

RMF

Reporte de Mercados Financieros

I trimestre de 2020





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre del 2020

Banco de la República

Abril de 2020

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Carlos Andrés Quicazán
Jefe

Sara Ariza

Ittza Alejandra Barreto

Laura Viviana León

Diego Alejandro Martínez

Julián Camilo Mateus

Cristhian Hernando Ruiz

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Daniel Felipe Hernández

Daniel Alejandro Echeverri

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	7
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	26
6	Mercado monetario y renta fija	28
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	28
6.2	Mercado monetario colombiano	30
6.3	Mercado de deuda pública	32
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	32
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	34
6.4	Deuda pública externa de los países de la región	38
6.5	Deuda pública externa de Colombia	39
7	Mercado de deuda privada	40
8	Mercado accionario	43
8.1	Mercado accionario global	43
8.2	Latinoamérica y Colombia	44

Índice de Gráficos

1	Número de casos acumulados de COVID-19 en el mundo	8
2	Desempleo en economías desarrolladas	9
3	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU	9
4	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas	9
5	PMI manufacturero en economías desarrolladas	10
6	PMI de servicios en economías desarrolladas	10
7	Proyecciones de crecimiento del FMI para 2020	10
8	Crecimiento en economías desarrolladas	11
9	Crecimiento en economías emergentes	11
10	Crecimiento en Latinoamérica	12
11	Curva OIS a cinco años en economías desarrolladas	12
12	Precios promedio del petróleo y pronósticos de la AIE	15
13	Cambio en los precios de productos básicos	15
14	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa	16
15	Incertidumbre en política económica en EE.UU.	16
16	Incertidumbre en política económica en Europa	16
17	<i>CDS Spread</i> 5 años de Latinoamérica	17
18	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes	17
19	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes	17
20	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local	19
21	Índices de confianza	20
22	Expectativas de crecimiento (EOF)	20
23	Expectativas de inflación (EOF)	21
24	Expectativas a 3 meses del movimiento de las tasas de los TES que vencen en 2024 (EOF)	21
25	Expectativas a 3 meses del rendimiento del COLCAP (EOF)	21
26	Expectativas a 3 meses de la duración de los portafolios (EOF)	22
27	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	22
28	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	22
29	VIX vs índices de monedas	23
30	Tasas de cambio de Latinoamérica	24
31	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	25
32	Precio del petróleo frente al peso colombiano	27
33	COP/USD - LACI - VIX	27
34	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local	28
35	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos	29
36	Inflación IPC en los países de la región	29
37	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N	31
38	Posición neta del BR en el mercado monetario	31
39	Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019	32
40	Curva cero cupón de EE.UU.	32
41	Curvas cero cupón de países de la región	33
42	Proyección de vencimientos TES	35
43	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR	36

44	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia	36
45	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia	36
46	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros	37
47	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación	37
48	Monto promedio negociado por plazos de TES	37
49	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	37
50	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil	38
51	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú	38
52	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México	38
53	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI)	39
54	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia	39
55	Rendimientos deuda externa en USD Colombia	39
56	Globales USD vs TES locales	40
57	TES Globales vs TES locales	40
58	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada	41
59	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada	41
60	Colocaciones por tasa de interés	41
61	Participación de las emisiones por plazo de colocación	42
62	Monto colocado vs monto demandado	42
63	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	43
64	Evolución de los índices accionarios de la región	44
65	COLCAP y volumen transado diario	45
66	Volatilidad condicional índices accionarios	46
67	Capitalización bursátil ajustada/PIB*	46
68	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente	46

Índice de Tablas

1	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo	12
2	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	23
3	Intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	26
4	Intervención cambiaria del Banco Central de Chile (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	26
5	Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	26
6	Intervención cambiaria del Banco Central de México	26
7	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia	27
8	Variaciones de las tasas de política monetaria a marzo de 2020 en Latinoamérica	29
9	Inflación año completo y meta de inflación 2020	30
10	Emisiones deuda privada 1T20	41

1 Introducción

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

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

Durante el primer trimestre de 2020 (1T20) se observó una fuerte volatilidad en los mercados financieros internacionales. Durante la primera parte del trimestre estos reportaron un buen desempeño como consecuencia del mayor optimismo en torno a las relaciones comerciales entre EE.UU. y China luego que ambas naciones firmaran un acuerdo comercial de Fase 1. Sin embargo, China anunció la existencia de un nuevo virus el cual se propagó por todo el mundo que llevó a que los mercados se vieran influenciados durante el resto del trimestre principalmente por: *i)* los temores de recesión a nivel global producto de las medidas de aislamiento tomadas por las autoridades con el fin de contener la propagación del virus; *ii)* las medidas de estímulo sin precedentes anunciadas por la mayoría de autoridades monetarias y fiscales; y *iii)* la fuerte caída de los precios de los *commodities*, principalmente los del petróleo luego que se sumara al choque de menor demanda global un choque de mayor oferta.

Durante este periodo el dólar estadounidense se fortaleció de forma generalizada frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, ante la mayor percepción de riesgo a nivel global. Las monedas de los países de la región se depreciaron y su comportamiento estuvo en línea con las dinámicas del dólar a nivel global, así como con sus determinantes, además de la disminución de los precios de los *commodities*, la disminución en el apetito por activos riesgosos y algunos factores idiosincráticos de cada país. En Colombia, el peso se comportó en línea con las monedas de la región mientras que la deuda pública y el mercado accionario se desvalorizaron./

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

2 Resumen ejecutivo

2.1 Entorno internacional

Durante la primera parte del 1T20 los mercados financieros internacionales tuvieron un buen desempeño como consecuencia del mayor optimismo en torno a las relaciones comerciales entre EE.UU. y China luego que ambas naciones firmaran un acuerdo comercial de Fase 1. Al mismo tiempo, China anunció la existencia de un nuevo coronavirus que durante las siguientes semanas se propagó globalmente. Como consecuencia, los mercados financieros internacionales se vieron influenciados durante el resto del trimestre principalmente por: *i*) los temores de recesión a nivel global producto de las medidas de aislamiento tomadas por las autoridades con el fin de contener la propagación del virus; *ii*) las medidas de estímulo sin precedentes anunciadas por la mayoría de autoridades monetarias y fiscales; y *iii*) la fuerte caída de los precios de los *commodities*, principalmente los del petróleo luego que se sumara al choque de menor demanda global un choque de mayor oferta.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante enero y febrero, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente positiva ante aumentos en la confianza de consumidores, industriales y comerciantes, expectativas de que los mercados de deuda pública y renta variable continuarían evidenciando un buen desempeño, e indicadores de producción manufacturera, ventas al por menor y seguimiento a la economía por encima de las proyecciones del mercado. Sin embargo, en línea con la coyuntura internacional, el trimestre cerró con un panorama negativo tal como se observa en los indicadores más recientes de percepción de riesgo que actualmente se encuentran en niveles similares o superiores a los observados durante la crisis financiera de 2008.

2.3 Mercado cambiario

En el trimestre, el dólar estadounidense se fortaleció de forma generalizada frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, ante un contexto de un aumento importante de percepción de riesgo a nivel global, dado el surgimiento del *COVID-19* (coronavirus). Las monedas de los países de la región se depreciaron y su comportamiento estuvo en línea con las dinámicas del dólar a nivel global, así como con sus determinantes, además de la disminución de los precios de los *commodities*, la disminución en el apetito por activos riesgosos y algunos factores idiosincráticos de cada país.

Durante el 1T20 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció de 23,7% y alcanzó máximos históricos en varias ocasiones durante el periodo. La depreciación estuvo explicada principalmente por la caída del precio del petróleo dado el impacto negativo que esto tiene sobre las cuentas fiscales del país, en un entorno de mayor percepción de riesgo a nivel global dada la expansión del *COVID-19*. No obstante, a finales de marzo las operaciones del Banco de la República en el mercado cambiario ayudaron a aliviar las presiones sobre la tasa de cambio.

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el trimestre, los bancos centrales de la región recortaron sus tasas de política, en línea con las decisiones de política monetaria adoptadas por la mayoría de bancos centrales a nivel global. En el caso de Brasil, Chile y Perú, las tasas de política tocaron mínimos históricos durante este periodo. Por su parte, el mercado continúa descontando mayores recortes de las tasas de interés durante los próximos meses. A nivel local, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó la tasa de política monetaria en 50 p.b. a 3,75 % durante su reunión de marzo ya que consideró que esta contribuirá a aliviar la carga financiera de los hogares y las empresas durante la actual coyuntura.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el trimestre, la deuda pública local presentó dos tendencias: hasta principios de marzo se valorizó ante las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China, el mayor apetito por estos títulos por parte de las entidades públicas y bancos comerciales, y por el desescalamiento de las protestas sociales. Posteriormente, registró fuertes desvalorizaciones mayores a las valorizaciones previas y que se explicaron por el efecto de la propagación del coronavirus sobre la economía global y la fuerte caída de los precios del petróleo.

Por su parte, en EE.UU. se observaron valorizaciones importantes a lo largo de la curva de *Treasuries* como consecuencia de los recortes sorpresivos por parte de la Fed y la mayor demanda de activos refugio, producto del aumento de la percepción de riesgo a nivel global. Por su parte, las curvas de la región presentaron empinamientos ante valorizaciones del tramo corto producto de la mayor expansión monetaria adoptada por los bancos centrales, y desvalorizaciones del tramo largo ante el menor apetito por activos riesgosos.

2.6 Mercado accionario

Durante el 1T20 los principales mercados accionarios a nivel global tuvieron un comportamiento negativo impactados por la mayor percepción de riesgo a nivel global dado el avance del *COVID-19* y el impacto que tendrá sobre la economía mundial y las ganancias de las empresas, adicionalmente los mercados se vieron afectados por el desplome de los precios del petróleo.

3 Entorno internacional

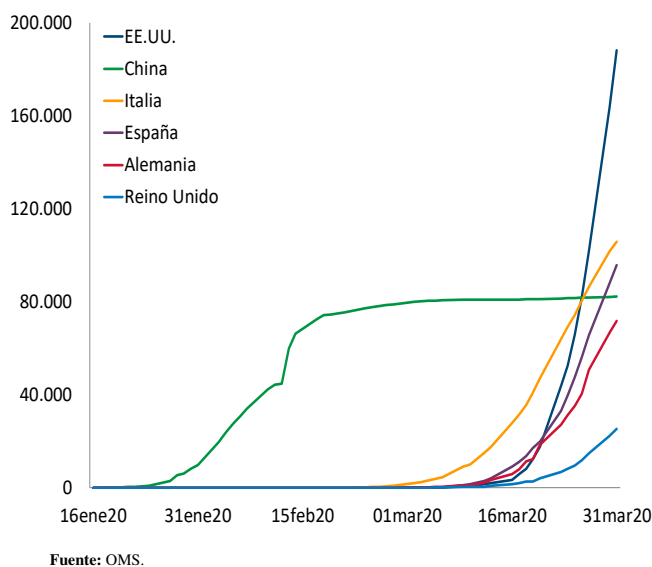
Durante la primera parte del 1T20 los mercados financieros internacionales tuvieron un buen desempeño como consecuencia del mayor optimismo en torno a las relaciones comerciales entre EE.UU. y China luego que ambas naciones firmaran un acuerdo comercial de Fase 1. Al mismo tiempo, China anunció la existencia de un nuevo coronavirus que durante las siguientes semanas se propagó globalmente. Como consecuencia, los mercados financieros internacionales se vieron influenciados durante el resto del trimestre principalmente por: *i*) los temores de recesión a nivel global producto de las medidas de aislamiento tomadas por las autoridades con el fin de contener la propagación del virus; *ii*) las medidas de estímulo sin precedentes anunciadas por la mayoría de autoridades monetarias y fiscales; y *iii*) la fuerte caída de los precios de los *commodities*, principalmente los del petróleo luego que se sumara al choque de menor demanda global un choque de mayor oferta.

Temores de recesión económica global

Al comienzo del 1T20 China anunció la existencia de un nuevo coronavirus (SARS-CoV-2) que se originó en la ciudad de Wuhan y sería el responsable de una nueva enfermedad respiratoria (COVID-19). En cuestión de semanas este virus se propagó por el resto del mundo y el 11 de marzo la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró la nueva enfermedad como pandemia (*Gráfico 1*). Como respuesta, la mayoría de los gobiernos del mundo se vieron obligados a tomar medidas con el fin de contener el coronavirus. Entre las medidas tomadas se encuentra el aislamiento de sus ciudadanos, el cierre de aeropuertos y fronteras, que conlleva a un sinnúmero de restricciones, lo que conllevó a la suspensión de la actividad económica en sectores que no se consideran vitales. Estas medidas representan un choque de demanda importante y han tenido repercusiones significativas sobre diversos sectores de la economía global.

Frente al mercado laboral, durante enero y febrero

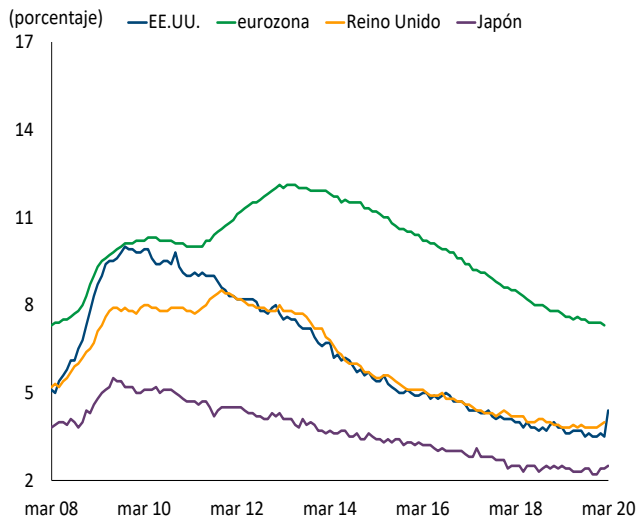
Gráfico 1: Número de casos acumulados de COVID-19 en el mundo



las principales economías desarrolladas continuaron presentando tasas de desempleo históricamente bajas (*Gráfico 2*). Adicionalmente, en EE.UU. los niveles de contratación y las solicitudes iniciales de desempleo continuaron evidenciando un buen comportamiento del mercado laboral estadounidense. No obstante, durante marzo el nuevo virus se empezó a propagar de manera acelerada en EE.UU. lo que llevó a las autoridades, primero estatales y después federales, a tomar medidas como las mencionadas anteriormente para hacer frente al crecimiento exponencial de los nuevos casos, principalmente en Nueva York. Como consecuencia, el dato de nominas no agrícolas presentó una contracción no vista desde la crisis financiera de 2008 y las solicitudes iniciales de desempleo alcanzaron valores cercanos a los 3 millones y 6 millones durante la tercera y cuarta semana de marzo, respectivamente. Para poner estas cifras en contexto, durante la semana con el mayor número de solicitudes iniciales de desempleo durante la crisis financiera de 2008, esta cifra no alcanzó el millón de solicitudes (*Gráfico 3*).

