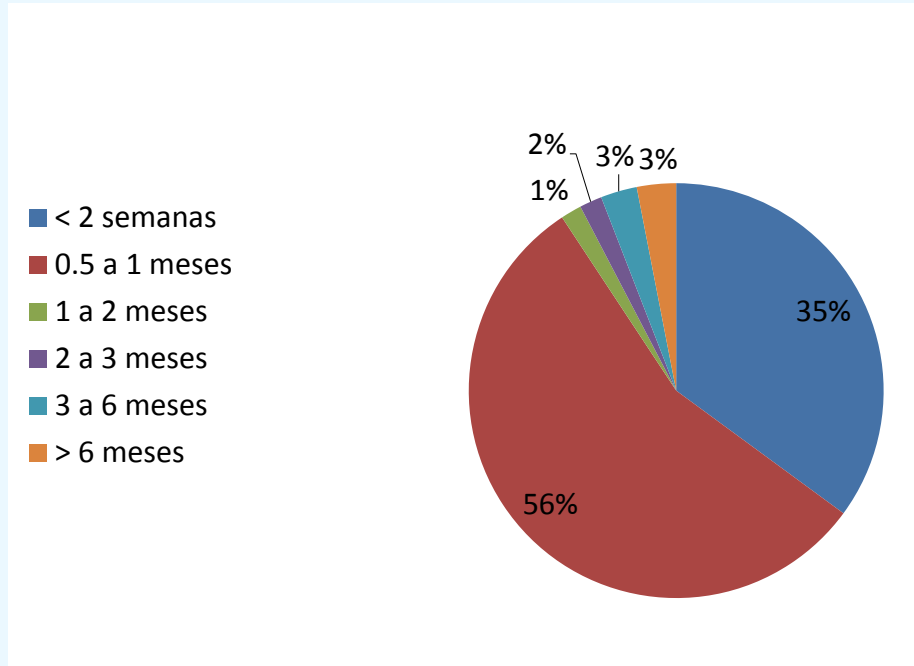
Al analizar los plazos por tipo de mercado, se aprecia que en los 3 mercados hay una mayor concentración de montos negociados en los plazos inferiores a 1 mes. El mercado que presentó la mayor concentración de sus operaciones en el corto plazo fue el mercado IMC (*Gráfico 67*).

Por otra parte, la proporción del mercado Extranjero sobre el total de los 3 mercados examinados se ha mantenido alta y relativamente estable para los plazos de 1 a 2 meses, de 2 a 3 meses y de 3 a 6 meses. Así mismo se observa que esta proporción ha presentado una tendencia ascendente para los plazos inferiores a 2 semanas y de 2 semanas a 1 mes(*Gráfico 68*).

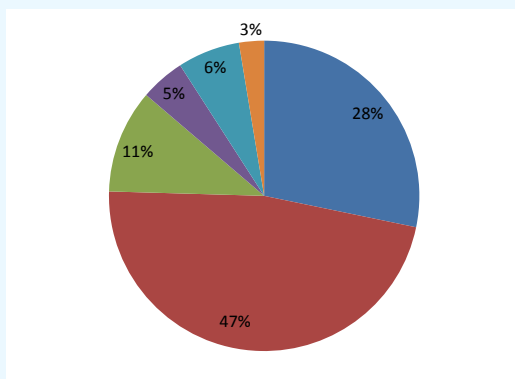
IV. Análisis de precios

Se realizó la comparación de las tasas pactadas en los contratos forward peso-dólar para los rangos de plazos en cada uno de los mercados. Los resultados mensuales promedio ponderados por monto, se presentan en el *Gráfico 69*.

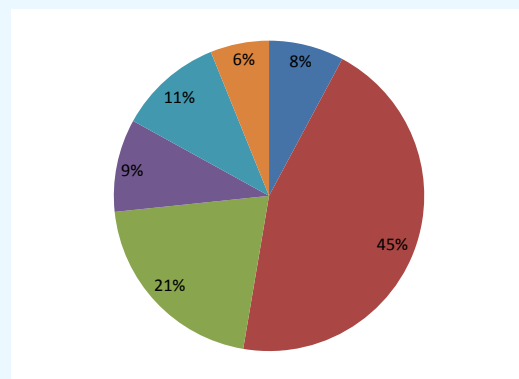
Gráfico 67: Mercado Forwards USDCOP por plazo (Mar-13 a Jun-18)