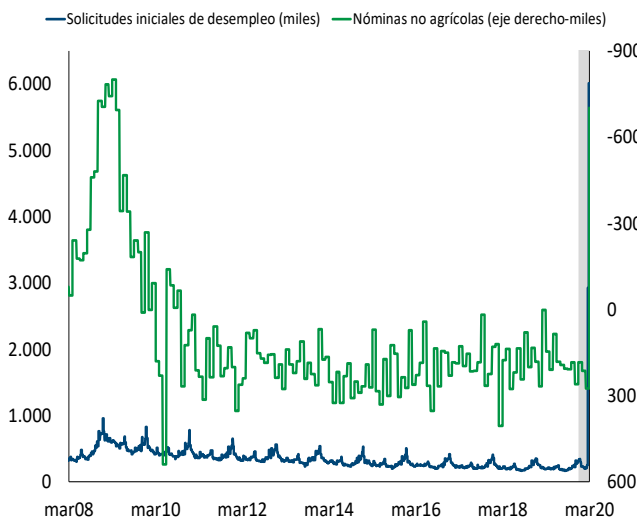
En lo referente a los indicadores de sentimiento del

Gráfico 2: Desempleo en economías desarrolladas



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

Gráfico 3: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU

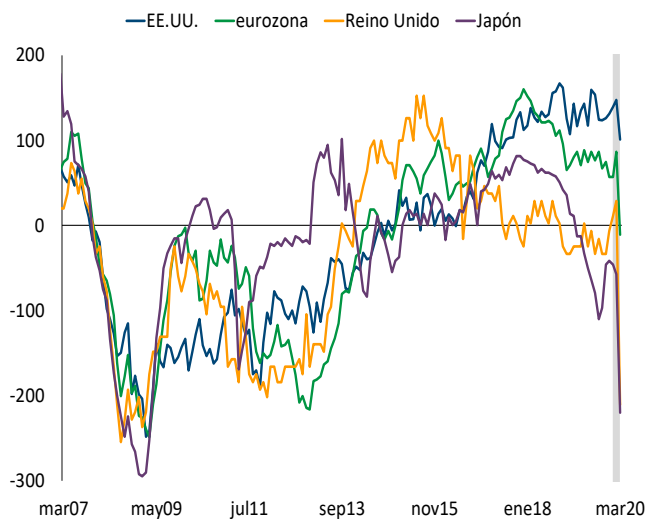


Fuente: Bloomberg.

mercado, en enero y febrero se observó: *i*) un aumento de la confianza del consumidor en EE.UU, la eurozona y Reino Unido, y un deterioro en Japón explicado en parte por la propagación prematura del virus

dada su cercanía con China (*Gráfico 4*); *ii*) una mejora del PMI¹ manufacturero en el Reino Unido y la eurozona, y un deterioro en EE.UU. y Japón. En el caso de la eurozona y Japón, este indicador se encuentra en territorio de contracción desde febrero del 2019 (*Gráfico 5*); y *iii*) un deterioro del PMI de servicios en EE.UU. y Japón, ambos en zona de contracción, una mejora en Reino Unido y relativa estabilidad en la eurozona (*Gráfico 6*). En marzo, de manera análoga a lo observado en el mercado laboral, estos indicadores de sentimiento de mercado presentaron una reducción importante y tocaron mínimos históricos en varios casos.

Gráfico 4: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas

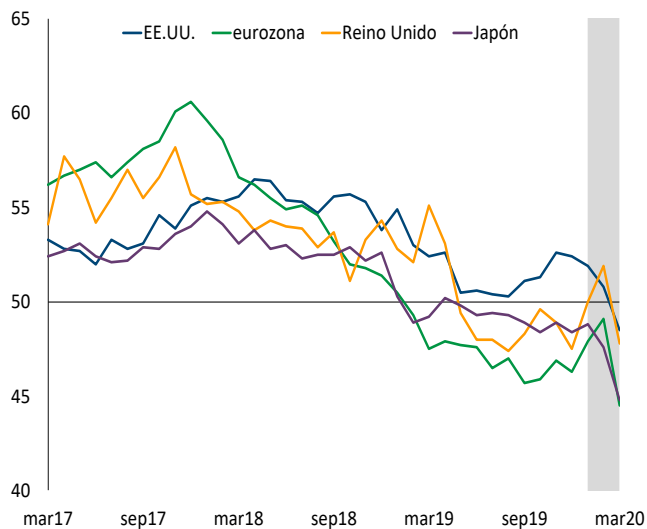


Fuente: Bloomberg.

De acuerdo con el comportamiento reciente del mercado laboral y de los indicadores de sentimiento del mercado, varias instituciones como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectan este año una recesión económica global superior a la

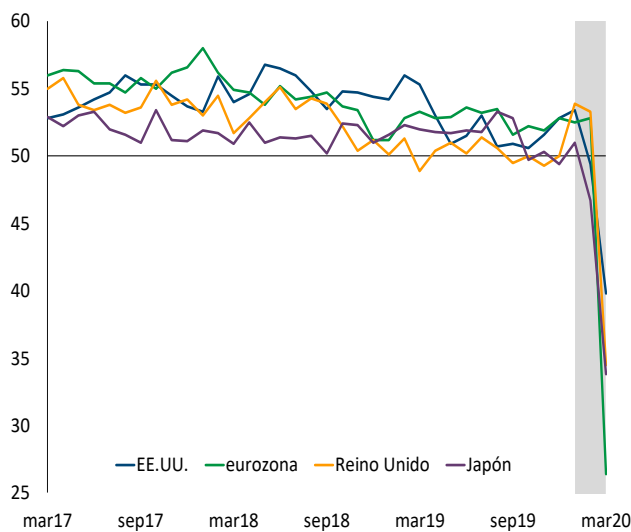
¹El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión, mientras que un dato por debajo indica contracción.

Gráfico 5: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

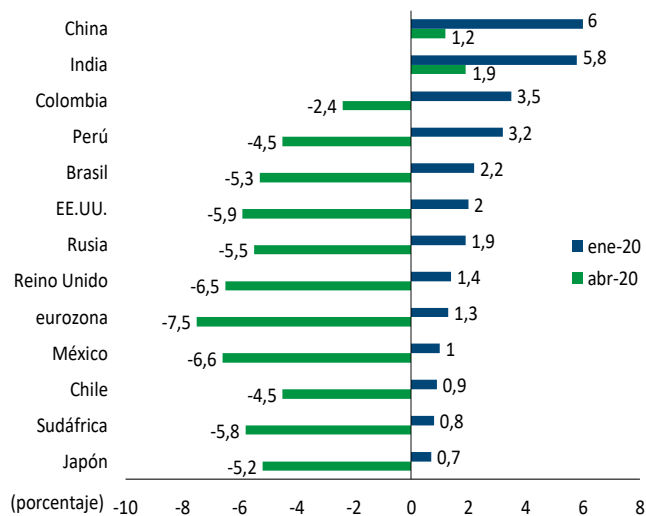
Gráfico 6: PMI de servicios en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

crisis financiera del 2008, y quizás comparable a la Gran Depresión de 1929 (Gráfico 7). Sin embargo, estas entidades estiman una recuperación del crecimiento a partir de 2021.

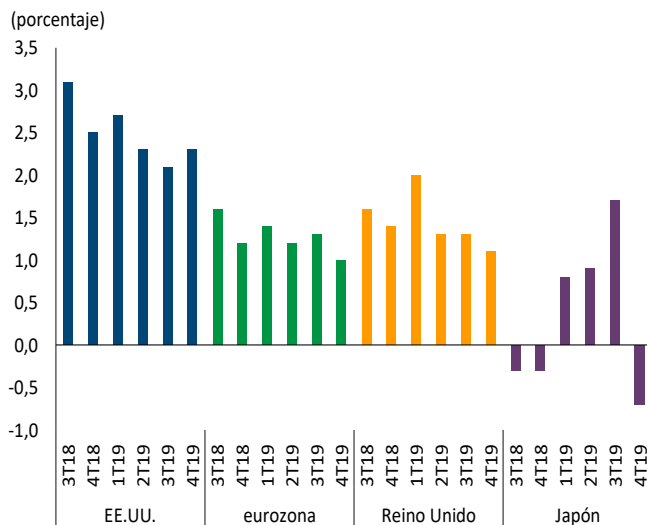
Gráfico 7: Proyecciones de crecimiento del FMI para 2020



Fuente: FMI.

Es importante destacar que las economías desarrolladas analizadas venían presentando una desaceleración económica desde antes del choque del COVID-19 (Gráfico 8). En EE.UU., el crecimiento del PIB fue 2,3 % durante el 4T19 y 3 % durante 2019, lo que corresponde al crecimiento más débil desde 2016 como consecuencia de la desaceleración del gasto personal y la caída de las exportaciones (producto de las tensiones comerciales con China), aunque éstas fueron compensadas por el mejor comportamiento del gasto gubernamental, y un menor aumento de las importaciones frente a las de 2018. En el caso de la eurozona, la economía creció 1 % durante el 4T19 como consecuencia de reducciones del PIB en Francia e Italia, y un estancamiento de la economía alemana. En el Reino Unido, la economía creció 1,1 % durante los últimos tres meses del año pasado, el crecimiento más bajo desde 2012 ante una debilidad del gasto de los hogares que presentó el menor crecimiento en cuatro años, afectados por la incertidumbre en torno al *Brexit*. Por último, la economía japonesa se contrajo 0,7 % en el 4T19, el mayor descenso en cinco años, afectada por el impacto negativo de varios tifones y una reducción del consumo de los hogares que fueron afectados por el aumento del IVA.

Gráfico 8: Crecimiento en economías desarrolladas

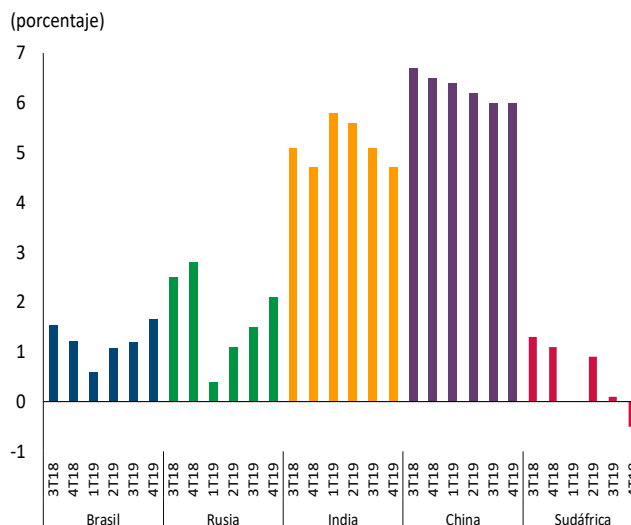


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías emergentes, los datos del PIB del 4T19 muestran que India continuó desacelerándose a un mayor ritmo que China, de manera que esta última continuó siendo la economía de mayor crecimiento entre las principales economías a nivel global. Por otro lado, se observó una recuperación en el caso de Brasil y Rusia, y una contracción en Sudáfrica. En el caso de China, la economía creció 6% en el trimestre y 6,1% durante el año, lo cual correspondió a la tasa de crecimiento más baja en 30 años (Gráfico 9).

En Latinoamérica, las economías de Brasil, Perú y Colombia se expandieron durante el 4T19, mientras que las economías de Chile y México mostraron un crecimiento negativo. En el caso de Brasil, la economía se expandió 1,7% impulsada por el consumo; sin embargo, durante el año la actividad se vio afectada por la desaceleración de la demanda interna y un desempeño modesto de las cuentas externas. El crecimiento de 1,8% de Perú estuvo explicado por la evolución favorable de la demanda interna y un crecimiento del volumen de exportaciones que se tradujo en un balance comercial positivo. En cuanto a Colombia, la economía creció un 3,4% y las actividades económicas que más contribuyeron a la dinámica fueron el comer-

Gráfico 9: Crecimiento en economías emergentes



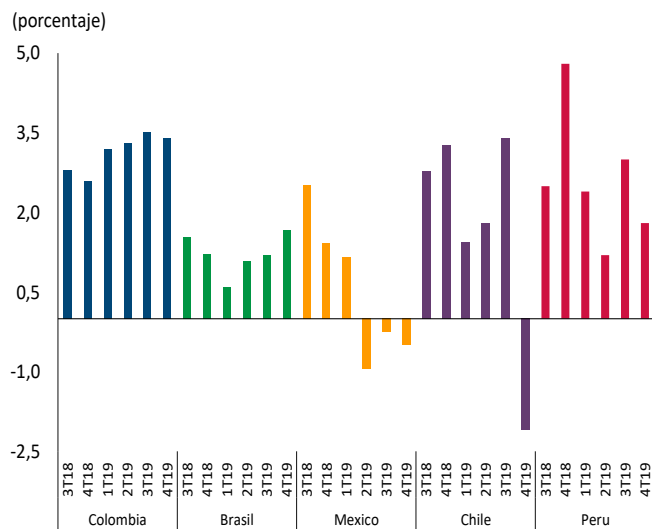
Fuente: Bloomberg.

cio al por mayor y al por menor y la administración pública y defensa. Por otra parte, la economía chilena presentó una contracción de 2,1% principalmente como consecuencia del efecto de la crisis social sobre el sector servicios. Finalmente, la economía mexicana se contrajo 0,5% ante la caída de las actividades secundarias como el sector manufacturero (Gráfico 10).

Medidas de estímulo monetario y fiscal

Aunque la naturaleza de esta crisis es muy diferente a cualquier otra crisis reciente y en gran parte la solución de esta depende de que se encuentre una vacuna, las autoridades monetarias en países desarrollados, y en menor medida en países emergentes, han tomado medidas monetarias y fiscales sin precedentes con el fin de hacer frente a la posible recesión de este año. Frente a la política monetaria, la mayoría de los bancos centrales recortaron sus tasas de política varias veces durante el 1T20 (Cuadro 1) y adoptaron varias medidas de emergencia con el fin de proveer liquidez tanto en moneda local como extranjera y reducir la alta volatilidad que se presentó en los mercados financieros. En el frente fiscal, los diferentes gobiernos adoptaron paquetes de estímulo fiscal, que en el caso de las

Gráfico 10: Crecimiento en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

economías desarrolladas alcanzó montos superiores al 10% del PIB (incluyendo potenciales garantías) con el fin de otorgar transferencias directas a sus ciudadanos, diferir impuestos, financiar los mayores gastos del sistema de salud, y subsidiar y garantizar créditos al sector privado, entre otros fines.

En cuanto a las expectativas de política monetaria, durante los primeros meses del trimestre se evidenciaron expectativas de mayores reducciones de tasas en las principales economías desarrolladas, incluso en la eurozona y Japón donde las tasas de interés ya se encontraban en niveles negativos desde hace varios años. Cuando el choque del COVID-19 hizo evidente la necesidad de mayor estímulo, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ) no recortaron sus tasas de política, al considerar que podría ser contraproducente, sino que adoptaron medidas no convencionales de política, lo cual hizo que las expectativas de tasas de política en el mediano plazo volvieran a converger a niveles cercanos a 0%. Por su parte, la Reserva Federal (Fed) y el Banco de Inglaterra (BoE) también adoptaron medidas de estímulo no convencionales pero recortaron tasas hasta niveles cercanos al 0%, haciendo uso del espacio monetario que tenían

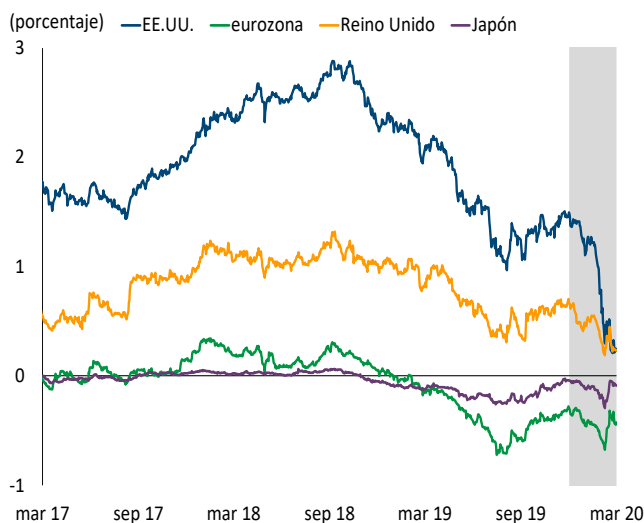
Cuadro 1: Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo

	Dic 2019	Mar 2020	Δ 1T20 (p.b)
eurozona	-0,50 %	-0,50 %	0
Japón	-0,10 %	-0,10 %	0
Sudáfrica	6,50 %	6,50 %	0
Suecia	0,00 %	0,00 %	0
Suiza	-0,75 %	-0,75 %	0
Rusia	6,25 %	6,00 %	-25
China	2,50 %	2,20 %	-30
Australia	0,75 %	0,25 %	-50
Colombia	4,25 %	3,75 %	-50
Corea del Sur	1,25 %	0,75 %	-50
Indonesia	5,00 %	4,50 %	-50
Reino Unido	0,75 %	0,10 %	-65
Brasil	4,50 %	3,75 %	-75
India	5,15 %	4,40 %	-75
México	7,25 %	6,50 %	-75
Nueva Zelanda	1,00 %	0,25 %	-75
Perú	2,25 %	1,25 %	-100
Chile	1,75 %	0,50 %	-125
Noruega	1,50 %	0,25 %	-125
Canadá	1,75 %	0,25 %	-150
Estados Unidos	1,50 %-1,75 %	0,00 %-0,25 %	-150
Turquía	12,00 %	9,75 %	-225

Fuente: Páginas de los bancos centrales

disponible, y ahora el mercado espera que se mantengan en estos niveles en el mediano plazo (Gráfico 11).

Gráfico 11: Curva OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En EE.UU, la Fed recortó dos veces el rango de fondos federales de manera sorpresiva (50 p.b. el 3 de marzo y 100 p.b. el 15 de marzo) hasta ubicarlo en 0% - 0,25%. Sin embargo, el mercado reaccionó de manera negativa a estos recortes tras considerarlos insuficientes, por lo que la Fed adoptó varias medidas adicionales como: *i*) un nuevo programa de expansión cuantitativa ilimitada, donde la Fed se compromete a comprar la cantidad que sea necesaria de *Treasuries* y *MBS* (títulos respaldados por hipotecas, por sus siglas en inglés) emitidos por ciertas entidades gubernamentales², con el fin de hacer frente a la alta volatilidad en estos mercados; *ii*) la activación de líneas *swap* con varios bancos centrales con el fin de proveer dólares a varios países del mundo; *iii*) el aumento del cupo y el plazo de las operaciones repo de expansión; y *iv*) un programa de alivio y crédito a pequeñas y medianas empresas de grado de inversión, y la compra de sus bonos en el mercado secundario, así como de ETFs corporativos. En el frente fiscal se destaca la aprobación a finales de marzo en el Congreso de un paquete de estímulo por un valor cercano a los USD 2 billones (b), el mayor rescate en la historia del país, y se espera la aprobación de estímulos adicionales durante los próximos meses conforme avancen los casos epidemiológicos en el país.

En la eurozona, pese a que el BCE decidió mantener sus tasas de política estables durante el 1T20, implementó varias medidas de estímulo entre las que se destaca: *i*) el aumento del tamaño y diversificación de los instrumentos de su programa de compra de activos; y *ii*) mejores condiciones de sus operaciones TL-TRO³. Respecto a las medidas de estímulo fiscal, incluso antes del choque del COVID-19, varios analistas ya se habían pronunciado sobre la necesidad de relajar las restricciones presupuestales en la eurozona con el fin de estimular la economía dadas las limitaciones de la política monetaria. En este sentido, no han sido sorpresivos los anuncios hechos por varios gobiernos

de la eurozona que han tomado medidas de estímulo fiscal en línea con lo observado en EE.UU. Incluso Alemania, que anteriormente se había mostrado reacia a abandonar su superávit fiscal, a finales de marzo aprobó un paquete fiscal por un valor de €156 miles de millones (mm) y un cupo de deuda adicional por €200 mm. Por último, es importante destacar que la política fiscal en la eurozona no es centralizada como sí lo es la política monetaria, lo cual implica mayores retos frente a sus pares desarrollados.

En Reino Unido, el *BoE* redujo su tasa de política en 65 p.b. hasta el mínimo histórico de 0,1%. Además, en línea con las decisiones tomadas por los demás bancos centrales, el *BoE* anunció varias medidas entre las que se destaca el aumento del programa de compras de deuda pública y corporativa. Por otro lado, el Gobierno anunció un paquete de estímulo fiscal por un valor de 2% del PIB, que se complementa con un monto por £300 mm en garantías a los préstamos hechos a pequeñas y medianas empresas.

En Japón, el Gobierno anunció un paquete de estímulo fiscal por ¥13,2 b que se invertiría principalmente en obras públicas con el fin de recuperar los daños ocasionados por los tifones el año pasado, y el mercado espera que pronto se anuncie un paquete aún más grande con el fin de cubrir las pérdidas de los ciudadanos y las empresas ocasionadas por el COVID-19. Por su parte, el *BoJ* dejó inalterada su tasa de política, en línea con el BCE, pero ha tomado medidas de estímulo monetario con el fin de continuar brindando apoyo a las iniciativas fiscales del Gobierno mediante programas de expansión cuantitativa y controles sobre las tasas de la curva de rendimientos.

En Latinoamérica también se anunciaron una serie de medidas monetarias, fiscales y de intervención cambiaria (ver sección Mercado cambiario) con el fin de contrarrestar los efectos de la pandemia. Así, en México, el Banco de México (Banxico) anunció algunas medidas para proveer liquidez en moneda nacional y extranjera y mejorar el funcionamiento de los mercados nacionales: *i*) la disminución del Depósito de Regulación Monetaria (DRM) por un monto de 50 mm

²Estas entidades son la *Government National Mortgage Association* (GNMA o Ginnie Mae), la *Federal National Mortgage Association* (FNMA o Fannie Mae) y la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac).

³*Targeted Long-Term Refinancing Operations*.

de pesos; *ii*) ajustes a la tasa de interés de la Facilidad de Liquidez Adicional Ordinaria; y *iii*) colaboración con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) para fortalecer el Programa de Formadores de Mercado de Deuda Gubernamental.

En el caso de Brasil, inicialmente el Banco Central de Brasil (BCB) redujo los requerimientos de reservas de depósitos a plazo del 31 % al 25 % y aumentó los requisitos de reserva del coeficiente de cobertura de liquidez (LCR); además, redujo el colchón de conservación de capital (CCB) de 2,5 % a 1,25 % y anunció un programa de recompra de títulos soberanos brasileños en dólares. Posteriormente, el Gobierno anunció un paquete económico de USD 17,2 mm (88,2 mm de reales) para reforzar las finanzas de los estados y municipios ante la crisis sanitaria ⁴, el BCB anunció que pondría a disposición una línea de crédito de emergencia por 40 millones de reales (USD 7,8 mm) para pequeñas y medianas empresas y la Cámara Baja aprobó un pago de 600 reales (USD 120) para trabajadores de bajos ingresos durante la crisis de la epidemia de coronavirus.

En cuanto a Chile, el Gobierno lanzó un plan económico de USD 11,75 mm para contrarrestar el efecto de las turbulencias de los mercados⁵. Por otra parte, el Banco Central de Chile (BCCh) anunció y estableció las normas de una serie de medidas encaminadas a entregar liquidez a la economía y apoyar el flujo de crédito y la transmisión de la política monetaria: *i*) la apertura de una facilidad de financiamiento condicional al incremento de colocaciones (FCIC); *ii*) la activación de la Línea de Crédito de Liquidez (LCL) en moneda nacional⁶; *iii*) la inclusión de los bonos corporativos

⁴Dentro de los cuales, 1,6 mm se destinarían para el sector de la salud, 3,2 mm para los estados como seguro ante la menor recaudación, 400 millones para asistencia social, 2,5 mm para perdonar la suspensión de deudas de los estados al gobierno, 1,9 mm de dólares para renegociar con los bancos las deudas que mantienen los estados y municipios y 8 mm para facilitar operaciones de crédito.

⁵El plan representa 4.7 % del PIB y se enfoca principalmente en el otorgamiento de subsidios a las personas más.

⁶Cuyo límite corresponde al encaje promedio en pesos de cada Banco.

dentro de los colaterales elegibles para todas las operaciones de liquidez en pesos; y *iv*) un programa de compra de bonos bancarios de hasta USD 4000 millones. Asimismo, el BCCh anunció la implementación de medidas complementarias como la suspensión temporal del cumplimiento de los requerimientos de descalce de plazos previstos.

Finalmente, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) adoptó medidas para el mantenimiento de la cadena de pagos y créditos como: la reducción de la tasa de encaje mínimo legal y el requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles, la reducción de la tasa de encaje para las obligaciones en moneda extranjera con plazos promedio igual o menor a 2 años con entidades financieras extranjeras y la suspensión (por lo que resta del año 2020) del requerimiento adicional de encaje asociado al crédito en moneda extranjera⁷. Además, el BCRP anunció la inyección de alrededor de 30 mm de soles (USD 8,8 mm) a través de préstamos garantizados por el Ministerio de Economía y Finanzas con el objetivo de apoyar a las empresas y asegurar la cadena de pagos⁸.

Menores precios de los *commodities*

Durante el 1T20, el precio del petróleo tuvo un comportamiento desfavorable⁹. Iniciando el 2020, el precio del crudo descendió tras la reducción de las tensiones entre EE.UU. e Irán; y posteriormente, a causa de: *i*) el temor inicial de que la propagación del virus redujera la demanda de combustible a nivel mundial; *ii*) la guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia, que surgió después de la reunión del 6 de marzo de 2020 entre los miembros de la OPEP y sus países socios, que finalizó sin un acuerdo para profundizar y prolongar los recortes de producción de crudo y llevó

⁷ Asimismo, el Directorio del Banco aprobó un nuevo instrumento de inyección de liquidez que consiste en operaciones de reporte de nueva cartera crediticia que cuente con garantía estatal.

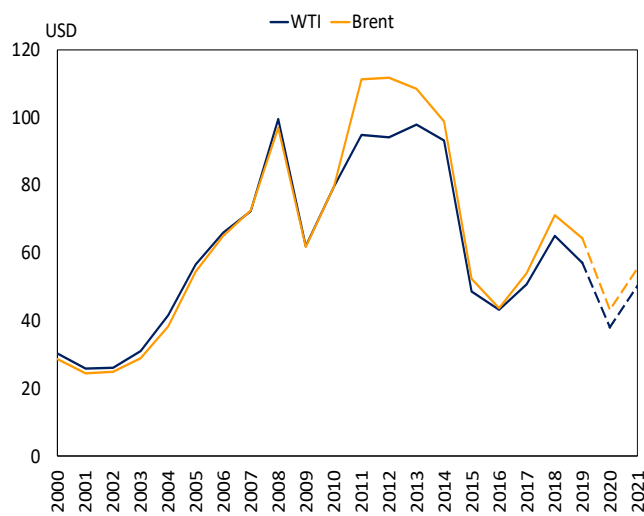
⁸ Esta medida es parte de un paquete en proceso de aprobación equivalente a USD 26,4 mm o 12 % del PIB nacional, para mitigar los efectos del coronavirus en la economía local.

⁹ Los precios de las referencias WTI y Brent disminuyeron 66,5 % y 60,1 %, en su orden, a niveles no vistos en más de 18 y 16 años, respectivamente.

a que el 9 de marzo Arabia Saudita y Rusia indicaran un aumento de la producción por encima de los lineamientos y cuotas establecidos por la OPEP; y *iii*) la incertidumbre en relación con la duración de los cierres a nivel mundial por el coronavirus, lo que llevaría a una reducción mayor de la demanda, en medio de un excedente creciente de crudo.

En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, La Agencia Internacional de la Energía (AIE) en sus perspectivas energéticas a corto plazo del mes de marzo, pronostica precios promedio anuales *spot* para el Brent alrededor de USD 43 y USD 55 en 2020 y 2021 respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, se espera un precio promedio anual de USD 38 y USD 50 aproximadamente para estos mismos años. En ambos casos, los pronósticos de la AIE se ubican en valores inferiores a los observados durante 2019¹⁰ (Gráfico 12).

Gráfico 12: Precios promedio del petróleo y pronósticos de la AIE



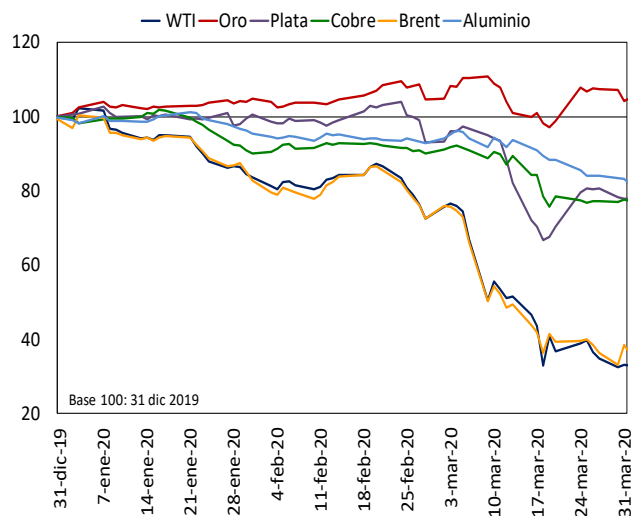
Fuente: AIE.

En general, se presentaron desvalorizaciones de los productos industriales, metales preciosos y productos agrícolas durante el 1T20 (Gráfico 13). Los precios de

¹⁰En el caso de la referencia Brent, en 2019 el precio promedio por barril se ubicó en USD64,36. Por su parte, el precio de la referencia WTI se ubicó en USD57,02.

los metales preciosos como el oro y la plata cayeron a mediados de marzo, en un contexto de extrema volatilidad financiera y aumento en los requerimientos de liquidez. Luego, su precio se vio favorecido ante la demanda de activos refugio dado los temores de una recesión económica global. En este mismo contexto, los precios de los metales industriales presentaron disminuciones, en particular el precio del cobre se vio afectado por el impacto de la crisis sanitaria en una menor demanda por parte de China, EE.UU. y Europa.

Gráfico 13: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

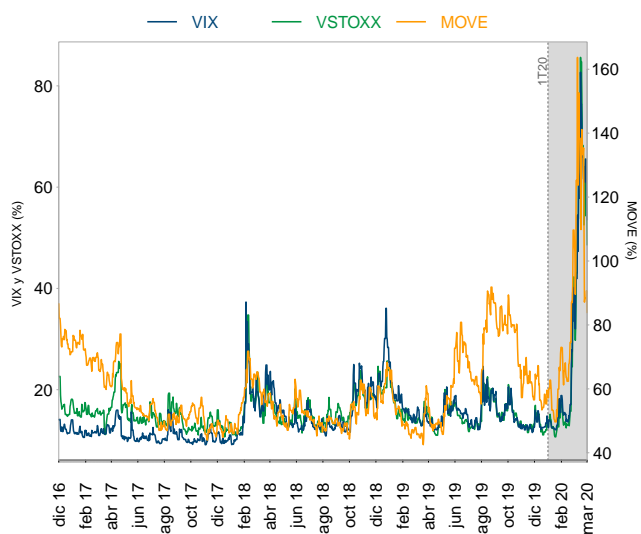
Incertidumbre en los mercados financieros

En línea con todo lo expuesto anteriormente, los mercados financieros a nivel global presentaron un comportamiento desfavorable, afectados por las expectativas de recesión económica global y la incertidumbre asociada a estas expectativas. De esta manera, los indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional para países desarrollados presentaron una alta volatilidad y alcanzaron máximos históricos en el caso del *Vix*¹¹, no observados desde el 2001 en el caso del *Vs-*

¹¹El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice bursátil *S&P 500*.