(a) Extranjero-Extranjero



(b) Extranjero-IMC

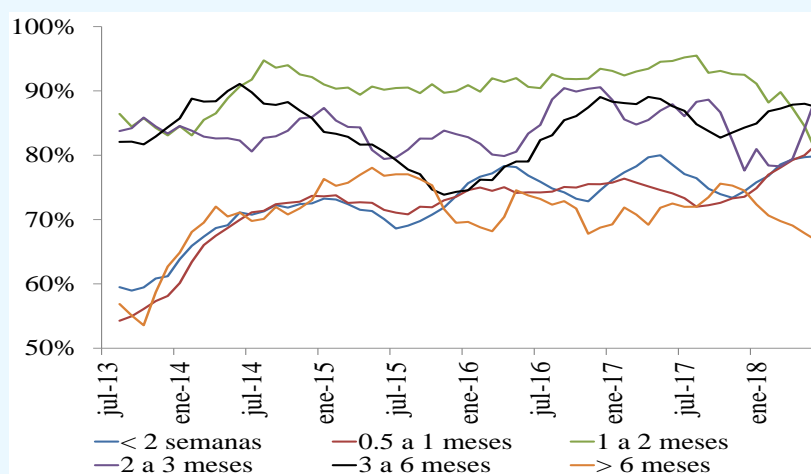


(c) Extranjero-FPC

Fuente: DTCC, BR; cálculos de los autores.

En el Gráfico 69, se puede observar que la dinámica de las series es similar y que la correlación de las tasas pactadas

Gráfico 68: Porcentaje Mercado Extranjero sobre Mercado Total (Promedio móvil 6 meses) por plazo



Fuente: DTCC; cálculos de los autores.

en los tres mercados es superior a 0,99 en la mayoría de los casos⁷⁵.

Los coeficientes de correlación entre las series, para cada uno de los plazos se presentan en el Cuadro 11.

Cuadro 11: Correlación entre las tasas pactadas

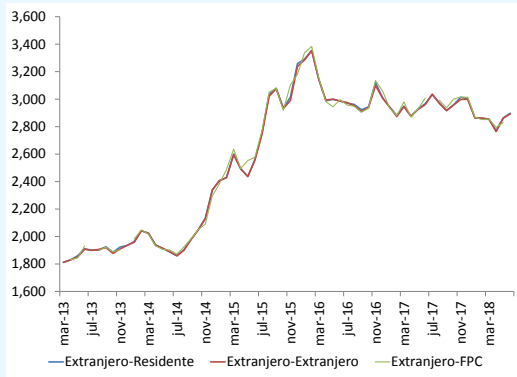
Plazos/Mercados	Correlación		
	IMC y Extranjero	FPC y Extranjero	IMC y FPC
Menor a 2 semanas	1.000	0.998	0.998
2 semanas a 1 mes	1.000	0.999	0.999
1 a 2 meses	0.998	0.998	0.999
2 a 3 meses	0.999	0.998	0.997
3 a 6 meses	0.999	0.999	0.998
Mayor a 6 meses	1.000	0.862	0.866

Con el objetivo de establecer si existen diferencias significativas en el nivel de los precios a los cuales pactan los agentes extranjeros *forwards* USDCOP en los 3 mercados, se presentan las estadísticas descriptivas de las diferencias de las tasas pactadas por plazo (Cuadro 12, Cuadro 13 y Cuadro 14).

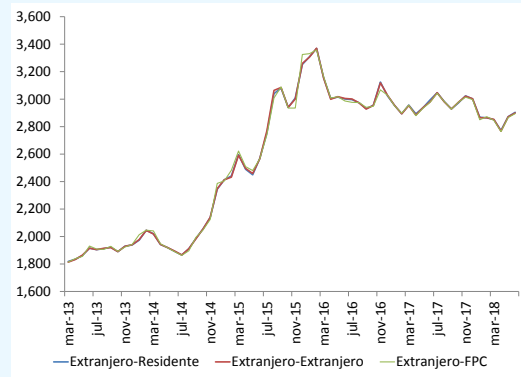
En el Cuadro 12, Cuadro 13 y Cuadro 14 se evidencia que las tasas pactadas entre los mercados IMC y Extranjero son similares para todos los plazos y en ningún caso las diferencias promedio entre ambos exceden los \$10. Estos

⁷⁵ Adicionalmente, al realizar el test de cointegración de Engle & Granger para cada par de series de precio por plazo se encontró evidencia de una relación de largo plazo entre las series.