*toxx*¹² y no observados desde el 2008 en el caso del *Move*¹³ (Gráfico 14).

Gráfico 14: Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg.

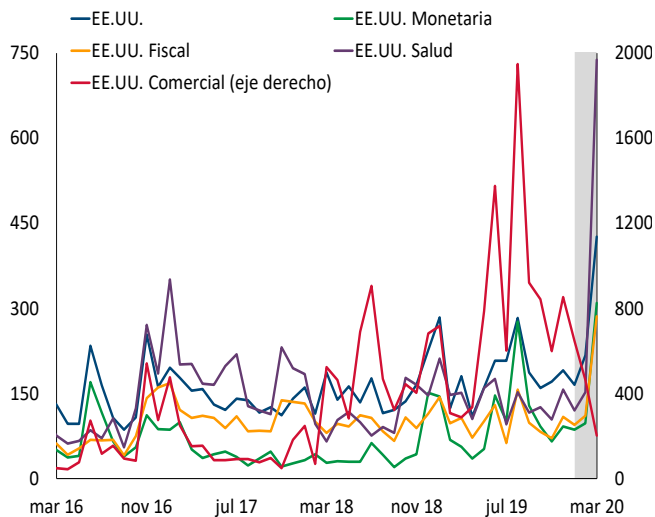
A nivel global, el indicador de incertidumbre de política económica propuesto por Baker, Bloom y Davis (2016) presentó un aumento importante en EE.UU. tanto a nivel agregado como en lo referente a los componentes de política fiscal, monetaria y sanitaria, esta última alcanzando niveles históricos en línea con la emergencia actual (Gráfico 15). Así mismo, en Europa aumentaron los indicadores de incertidumbre en Alemania, España e Italia, mientras que se redujo en Reino Unido ante la menor relevancia del *Brexit* en el contexto actual (Gráfico 16).

Como consecuencia de lo observado en economías desarrolladas, durante el mes de marzo las primas de riesgo en países emergentes pasaron de estar en niveles históricamente bajos a presentar aumentos significativos durante el 1T20. En el caso de Latinoamérica, durante el 1T20 el *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años aumentó 176 p.b. en Brasil, 162 p.b. en México,

¹²El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a tres meses sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

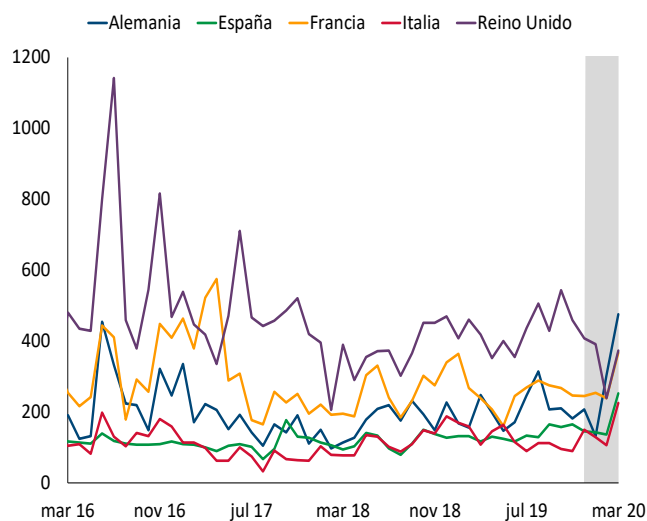
¹³El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a un mes sobre los *Treasuries*

Gráfico 15: Incertidumbre en política económica en EE.UU.



Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

Gráfico 16: Incertidumbre en política económica en Europa

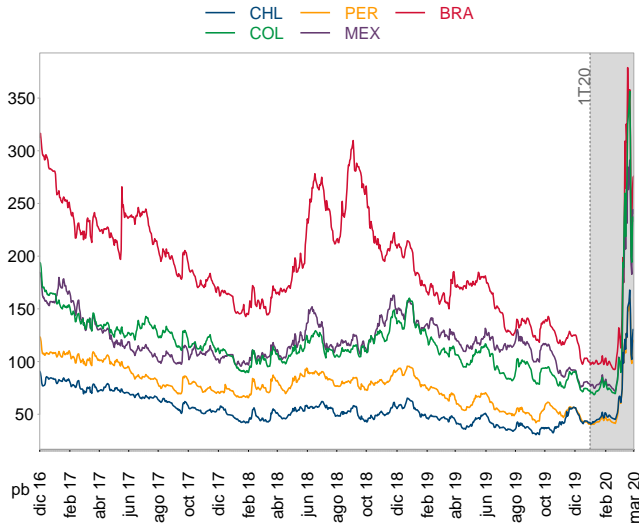


Fuente: Baker, Bloom & Davis (2016).

161 p.b. en Colombia, 88 p.b. en Chile y 78 p.b. Perú (Gráfico 17).

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

Gráfico 17: CDS Spread 5 años de Latinoamérica



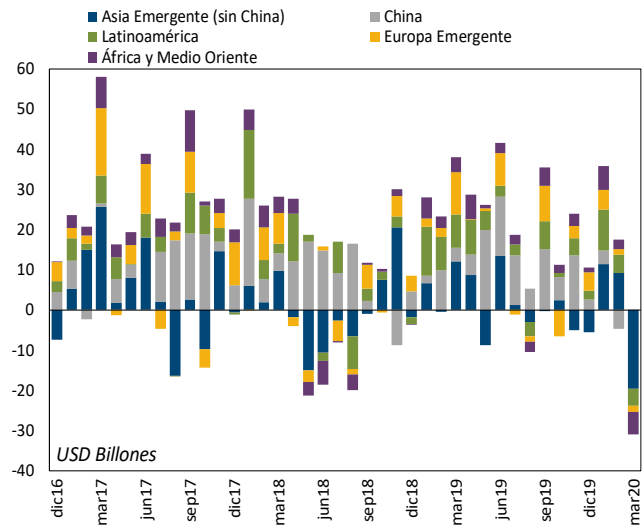
Fuente: Bloomberg.

ce (IIF), durante el 1T20 se presentaron salidas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD50,7 mm (mientras que en el 4T19 se reportaron entradas por USD32,9 mm), de las cuales hubo entradas de USD17,6 mm y salidas por USD68,3 mm de los mercados de renta fija y renta variable respectivamente (Gráficos 18 y 19). Los mayores flujos de capitales salientes se observaron en el mes de marzo, en donde se presentaron salidas netas de capital de portafolio desde países emergentes por USD83,3 mm (en enero se observaron entradas de USD33,7 mm y en febrero salidas por USD1,0 mm) de los cuales USD55,4 mm corresponden a Asia Emergente. Esta salida fue mayor a las presentadas durante la crisis financiera de 2008, el *taper tantrum* en 2013 y el episodio de devaluación del yuan en 2015.

Al igual que en la mayoría de los países emergentes, durante el 1T20 se presentaron salidas de capital del mercado accionario de América Latina por USD 21,9 mm (en el 4T19 se reportaron salidas por USD 0,8 mm). En relación con el mercado de deuda latinoamericano, a pesar de que durante el mes de marzo se dieron salidas por USD 4,4 mm, en total durante el 1T20 se presentaron entradas netas de USD10,4 mm (en el

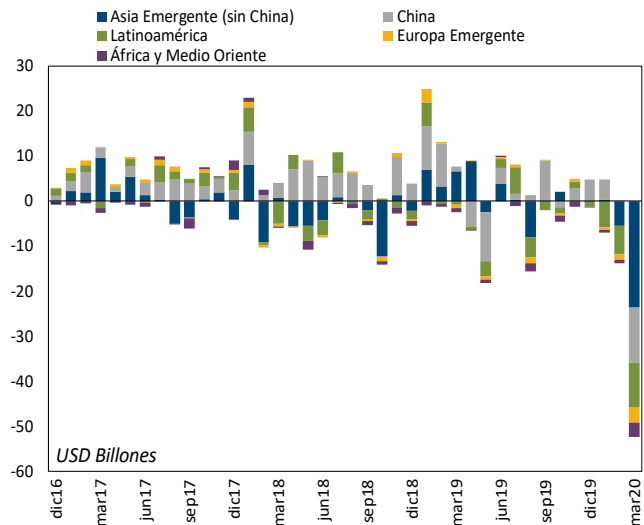
4T19 se reportaron entradas de USD 7,6 mm).

Gráfico 18: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



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

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



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

4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante la primera parte del 1T20, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente positiva ante aumentos en la confianza de consumidores, industriales y comerciantes, expectativas de que los mercados de deuda pública y renta variable continuarían evidenciando un buen desempeño, e indicadores de producción manufacturera, ventas al por menor y seguimiento a la economía por encima de las proyecciones del mercado. Sin embargo, en línea con la coyuntura actual, el trimestre cerró con un panorama negativo tal como se observa en los indicadores más recientes de percepción de riesgo que actualmente se encuentran en niveles similares o superiores a los observados durante la crisis financiera de 2008 (*Gráfico 20*). En este contexto, es probable que durante los próximos meses los indicadores acá analizados, y que presentan varios meses de rezago, empiecen a evidenciar la mayor percepción de riesgo a nivel local.

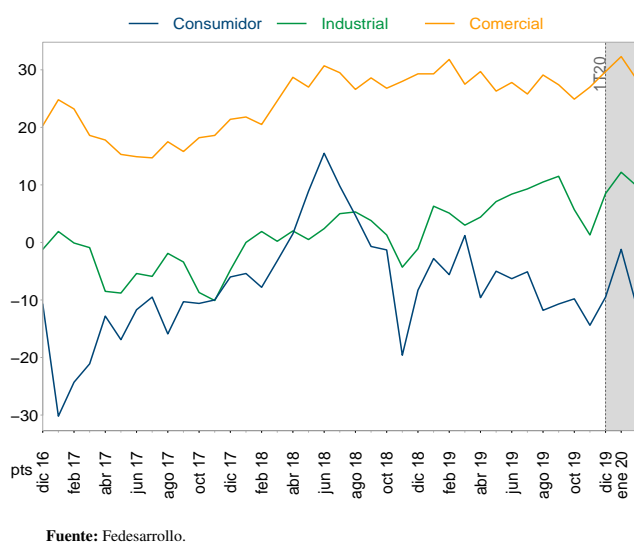
Gráfico 20: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



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

En el *Gráfico 21* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo¹⁴. Se observa que, hasta febrero, la confianza de los tres grupos aumentó frente al trimestre anterior, de manera que en promedio pasó de -11,2%, 5,2% y 27,2% a -6,2%, 11% y 33,3%, respectivamente. Sin embargo, en marzo la confianza presentó un deterioro importante, en línea con el anuncio de cuarentena por parte del Gobierno.

Gráfico 21: Índices de confianza



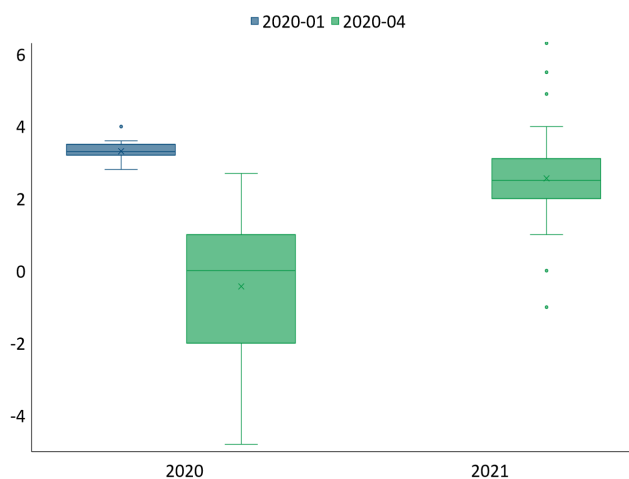
Durante el 1T20 se conocieron datos mixtos de crecimiento de la producción manufacturera. Este resultó por debajo de lo esperado por el mercado en noviembre (obs: -1,5%; esp: 1,2%) y diciembre (obs: 3,2%; esp: 3,7%), pero por encima en enero (obs: 3,7%; esp: 1,5%). Por su parte, las ventas al por menor crecieron por encima de las proyecciones del mercado en noviembre (obs: 4,4%; esp: 4,1%) y diciembre (obs: 7,1%; esp: 5,5%), pero por debajo en enero (obs: 7,5%; esp: 7,6%). Por último, el Indicador de Seguimiento a la Economía se ubicó por encima de lo esperado por el mercado en noviembre (obs: 2,9%;

¹⁴Los 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.

esp: 2,5%), diciembre (obs: 3,6%; esp: 3,3%) y enero (obs: 3,5%; esp: 3,4%)¹⁵.

En la Encuesta de Opinión Financiera¹⁶ se observó que entre enero y abril, las expectativas de crecimiento se redujeron sustancialmente para 2020 de 3,31% a -0,43% (*Gráfico 22*). Para 2021 los analistas prevén que la economía se recupere y crezca 2,56%. Esta expectativa de contracción económica para 2020 se ubica por debajo de lo estimado por el FMI (-2,4%) y por el Banco Mundial (-2%) en abril. Lo anterior en línea con la coyuntura actual y pese a la publicación del dato del 2019 que se ubicó en 3,3%, por encima del 3,2% esperado por el mercado. Respecto a la inflación, las expectativas aumentaron para 2020 pero se redujeron para 2021. De esta manera, la inflación esperada para 2020 y 2021 pasó de 3,47% y 3,36% en enero a 3,55% y 3,29% en abril (*Gráfico 23*)

Gráfico 22: Expectativas de crecimiento (EOF)



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

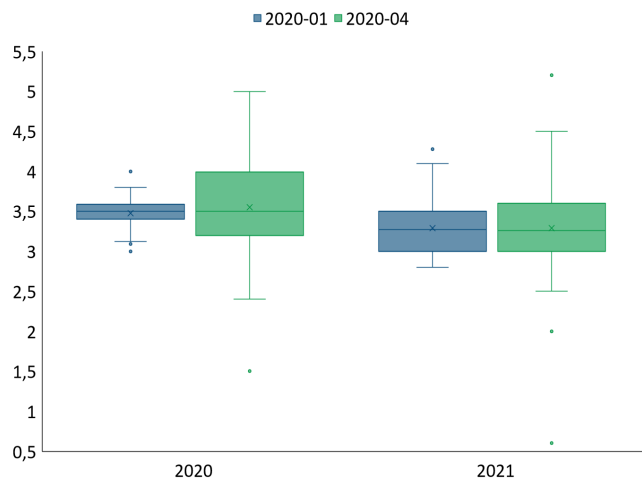
En lo referente al rendimiento esperado del TES que vence en 2024¹⁷ los agentes mencionaron en enero

¹⁵Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

¹⁶Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

¹⁷El dato de cada mes se calcula como el valor promedio de las respuestas de los analistas encuestados. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa promedio durante los días en que se aplica la encuesta.

Gráfico 23: Expectativas de inflación (EOF)



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

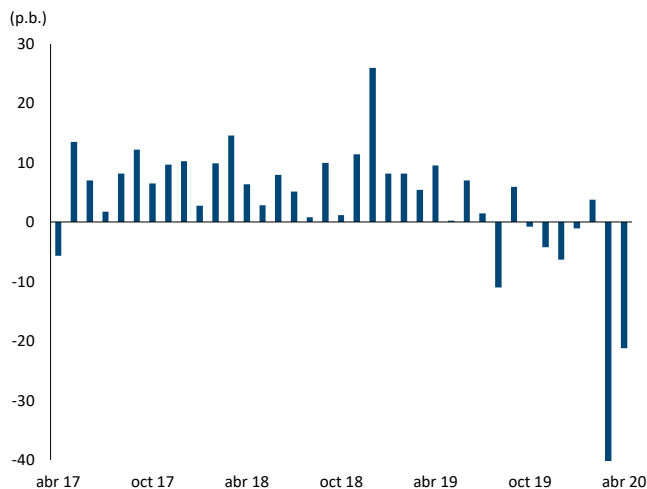
expectativas de mayores valorizaciones durante los próximos tres meses, en febrero esperaban desvalorizaciones y en marzo volvieron a prever valorizaciones, aunque estas últimas se darían como correcciones a las fuertes desvalorizaciones observadas durante marzo (Gráfico 24). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron en enero y febrero expectativas de mayores valorizaciones durante los próximos tres meses, mientras que en marzo proyectaron desvalorizaciones importantes, en línea con la fuerte caída de las bolsas a nivel global¹⁸ (Gráfico 25).

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje de agentes que esperaba que esta medida se redujera aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que esta medida se ampliara disminuyó¹⁹ (Gráfico 26).

¹⁸En las encuestas de enero, febrero y marzo, los agentes esperaban en promedio variaciones del COLCAP de 4,15%, 4,21% y -8,60%, respectivamente.

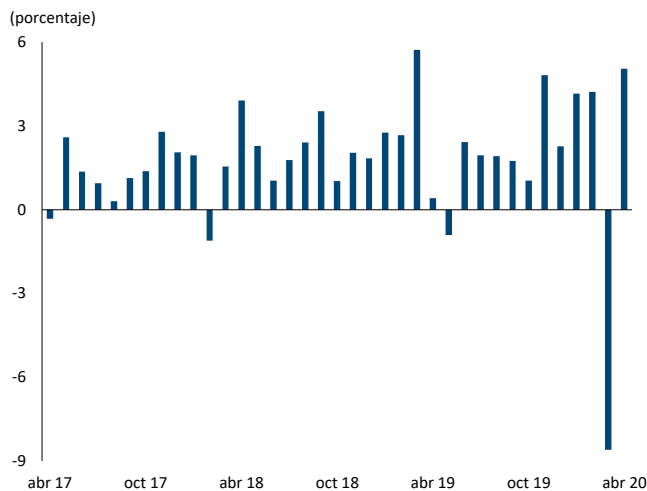
¹⁹Entre diciembre y marzo, de los agentes a los que les aplica la pregunta, el porcentaje que consideró que la duración aumentaría pasó de 37% a 15%, el porcentaje que consideró que esta disminuiría pasó de 21% a 53%, mientras que el porcentaje que

Gráfico 24: Expectativas a 3 meses del movimiento de las tasas de los TES que vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 25: Expectativas a 3 meses del rendimiento del COLCAP (EOF)



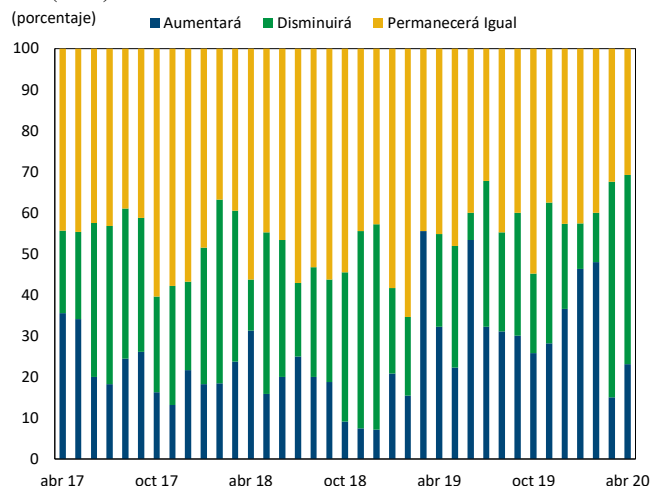
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Finalmente, durante el 1T20, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para los plazos superiores a un año²⁰. Al

consideró que permanecería igual disminuyó de 43% a 33%.

²⁰En particular, para plazos inferiores a 1 año: 33 p.b. entre 1 y 3

Gráfico 26: Expectativas a 3 meses de la duración de los portafolios (EOF)



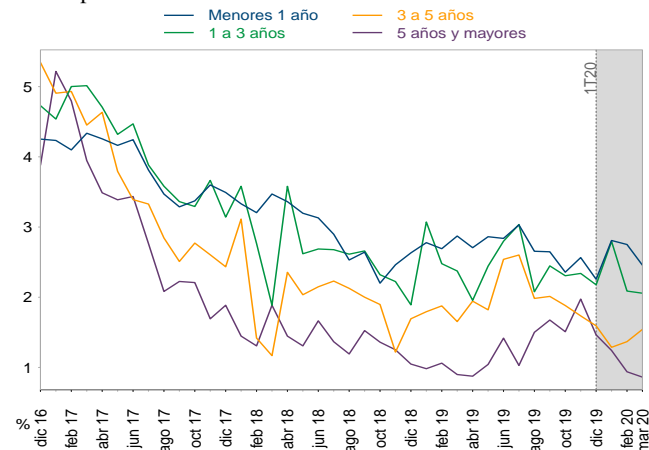
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 1T20, frente al promedio del 4T19, también se observó una reducción para los plazos superiores a un año, y un aumento para el plazo inferior a un año. En general, las reducciones del promedio de los *spreads* se explican principalmente por aumentos de las tasas de los TES²¹ (Gráfico 27 y Gráfico 28).

años: -33 p.b, entre 3 y 5 años: -77 p.b. y 5 años o más: -101 p.b.

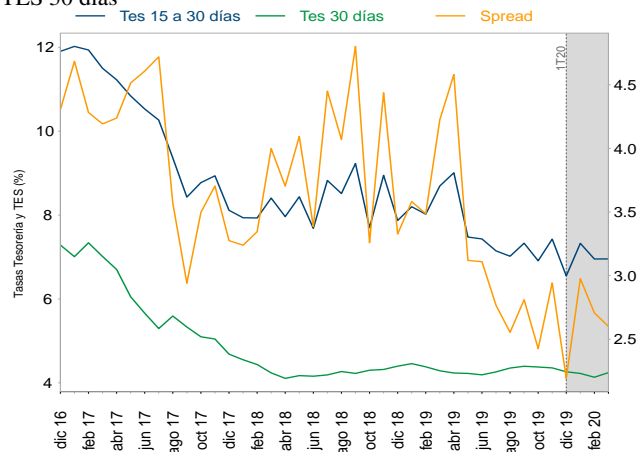
²¹En particular, para plazos inferiores a 1 año: 32 p.b, entre 1 y 3 años: -3 p.b, entre 3 y 5 años: -58 p.b. y 5 años o más: -33 p.b.

Gráfico 27: Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 28: Spread crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

5 Mercado cambiario

5.1 Mercado cambiario global

Durante el 1T20, el dólar estadounidense se fortaleció de forma generalizada frente a las monedas de países desarrollados y emergentes, ante un contexto de un aumento importante de percepción de riesgo a nivel global. El DXY alcanzó un nivel máximo de 3 años y

la dinámica del dólar estuvo explicada por: *i*) la publicación de algunos datos favorables de la economía de EE.UU.²²; *ii*) la búsqueda de activos refugio luego que, a mediados de febrero, se reportaran incrementos significativos del número de personas infectadas por el coronavirus por fuera de China (especialmente en Italia, Corea del Sur e Irán); y *iii*) la incertidumbre derivada por las consecuencias económicas que podría tener la caída de los precios del petróleo. Esta apreciación estuvo contenida durante la última semana de febrero y la primera semana de marzo, como consecuencia de las mayores expectativas de una política monetaria más expansiva por parte de la Fed²³. Posteriormente, la moneda se fortaleció nuevamente tras el incremento del pánico mundial por la clasificación de la diseminación del coronavirus como pandemia y el desplome de los precios del petróleo²⁴. Finalmente, en la última semana de marzo, el Senado y la Casa blanca aprobaron un paquete de estímulo económico de alrededor de USD 2 billones que se convirtió en Ley en EE.UU. y frenó levemente el fortalecimiento de la moneda. (Cuadro 2 y Gráfico 29).

Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: el real brasileño (29,4%), el rublo ruso (26,7%), el rand sudafricano (26,4%), el peso mexicano (25,0%) y el peso colombiano (23,7%).

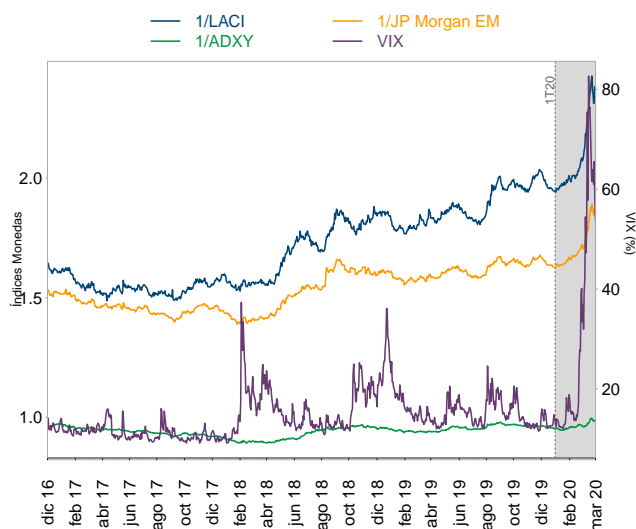
Durante el 1T20 las monedas de América Latina se depreciaron frente al dólar: el real brasileño (29,4%), el

Cuadro 2: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	2019	1T 2020	País	2019	1T 2020
Monedas Principales			Asia		
eurozona	2,2%	1,5%	Corea del Sur	3,6%	5,4%
Gran Bretaña	-3,2%	5,6%	India	2,0%	6,0%
Australia	0,7%	14,1%	Hong Kong	-0,5%	-0,5%
Nueva Zelanda	-0,1%	12,9%	China	1,6%	1,4%
Canadá	-4,2%	7,6%	Malasia	-1,1%	5,2%
Suecia	3,9%	6,0%	Tailandia	-7,9%	9,3%
Suiza	-1,5%	-0,9%	Indonesia	-4,4%	17,1%
Japón	-1,3%	-1,2%	1/ADXY	0,2%	3,8%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	0,8%	23,7%	Islandia	4,1%	16,9%
Brasil	3,8%	29,4%	Rusia	-10,9%	26,7%
México	-3,7%	25,0%	Polonia	1,1%	8,7%
Argentina	58,9%	7,6%	Turquía	12,8%	11,2%
Perú	-1,6%	3,5%	Israel	-8,1%	2,6%
Chile	8,4%	13,6%	Sudáfrica	-2,2%	26,4%
1/LACI	5,7%	22,1%	USTW	-1,1%	

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

Gráfico 29: VIX vs índices de monedas



Fuente: Bloomberg.

peso mexicano (25,0%), el peso colombiano (23,7%), el peso chileno (13,6%), el peso argentino (7,6%) y el sol peruano (3,5%) (Gráfico 30). El comportamiento de las monedas de la región estuvo influenciado principalmente por: *i*) el fortalecimiento global del dólar; *ii*) la volatilidad elevada que tuvieron los precios de los activos a nivel global, por el Coronavirus, y que disminuyeron el apetito por activos riesgosos; *iii*) la disminución de los precios de los *commodities*, espe-

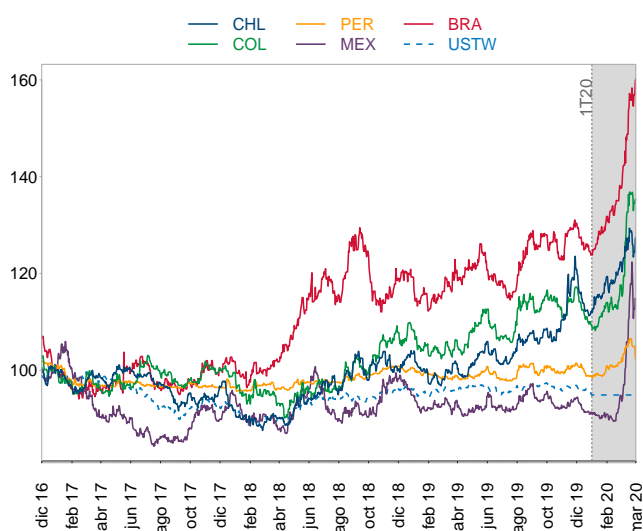
²²Al inicio el año se publicaron diversos datos favorables en EE.UU: ventas minoristas, peticiones iniciales de desempleo, índice del panorama de negocios de la Fed de Filadelfia, producción de fábricas y construcción de viviendas. Iniciando febrero se conocieron otras cifras sólidas: *i*) el ISM manufacturero se ubicó por encima de 50 por primera vez en seis meses y el ISM no manufacturero que subió en enero a 55,5 (nivel más alto desde agosto de 2019) superando la expectativa de los analistas; *ii*) los pedidos de fábrica presentaron el mayor incremento en casi año y medio y superaron las expectativas; y *iii*) el déficit comercial se redujo 1,7% en 2019, a USD616,8 mm, la primera caída desde 2013.

²³Las cuales se materializaron con el recorte inicial de 50 puntos básicos (p.b)

²⁴Dado esto, la Fed implementó nuevas medidas de estímulo monetario y un recorte adicional de 100 p.b. que ubicó el rango de tasa de interés en 0,00%-0,25 %.

cialmente el desplome de los precios del petróleo; y iv) algunos factores idiosincráticos de cada país.

Gráfico 30: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

En el caso de Brasil, las depreciaciones observadas durante el 1T20 obedecieron, adicionalmente, a algunos factores idiosincráticos como la publicación de datos que reflejaron un debilitamiento de la economía²⁵.

El peso mexicano se apreció durante la mayor parte del trimestre, favorecido por la ratificación del *TMEC* en EE.UU y la demanda por parte de inversionistas extranjeros de activos denominados en pesos mexicanos, dado que la moneda es utilizada por lo general como posicionamiento de riesgo emergente. Sin embargo, desde finales de febrero, la moneda se depreció y alcanzó su nivel más débil frente al dólar, en línea

²⁵Entre los que se destacan: i) el indicador PMI de IHS Markit de manufactura cayó en diciembre (registrando su menor nivel desde julio de 2019); ii) la producción industrial cayó en noviembre y diciembre más de lo esperado por los analistas, cerrando el año con un comportamiento débil y asegurando que 2019 registró la primera disminución anual en la producción en tres años; iii) las ventas minoristas cayeron inesperadamente en diciembre y disminuyeron por primera vez en ocho meses; y, iv) el déficit de cuenta corriente de USD 11,9 mm en enero, siendo el mayor nivel para un enero en los últimos cinco años y más del doble del nivel de inversión extranjera directa de USD 5,6 mm en el mismo mes.

con el comportamiento de las monedas a nivel mundial. Durante este periodo se observó el desmantelamiento de las posiciones de *carry trade* largas en pesos y preocupaciones en relación con el efecto que podría tener la caída de los precios del petróleo en el balance²⁶ y en la calificación crediticia de Pemex (a pesar de las coberturas). Al respecto, finalizando marzo, la calificadora *S&P* rebajó la calificación de la petrolera estatal desde *BBB+* a *BBB* con perspectiva *negativa* y la calificación crediticia del país en moneda extranjera a largo plazo desde *BBB+* a *BBB* manteniendo su perspectiva *negativa*.