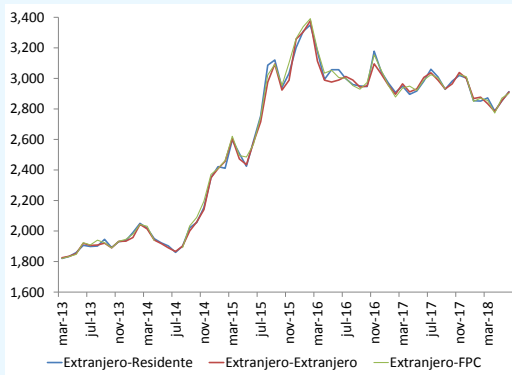
Gráfico 69: Tasas pactadas por mes para cada mercado analizado



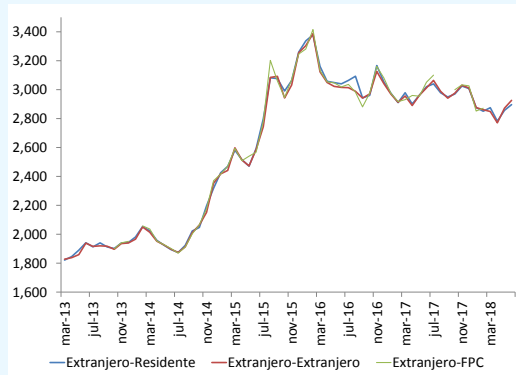
(a) Plazo menor a 2 semanas



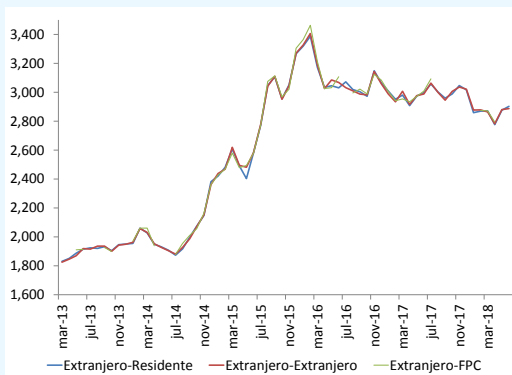
(b) Plazo 2 semanas a 1 mes



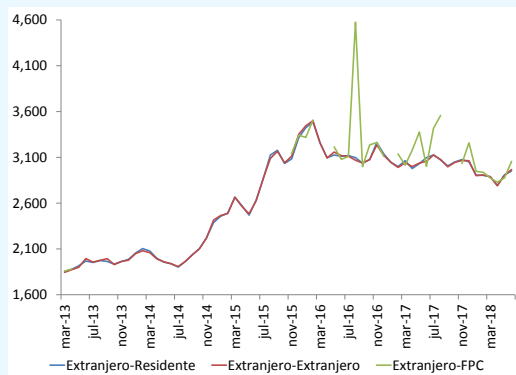
(c) Plazo 1 a 2 meses



(d) Plazo 2 a 3 meses



(e) Plazo 3 a 6 meses



(f) Plazo mayor a 6 meses

Fuente: DTCC, BR; cálculos de los autores.

Cuadro 12: Estadísticas descriptivas para las diferencias de tasas pactadas entre los mercados Extranjero e IMC

	Menor a 2 semanas	2 semanas a 1 mes	1 a 2 meses	2 a 3 meses	3 a 6 meses	Mayor a 6 meses
Promedio	-3.96	0.21	-8.47	-9.00	2.03	-0.19
Máximo	6.15	23.62	55.28	34.20	78.05	36.93
Mínimo	-24.02	-14.62	-110.92	-104.15	-40.22	-39.34
Desviación	6.13	5.45	28.86	22.38	16.55	15.39

Cuadro 13: Estadísticas descriptivas para las diferencias de tasas pactadas entre los mercados FPC e IMC

	Menor a 2 semanas	2 semanas a 1 mes	1 a 2 meses	2 a 3 meses	3 a 6 meses	Mayor a 6 meses
Promedio	6.22	0.02	4.51	0.64	10.61	96.21
Máximo	116.37	72.67	68.91	120.07	90.68	1,479.69
Mínimo	-77.01	-73.37	-63.90	-110.54	-29.87	-105.31
Desviación	30.47	20.53	26.53	35.42	26.99	280.26

Cuadro 14: Estadísticas descriptivas para las diferencias de tasas pactadas entre los mercados FPC y Extranjero

	Menor a 2 semanas	2 semanas a 1 mes	1 a 2 meses	2 a 3 meses	3 a 6 meses	Mayor a 6 meses
Promedio	10.42	0.07	12.90	9.97	6.57	96.39
Máximo	116.14	65.32	113.80	117.91	57.06	1,507.33
Mínimo	-56.19	-65.66	-36.33	-60.62	-53.39	-126.39
Desviación	31.53	20.47	27.24	27.82	23.12	282.97

comportamientos homogéneos permiten suponer que los movimientos de los mercados responden a los mismos factores y que se arbitran. En cuanto a las diferencias que existen entre el mercado FPC con el IMC y Extranjero, se encontró que en promedio los precios del mercado FPC son mayores a los del mercado IMC y a los del mercado Extranjero, y la desviación de las diferencias para cada par de mercados es elevada.