Por su parte, la depreciación del peso chileno estuvo también asociada con el impacto que tendría la propuesta de reforma pensional luego de su aprobación en el congreso²⁷ y con el ajuste de *Fitch* en el panorama de la calificación crediticia del país de *estable* a *negativa* debido al impacto de las protestas sociales que iniciaron a mediados de octubre de 2019. No obstante, desde febrero, el peso chileno, al igual que el sol peruano, se vió afectado por el descenso del precio del cobre, principal producto de exportación en Chile y Perú, ante mayores expectativas de una menor demanda del metal por parte de China y otros países.

Finalmente, el sol peruano se vió desfavorecido (además de los factores mencionados anteriormente) tras la publicación del dato de crecimiento en 2019, donde la economía del país presentó su peor desempeño anual en una década, afectada por una caída significativa de la industria pesquera y una menor producción minera.

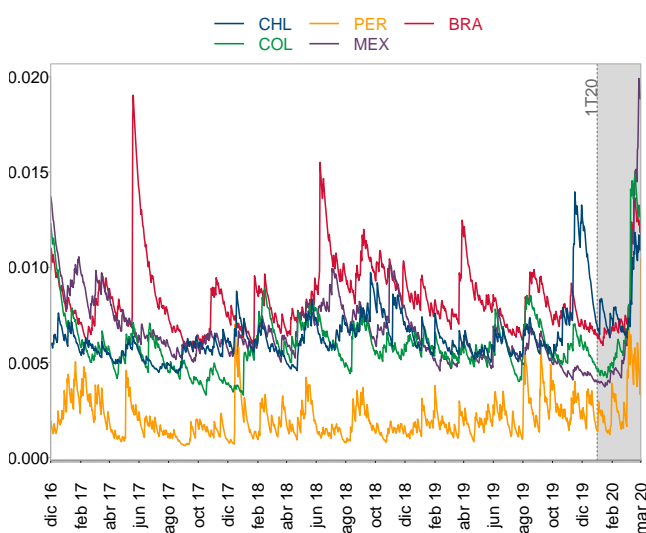
Con respecto al promedio registrado en el 4T19, en el 1T20 la volatilidad condicional promedio aumentó para la mayoría de las monedas de los países de la región analizados (a excepción de Chile). Durante el

²⁶El 27 de febrero, la petrolera reportó que su pérdida neta se duplicó en 2019, luego de ubicarse en 345.485 millones de pesos mexicanos.

²⁷Al respecto, *Moody's* presentó un informe en el que indicó que los resultados serán desfavorables para las administradoras privadas de fondos existentes, ya que tendrían que reembolsar a sus clientes cuando los resultados sean negativos y porque una parte del recaudo adicional sería administrado por un fondo público.

trimestre, el peso colombiano presentó en promedio la mayor volatilidad, seguida por la del peso mexicano, el peso chileno, el real brasileño y el sol peruano, que fue la moneda menos volátil de la región (Gráfico 31).

Gráfico 31: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre el Banco Central de Brasil (BCB) realizó operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos (Cuadro 3). A lo largo del trimestre realizó operaciones de venta en el mercado *spot*, alcanzando un total de USD 10.674 millones, adicionalmente ofreció liquidez a través de repos y préstamos garantizados en dólares por un monto de USD 7.276 millones, realizó operaciones de repos de bonos globales²⁸ por USD 4.204 millones y operaciones de *cross currency swaps (NDF)* tradicionales por USD 11.223 millones. Por otra parte, el 19 de marzo la Fed abrió líneas de *swaps* en dólares con el BCB por USD 60 mil millones.

²⁸El 18 de marzo el BCB anunció que comenzará a realizar operaciones de compra de bonos soberanos denominados en dólares a las instituciones financieras con compromiso de reventa de valores con las mismas características en una fecha futura. Los bonos serán adquiridos por el Banco Central con un descuento del 10% en comparación con los precios del mercado.

El Banco Central de Chile (BCCh) anunció el 10 de enero que no realizaría operaciones adicionales a las anunciadas el año pasado en el mercado *spot* y que en adelante continuaría con las operaciones de *swaps* y renovararía la posición vigente de USD 4.500 millones de los contratos *forward* de venta. Así, en el trimestre el BCCh vendió USD 100 millones en el mercado *spot* y dio liquidez al mercado a través de *swaps (FX-repos)* por un monto de USD 371 millones y realizó operaciones de venta de *forward NDF* por USD 235 millones (Cuadro 4).

El Banco Central de Reserva del Perú realizó operaciones de venta de *cross currency swaps NDF* por un monto de USD 1.731 millones, particularmente realizados durante el mes de marzo (Cuadro 5). Por su parte, el Banco Central de México (BCM) el 9 de marzo decidió incrementar en USD 10.000 millones el tamaño del programa de coberturas cambiarias a través de la venta de *Non Delivery Forward (NDF)* de USD 20.000 millones a USD 30.000 millones²⁹. Durante el trimestre, el BCM realizó subasta de venta de NDF por USD 1.991 millones correspondientes al programa de coberturas cambiarias³⁰ (Cuadro 6). Asimismo, el 19 de marzo el BCM y la Fed dieron a conocer el establecimiento de un mecanismo *swap* por hasta USD 60 mm, con el objetivo de apoyar la provisión de liquidez en dólares de EE.UU. en el mercado interbancario nacional.

Finalmente, el Banco de la República de Colombia (BR) anunció el 12 de marzo la venta dólares a futuro a través de contratos *forward* con cumplimiento financiero (*NDF*) por un monto de USD 1.000 millones y el 18 de marzo, la Junta Directiva del BR decidió vender dólares en el mercado de contado mediante contratos *FX Swap (FX-repos)* por USD 400 millones. El uso de este último mecanismo se hizo extensible a los administradores de fondos de pensiones y cesantías, en

²⁹Este programa se anunció en febrero de 2017 y el BCM venía renovando una posición de USD 5.500 millones

³⁰El saldo vigente del programa de coberturas cambiarias al 31 de marzo es de USD 7.491 millones y el BCM continuará renovando esta posición hasta que la Comisión de Cambios decida lo contrario.

adición a sus contrapartes originales. Posteriormente, se anunció la subasta de USD 1.000 millones de *NDF* y USD 400 de *FX Swap* adicionales. Durante el trimestre el BR subastó USD 1.297 millones en operaciones *NDF* y colocó USD 400 millones en *FX-Swaps* (o *FX-repos*) (Cuadro 7).

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

	Subastas Spot (A)	FX-repos (B)*	Repos bonos USD (C)**	Cross currency swap NDF (D)***	Cambio en la posición cambiaria (A+D)
2019	-36.861	2.250	0	32.164	-4.696
Ene	0	24	0	-557	-557
Feb	0	350	0	-3.499	-3.499
Mar	-10.674	-7.650	-4.204	-7.166	-17.840
1T20	-10.674	-7.276	-4.204	-11.223	-21.897

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

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

**Repos de bonos soberanos denominados en dólares.

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

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

	Compras Netas Spot (A)	FX Repos (B)*	Venta Forward NDF (C)	Cambio en la posición cambiaria (A+C)
2019	-2.450	-190	-4.240	-6.690
Ene	-100	10	-235	-335
Feb	0	180	-75	-75
Mar	0	-561	75	75
1T20	-100	-371	-235	-335

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

*El BCCh se refiere a este instrumento como swaps de compra. Altera temporalmente el nivel de reservas.

5.2 Mercado cambiario colombiano

Durante el 1T20 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció de 23,7% y alcanzó máximos

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

	Compras Netas Spot (A)	FX-Repos (B)*	Cross currency swap NDF (C)**	CDR's (D)	CDL's (E)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D+E)
2019	405	0	235	0	0	640
Ene	0	0	89	0	0	89
Feb	0	0	-152	0	0	-152
Mar	0	0	-1.667	0	0	-1.667
1T20	0	0	-1.731	0	0	-1.731

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

*Corresponde a operaciones de Repos de sustitución.

** Swap cambiario.

Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco Central de México

	Compras netas spot (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF(C)*	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
2019	0	0	0	0
Ene	0	0	0	0
Feb	0	0	0	0
Mar	0	0	-1.991	-1.991
1T20	0	0	-1.991	-1.991

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

*Refleja las subastas iniciales del programa de coberturas cambiarias, no incluye vencimientos.

históricos en varias ocasiones durante el periodo³¹. La depreciación estuvo explicada principalmente por la caída del precio del petróleo dado el impacto negativo que esto tiene sobre las cuentas fiscales del país, en un entorno de mayor percepción de riesgo a nivel global dada la expansión del *COVID-19*. No obstante, a finales de marzo las operaciones del Banco de la República en el mercado cambiario ayudaron a aliviar las presiones sobre la tasa de cambio. (Gráfico 32 (Gráfico 33).

En el mercado *forward* peso-dólar³² el monto prome-

³¹El 19 de marzo se formó la TRM más alta, ubicándose en \$4153.91

³²Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones

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

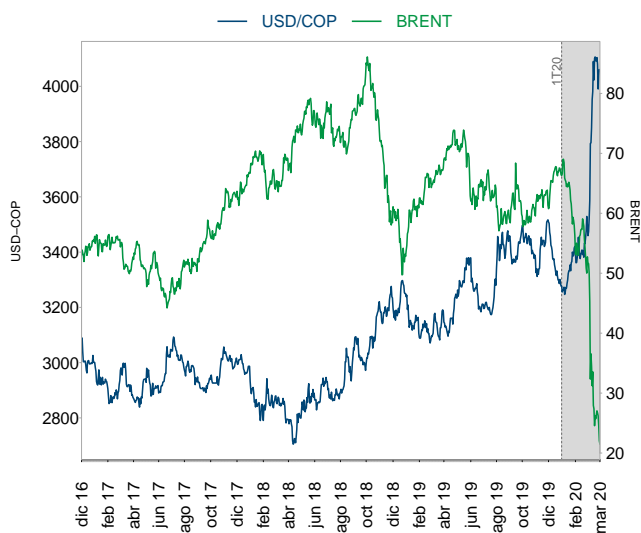
	Compras Netas Spot (Gobierno) (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos* (D)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C) (A+B+C)
2019	1.000	1.478	0	0	2.478
Enc	0	0	0	0	0
Feb	0	0	0	0	0
Mar	0	0	-1.297	-400	-1.297
1T20	0	0	-1.297	-400	-1.297

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

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

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

Gráfico 32: Precio del petróleo frente al peso colombiano



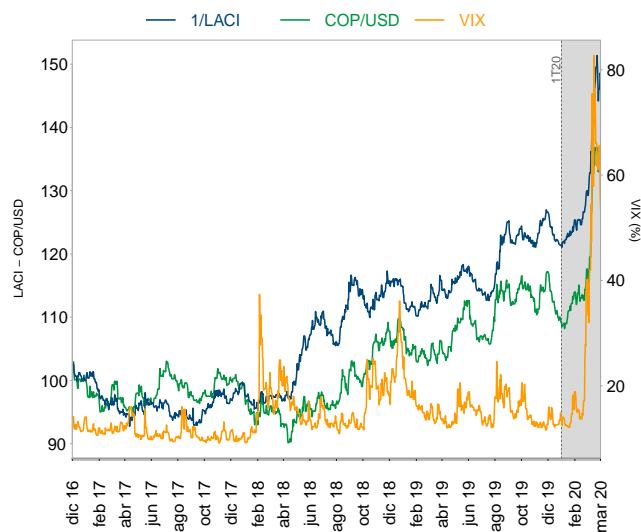
Fuente: Bloomberg y Set-FX. El precio del petróleo esta en el eje derecho invertido.

dio diario negociado en el 1T20 se ubicó en USD2.350 millones, mayor al observado en el 4T19 y al de un año atrás³³. Adicionalmente, al analizar los montos de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el

entre IMC con sus clientes. Además, incluye el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

³³Promedios diarios: 4T19: USD2.046 millones, 1T19: USD1.822 millones. Fuente: Banco de la República.

Gráfico 33: COP/USD - LACI - VIX



Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DOAM. Base 100 1/LACI y USD/-

COP: 30 de diciembre de 2016

monto promedio negociado en contratos *forward* también aumentó durante el 1T20 respecto al 4T19 y al de un año atrás, ubicándose en USD4.583 millones³⁴.

Asimismo, en el mercado *spot* peso-dólar³⁵ el promedio diario de negociación³⁶ durante el 1T20 fue de USD1.447 millones, cifra levemente superior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD1.399 millones) y durante el mismo periodo hace un año (1T19: USD1.397 millones).

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

³⁴Promedios diarios: 4T19: USD3.850 millones, 1T19: USD4.221 millones. Fuente: Banco de la República.

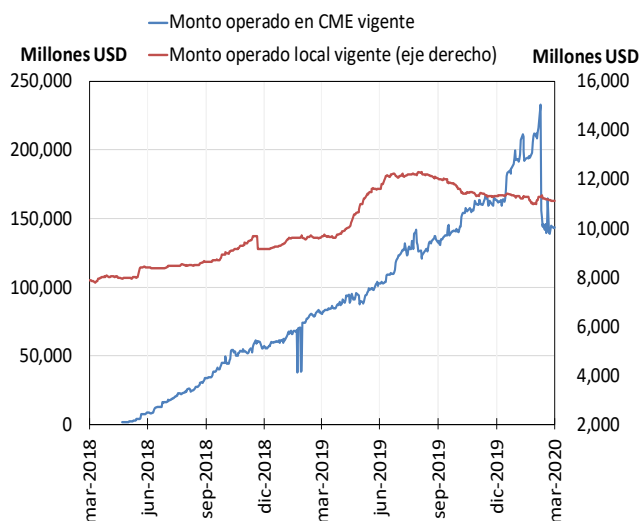
³⁵Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones de registro.

³⁶Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

Durante el 1T20 el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 1.827 millones (m), cifra superior al volumen promedio diario transado durante el 4T19 (USD 1.148 m). Cabe resaltar que en el mes de marzo de 2020 el volumen promedio diario transado se ubicó en USD 2.841m, el mayor promedio diario mensual registrado desde su inclusión en el CME (octubre de 2018). Tan solo el día 10 de marzo se transaron un total de USD 39.187m, el mayor monto transado diario de la historia.

El saldo vigente de este tipo de operaciones en el CME al 31 de marzo de 2020 se ubicó en USD 143.606 m (el saldo vigente promedio durante el 1T20 se ubicó en USD 179.216 m). El 9 de marzo se alcanzó un saldo vigente de USD 232.688 m (el mayor saldo vigente en la historia de la serie). Este mercado es significativamente mayor al saldo vigente de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior. El último día del mes de marzo de 2020, el saldo vigente en el mercado local alcanzó los USD 11.132,3 m (el promedio durante el 1T20 se ubicó en USD 11.243,1 m)(Gráfico 34).

Gráfico 34: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



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

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁷, en el 1T20 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD3.676 millones, de los cuales USD3.451 millones corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD224 millones a ingresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD3.509 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD3.741 millones, reintegros netos de capital oficial por USD1.129 millones y salidas por otras operaciones especiales por USD896 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta³⁸ por USD2.892 millones (USD1.297 millones en enero, USD748 millones en febrero y USD846 millones en marzo) y por préstamo neto por USD986 millones, y se observaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta³⁹ por USD1.083 millones (ingresos en enero por USD280 millones y egresos en febrero por USD583 millones y en marzo por USD779 millones) y por operaciones especiales del sector privado por USD6.537 millones⁴⁰.

6 Mercado monetario y renta fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 1T20, los bancos centrales de la región reportaron sus tasas de política, en línea con aquellas adoptadas por la mayoría de bancos centrales a nivel global. En varios de estos países las tasas alcanzaron

³⁷La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

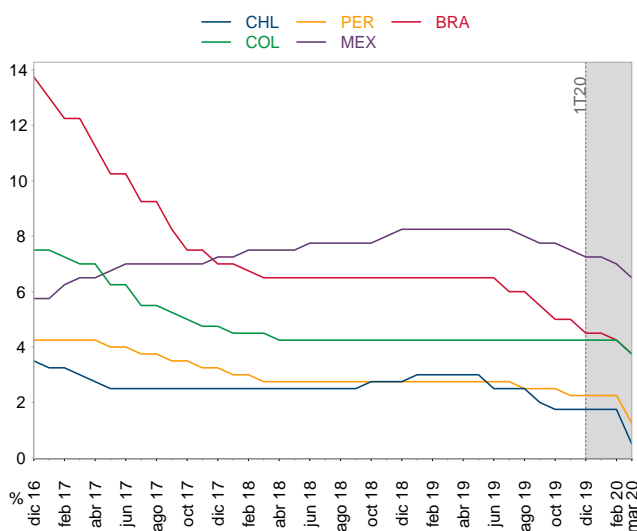
³⁸Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

³⁹Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

⁴⁰Registra 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.

niveles no observados hace varios años, y en el caso de Brasil, la tasa de política tocó mínimos históricos durante este periodo. Pese a esto, el mercado continúa descontando mayores recortes de las tasas de interés en la región, pese a que la inflación se ubica actualmente por encima del objetivo de varios de estos bancos centrales, ya que los analistas consideran que las autoridades monetarias deberán actuar de manera contundente para hacer frente al choque de demanda que implica la propagación del COVID-19 a nivel global (Gráfico 35 y Cuadro 8).

Gráfico 35: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Variaciones de las tasas de política monetaria a marzo de 2020 en Latinoamérica

País	Variación 1T20*	TPM Mar-20**
COL	-50	3,75 %
BRL	-75	3,75 %
MEX	-75	6,50 %
PER	-100	1,25 %
CHL	-125	0,50 %

Fuente: Bloomberg.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de diciembre de 2019 y el 31 de marzo de 2020.

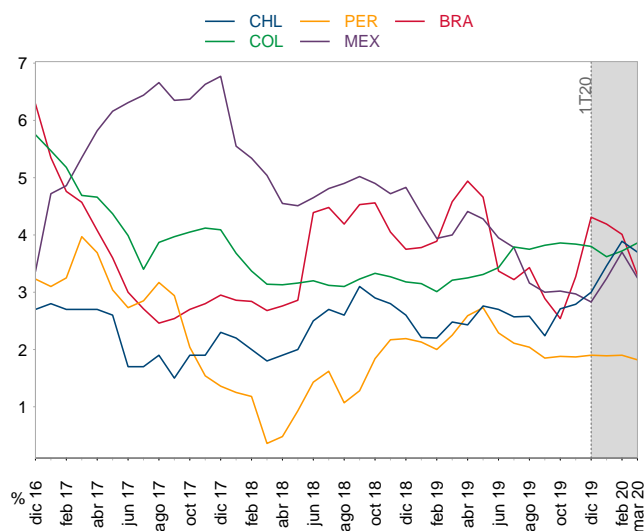
** Nivel al cierre de marzo de 2020.

A nivel local, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó la tasa de política monetaria en 50 p.b. a 3,75% durante su reunión de marzo.

Aunque la mediana de los analistas coincidió con esta decisión, se evidenció una alta incertidumbre entre los mismos. La JDBR tomó esta decisión con el fin de hacer frente a la "situación extraordinaria y sin precedentes" que enfrenta la economía ya que consideró que la reducción de la tasa de interés contribuirá a aliviar la carga financiera de los hogares y las empresas durante la actual coyuntura.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia esta se redujo en enero y febrero, pero volvió a aumentar en marzo como consecuencia del efecto de la depreciación de la tasa de cambio (efecto *pass-through*) y el aumento del precio de los alimentos, de manera que cerró el trimestre en 3,86%, cercana al límite superior del rango meta del BR. Por motivos similares, la inflación en Chile y México presentó una tendencia al alza y se ubicó en 3,7% y 3,25% en marzo, por encima del punto medio del rango meta de sus respectivos bancos centrales. Por el contrario, la inflación en Brasil y Perú disminuyó con respecto a diciembre, alejándose de la meta establecida en estos países (Gráfico 36 y Cuadro 9).

Gráfico 36: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 9: Inflación año completo y meta de inflación 2020

País	Dic 2019	Mar 2020	Rango meta 2020*
COL	3,80%	3,86%	2,00% - 4,00%
BRA	4,31%	3,30%	2,50% - 5,50%
CHL	3,00%	3,70%	2,00% - 4,00%
MEX	2,83%	3,25%	2,00% - 4,00%
PER	1,90%	1,82%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

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

6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 1T20 la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de referencia lo que pudo estar motivado por un mayor apetito de los agentes durante este periodo de cubrir sus operaciones en corto. Además, se observó que la tasa interbancaria, así como el IBR overnight al final de marzo se ubicaron por debajo de la tasa de referencia. Lo anterior debido en parte a las medidas que tomo el Banco de la República (BR) para suministrar liquidez al mercado (Gráfico 37). En particular, el 12 de marzo la JDBR permitió el uso de papeles de deuda privada calificada como títulos admisibles en las operaciones de expansión transitoria. Adicionalmente, extendió el acceso a los fondos administrados a través de sus diferentes administradores, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión (SAI), a las subastas de expansión transitoria del BR, utilizando títulos de deuda privada y amplió los cupos de las subastas de liquidez, a \$17 billones de los cuales \$12 billones corresponden a repos de deuda pública y \$5 billones de deuda privada.

El 16 de marzo el BR para garantizar el adecuado suministro de liquidez al mercado, aumentó el cupo de repos contra deuda privada de \$5 a \$8 billones, a plazos entre 7 y 30 días. El cupo de la subasta de repos contra deuda pública permaneció en \$12 billones. Así, el cupo total de liquidez se ubicó en \$20 billones.

El 18 de marzo el BR tomo las siguientes medidas para fortalecer la liquidez en pesos:

- Se amplió el conjunto de entidades que tienen acceso a las subastas y a la ventanilla de liquidez con deuda pública del BR, al incluir a las sociedades administradoras de pensiones y cesantías en posición propia y de sus fondos administrados.
- Autorizó a las entidades aseguradoras a participar en las subastas de repos con títulos de deuda pública (y a la ventanilla) y con deuda privada.
- Extendió el acceso a los fondos administrados a través de sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, y sociedades administradoras de inversión a las subastas de repos y a la ventanilla con títulos de deuda pública (en adición a las subastas de repos con deuda privada).
- Extendió el plazo de las operaciones de liquidez (REPOS) con títulos de deuda privada a 90 días. Hasta ese momento, el plazo máximo había sido de 30 días. Asimismo, extendió el plazo de las operaciones de liquidez (REPOS) con títulos de deuda pública a 60 días. Recientemente dicho plazo había sido de un día.
- Se aumentó el cupo total de operaciones de liquidez (REPOS) con títulos de deuda pública y privada de \$20 billones a \$23,5 billones.

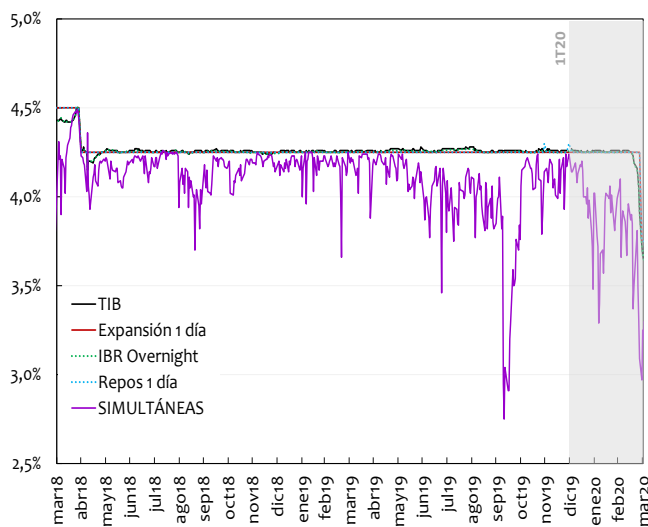
El 23 de marzo, se autorizó al BR para comprar títulos privados emitidos por establecimientos de crédito, con vencimiento remanente menor o igual de tres años. El monto total de las compras de estos títulos sería de aproximadamente \$10 billones. Las contrapartes autorizadas a participar en la subasta eran los establecimientos de crédito, las aseguradoras, las sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas, sociedades administradoras de inversión, en nombre propio o de los fondos que administran. Adicionalmente, El BR continuó subastando repos con títulos privados por \$500 mil millones en los días en que no haya subastas de compras en firme de estos títulos.

Finalmente, el 27 de marzo la Junta Directiva, de manera unánime, decidió disminuir la tasa de política monetaria en medio punto porcentual, ubicándola en

3.75%. Además, en complemento a las medidas que se han adoptado con el fin de facilitar los pagos de la economía y el normal funcionamiento de los mercados de títulos públicos y privados en la coyuntura extraordinaria por la que pasa el país, la Junta Directiva autorizó:

- El acceso a los fondos de cesantías a través de sus administradores a las subastas de compras de títulos privados y a las subastas de repos con títulos privados.
- El acceso al Fondo Nacional del Ahorro a participar en las subastas de repos con títulos públicos y privados.

Gráfico 37: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



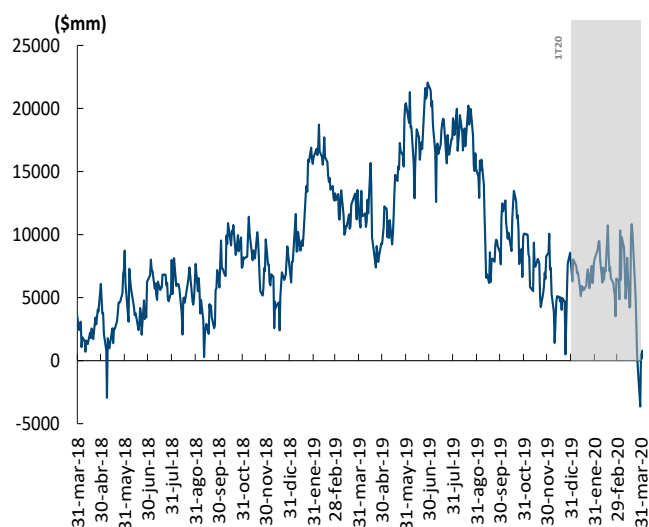
Fuente: Banco de la República.

A pesar del volumen de las operaciones, la posición del BR con el sistema financiero durante el 1T20 fue acreedora⁴¹. El máximo nivel del saldo de expansión

⁴¹Generalmente el Banco de la República (BR) es acreedor neto con el sistema financiero, es decir, los saldos de expansión (esto es, cuando el banco central presta) son superiores a los de contracción (cuando pide prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, en este escenario a menudo se observa que

se observó el 19 de marzo, momento en el cual se registró un nivel de \$14.662 mm de los cuales \$14.152 mm fueron operaciones a plazo. Durante este trimestre el promedio diario de la posición neta del BR se ubicó en \$6.482 mm cifra inferior al promedio diario observado durante el 4T19 (\$7.286 mm). Cabe resaltar que el 30 de marzo la posición neta del BR fue deudora en \$3.630 mm dado un saldo de expansión de \$10.379 mm y un saldo de contracción de \$14.009 mm. Además, el mayor saldo de contracción del BR alcanzó los \$14.000 mm aproximadamente el día 30 de marzo de 2020 (Gráfico 38).

Gráfico 38: Posición neta del BR en el mercado monetario

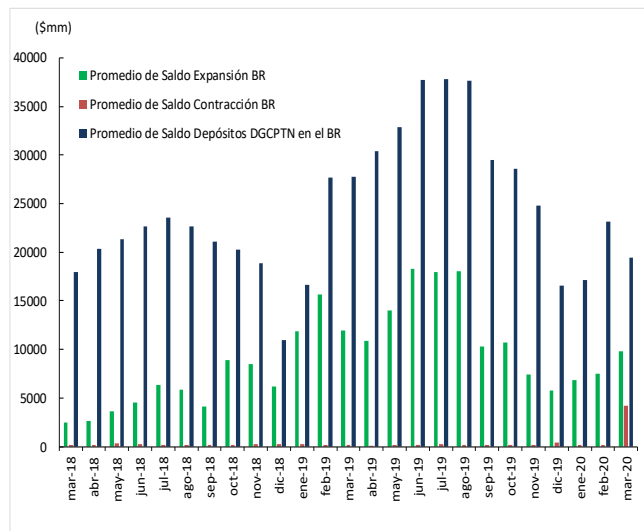


Fuente: Banco de la República.

Finalmente, durante el 1T20 el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación se ubicó en \$21.449 mm cifra inferior al promedio observado durante el 4T190 (Gráfico 39).

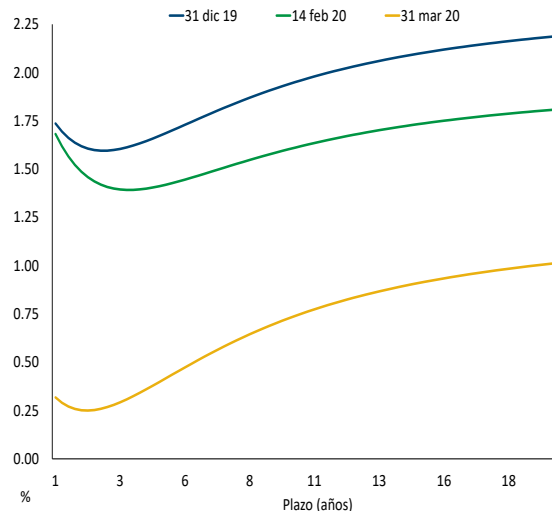
las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al BR en lugar de darle crédito a otras entidades con necesidades de liquidez. Estas últimas terminan, entonces, acudiendo a la subasta del banco central o a la ventanilla de expansión.

Gráfico 39: Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019



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

Gráfico 40: Curva cero cupón de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. *La curva para el 14 de febrero se presenta por ser la mitad del periodo.