En cuanto al mercado FPC, a pesar de que se observan diferencias entre los precios a los que se pactan los contratos con respecto a los mercados IMC y Extranjero, esto puede ser producto del bajo volumen de operaciones que presenta este mercado frente a los demás lo que se evidencia en que las series de precios encontrados están compuestas por menos de 10 operaciones en algunos casos. En este sentido los promedios pueden estar influenciados por operaciones particulares a precios extremos.

En general, la información muestra que no existe evidencia que permita concluir que las tasas pactadas tengan dinámicas diferentes. Por otra parte, las diferencias que se observan entre las series pueden obedecer principalmente a la agrupación de varios plazos de contratos *forward* dentro de una de las categorías de plazo.

V. Conclusiones

En el presente recuadro se estudiaron las principales características del mercado de forward peso-dólar en el cual participan extranjeros. En primer lugar, se obtuvo que las operaciones entre extranjeros (Extranjero-Extranjero) representan la mayor parte del total de operaciones y que esta participación ha venido creciendo durante los últimos años. En segundo lugar, para todos los mercados analizados (Extranjero-Extranjero, IMC – Extranjero y FPC-Extranjero) se encontró que están particularmente concentrados en el corto plazo con una mayor concentración específicamente en plazos inferiores a 1 mes. Finalmente, respecto a la formación de precios, se obtuvo que la dinámica de los precios es esencialmente la misma, lo cual puede señalar que los mercados analizados responden a factores similares y que pequeñas diferencias pueden estar asociadas a factores como costos de transacción o liquidez. Dado lo anterior el BR realizará el monitoreo a este mercado en los reportes futuros.

Bibliografía

- [1] Australian Financial Review,(7 de Julio de 2015). *Quadrillion dollar corporation at the heart of the financial system.*
- [2] Badkar, M. (27 de Febrero de 2013). Business Insider. Recuperado el 2018 de Junio de 1, de <http://www.businessinsider.com/difference-between-onshore-and-offshore-renminbi-2013-2>
- [3] BIS. (2013). *FX and derivatives markets in emerging economies and the internationalisation of their currencies.*
- [4] DTCC Derivatives Repository Ltd. (s.f.). Global Trade Repositories.
- [5] Franklin Templeton Investments. (2014). *States of Emergence.* Luxembourg.
- [6] Penn State University. (11 de Septiembre de 2011). *Outliers.* Pensilvania, US.
- [7] SEC. (s.f.). *Security-Based Swap Data Repositories.* Obtenido de U.S. Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/security-based-swap-data-repositories.htm>
- [8] Thomson, R. (1985). A Note on Restricted Maximum Likelihood Estimation with an Alternative Outlier Model. *Journal of the Royal Statistical Society*, 53-55.

Anexo 1: Tratamiento de los datos

Para el análisis se descartaron todas las operaciones en las que se encontraron inconsistencias en los campos registrados (por ejemplo, se excluyeron los registros en los que el plazo es negativo y los que presentan un plazo de 0 días, por la dificultad para determinar si corresponden a errores de registro).

Con el fin de extraer los datos atípicos de precios en cada uno de los mercados, se utilizó un test de Thomson Tau modificado⁷⁶ (Penn State University, 2011), basándose en las devaluaciones implícitas por operación⁷⁷.

Para el análisis de precios del mercado IMC, se excluyeron las operaciones de las entidades extranjeras con sus subsidiarías y filiales en Colombia, pues estas podrían manejar tasas y devaluaciones preferenciales.

⁷⁶Para mayor información sobre este método se recomienda leer la referencia de Penn University disponible en <http://www.mne.psu.edu/cimbala/me345/Lectures/Outliers.pdf>

⁷⁷Para el caso del mercado Extranjero como no se registra la tasa de contado de la operación forward, se supuso la tasa fix del SET-FX del día de la operación como una aproximación a la tasa de contado del contrato.