6.3 Mercado de deuda pública

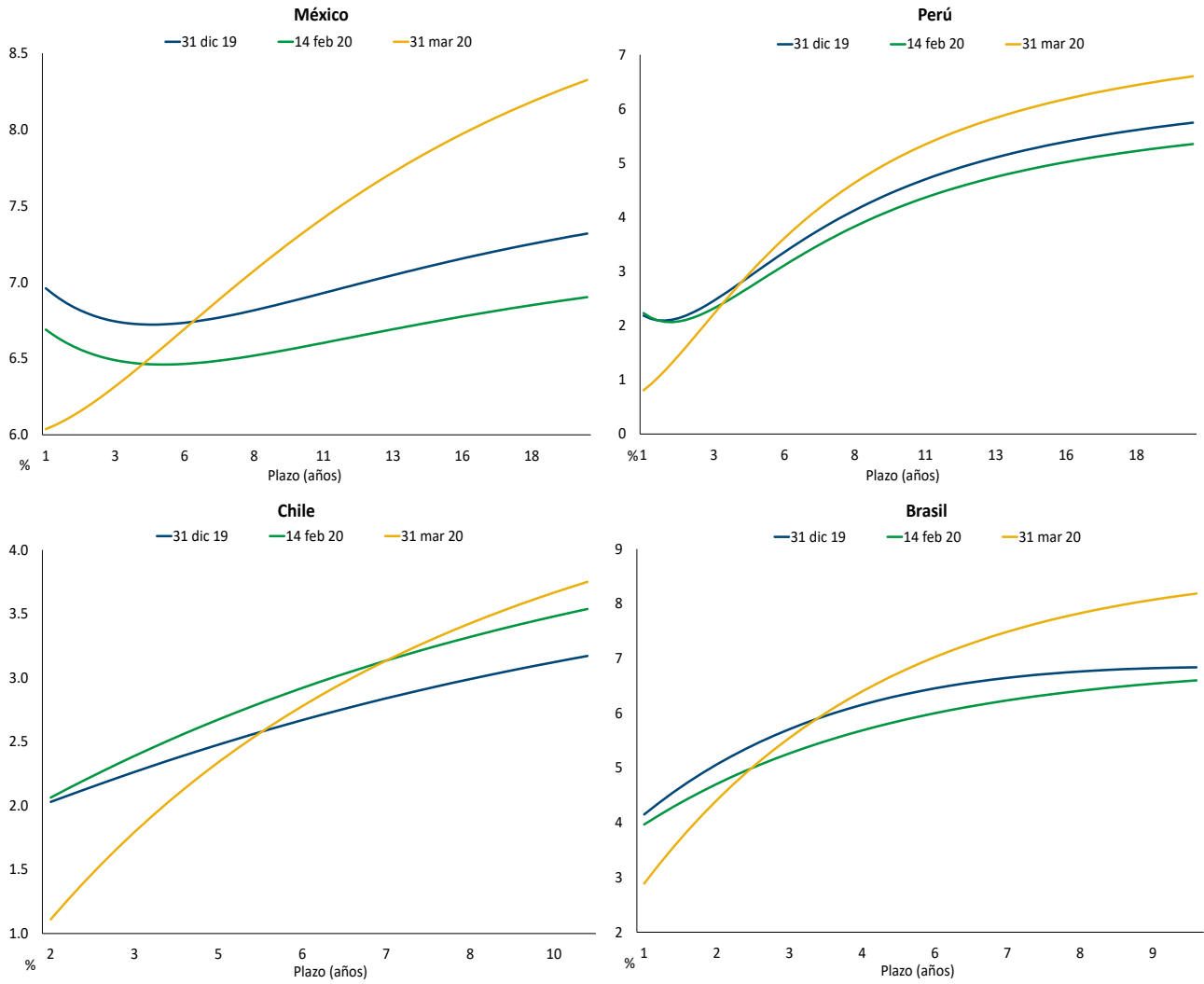
6.3.1. Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región

Durante el 1T20, en EE.UU. se observaron valorizaciones importantes a lo largo de la curva de *Treasuries*. Las valorizaciones del tramo corto se dieron ante los recortes sorpresivos por parte de la Fed, que restaron 150 p.b. al rango de fondos federales durante este periodo. Por su parte, los tramos medio y largo se valorizaron como consecuencia de la demanda de activos refugio, producto del aumento de la percepción de riesgo a nivel global (Gráfico 40).

Con respecto a las curvas de deuda pública interna de los países de la región, estas presentaron un empinamiento importante durante este periodo como consecuencia de valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones del tramo largo. En línea con lo observado en EE.UU, las valorizaciones del tramo corto estuvieron acordes con las medidas de expansión monetaria

adoptadas por los bancos centrales de la región durante este periodo. Por su parte, las desvalorizaciones del tramo largo se dieron como consecuencia de: *i)* los episodios de *risk-off* observados durante marzo ante la alta volatilidad de los mercados financieros internacionales; y *ii)* las vulnerabilidades fiscales y externas que presentan varios países de la región, y que los hacen susceptibles a rebajas de su calificación credicia en la actual crisis (Gráfico 41).

Gráfico 41: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. *La curva para el 14 de febrero se presenta por ser la mitad del periodo.

6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

Entre el 31 de diciembre del 2019 y el 31 de marzo del 2020 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$312,4 billones a \$322,6 billones. En el trimestre se emitieron \$9,8 billones⁴² de TES de largo plazo de los \$37,1 billones aprobados para 2020. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2020 es de \$23 billones y al 31 de marzo se habían expedido \$3,7 billones y restituido \$4,5 billones.

Entre los eventos relevantes que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el 1T20, el 3 de febrero el Ministro de Hacienda dió a conocer detalles del documento del plan financiero para el 2020, en los que el Gobierno: *i*) recortó sus proyecciones de crecimiento de 3,6% a 3,3% para 2019 y de 4% a 3,7% para 2020; *ii*) aumentó su estimación de la inflación para 2020 de 3% a 3,1%; *iii*) informó que el déficit fiscal en 2019 fue 2,5% del PIB (proyectado: 2,4% del PIB) y el superávit primario fue de 0,5% del PIB (proyectado: 0,6% del PIB); *iv*) estimó emisiones de TES por \$34,9 billones para 2020, de los cuales \$24,5 billones se llevarían a cabo a través de subastas primarias (en el cuadro de fuentes y usos del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2019, se preveía que las emisiones en subastas de TES serían \$23 billones); *v*) estimó ingresos por enajenaciones de \$6,2 billones, sin especificar los activos contemplados; *vi*) estimó ingresos clasificados como «otros recursos» por \$8,9 billones, sin especificar los rubros contemplados en esta categoría; y *vii*) aumentó el pago estimado de obligaciones por sentencias judiciales y salud de \$7,9 billones a \$15,6 billones.

El 6 de febrero, el viceministro Técnico de Hacienda afirmó⁴³ que se estaban ajustando los detalles para realizar la emisión de los TES a 30 años que inicialmente se haría a través de un «book building», y después

⁴²Valores nominales. \$7,4 billones de TES en pesos y \$2,4 billones de TES UVR.

⁴³En el Foro de Proyecciones Macroeconómicas de Camacol 2020.

se colocarían a través de los mecanismos normales de subastas. Adicionalmente, el funcionario indicó que un crecimiento de 3,7% no era suficiente para cumplir con las metas de desarrollo y sociales, y que el crecimiento de Colombia sería superior al de los pares de la región debido al dinamismo de la demanda interna.

El 14 de febrero se conoció que el crecimiento del PIB del 4T19 fue 3,4%, superando las expectativas del mercado (3,2%) y el del 2019, el cual se ubicó en 3,3%. Se destacó que la formación bruta de capital creció 4,3% y 3,9% en 2019 y el 4T19, respectivamente, al tiempo que el gasto de consumo final del Gobierno aumentó 4,3% y el gasto de consumo final individual lo hizo en 4,6%, para todo 2019. Según el ministro de Hacienda, el resultado del PIB reflejó que la economía se recuperó en el 2019, «aunque no a los niveles deseados, en medio de vientos de cola externos y creciendo por encima de la región».

El 13 de marzo, en una teleconferencia de Creadores de Mercado con el Ministerio de Hacienda, la Dirección de Crédito Público y Tesoro Nacional anunció que realizaría un canje con títulos denominados en UVR, similar al realizado el año anterior, con el objetivo de dar un parte de tranquilidad al mercado de deuda local en medio de la coyuntura actual. Posteriormente, el 17 de marzo el Ministerio de Hacienda adoptó las siguientes medidas con el objeto de apoyar el funcionamiento el mercado de deuda pública local:

- Redujo la meta del Programa de Subastas para la vigencia 2020 en \$1.5 billones. El nuevo monto total de subastas será de \$23 billones de los cuales en ese momento se habían colocado \$6.3 billones.
- Se suspendieron las subastas tanto de Títulos de Tesorería TES de Corto Plazo, como de los Títulos de Tesorería TES de Largo Plazo en Pesos y en UVR por lo que resta del mes de marzo.
- A partir de esa fecha, se aplicará una tasa de costo de 0% a las Operaciones de Transferencia Temporal de Valores que realice con todos los Crea-

dores de Mercado en la primera ventana de mercado (3:30 p.m. a 4:00 p.m.) . El monto máximo para efectuar estas operaciones se mantuvo en \$2 billones.

- Se amplió el cupo para realizar operaciones simultáneas activas y/o pasivas hasta por un monto de \$3,5 billones, el cual representa más del 50% del volumen promedio diario de este mercado en las plataformas transaccionales.
- Para fortalecer la formación de precios, se incrementó el margen entre puntas de compra y venta para el cumplimiento del requisito de cotización obligatoria de los Creadores de Mercado de 20 a 80 puntos básicos hasta el próximo 3 de abril.

En el 1T20 se presentaron vencimientos de TES en pesos por cerca de \$4,55 billones. Con datos al 31 de marzo, en el 2020 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$24,15 billones correspondientes al 7,49% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pago de cupones por \$1355 mm, \$236 mm, \$559 mm, \$336 mm y \$585 mm de los TES en UVR que vencen el 23 de febrero del año 2023, el 25 de febrero del año 2037, el 10 de marzo del año 2021, 23 de marzo del año 2033 y 17 de marzo del año 2027. En el *Gráfico 42* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

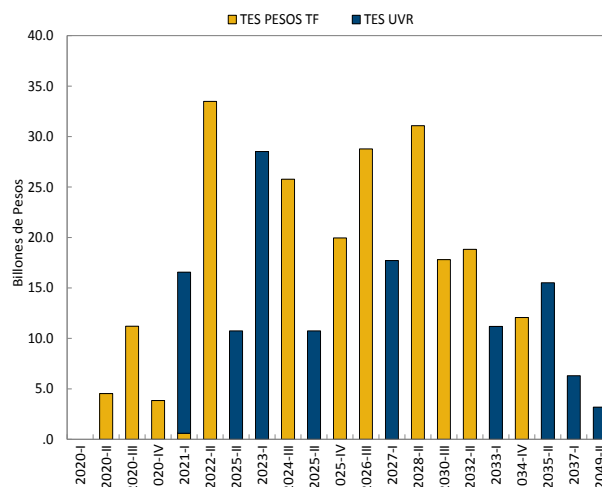
Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 1T20 con las del cierre del 4T19, estas presentaron variaciones de 29 p.b, 90 p.b. y 84 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente⁴⁴ (*Gráficos 43 y 44*). Por su parte, los TES UVR presentaron variaciones de 82 p.b, 73 p.b. y 47 p.b. para estos mismos plazos (*Gráfico 45*).

Hasta principios de marzo la deuda pública local había registrado valorizaciones⁴⁵ las cuales estuvieron relacionadas, a nivel internacional, con la mayor estabili-

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).

⁴⁵Entre el 31 de diciembre del 2019 y el 6 de marzo del 2020 las tasas de los TES en pesos presentaron variaciones de -28 p.b, -39

Gráfico 42: Proyección de vencimientos TES



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

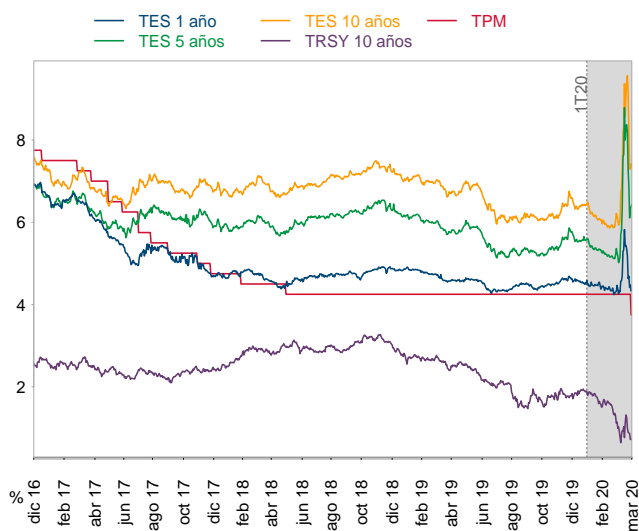
dad del entorno geopolítico tras la firma del acuerdo comercial de *Fase I* entre EE.UU. y China, las expectativas de mayor estímulo monetario a nivel global y a las medidas tomadas por China para hacer frente al impacto que tendría el coronavirus sobre la actividad económica; y a nivel local con el apetito por estos títulos por parte de las entidades públicas y de los bancos comerciales, así como por el menor temor de los agentes de que las protestas organizadas para este año tuviesen un impacto adverso sobre la actividad económica local.

Sin embargo, en marzo se registraron fuertes desvalorizaciones de los títulos de deuda pública local, en línea con lo observado en los mercados financieros globales, que anularon las valorizaciones previas y que se explicaron por el aumento importante de la percepción de riesgo ante: *i*) las preocupaciones sobre las consecuencias económicas de la rápida expansión del coronavirus en la mayoría de países del mundo, incluido Colombia, luego que la OMS lo declarara una pandemia; y *ii*) la fuerte caída de los precios del petróleo

p.b. y -39 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, al tiempo que las tasas de los TES UVR presentaron variaciones de -18 p.b, -10 p.b. y -17 p.b. para los mismos plazos.

luego que Arabia Saudita y Rusia no lograran llegar a un acuerdo de recorte de producción para hacer frente a la debilidad de la demanda. Por su parte, las menores desvalorizaciones del tramo corto reflejaron el recorte en la tasa de interés de referencia.

Gráfico 43: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR

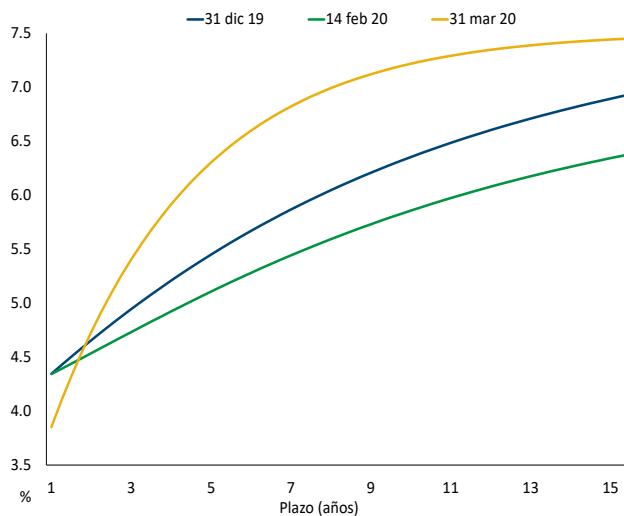


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En el 1T20 los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES denominados en pesos por \$2340 mm en el mercado *spot* y compraron en neto \$1090 mm en el mercado a futuro. Además, durante el periodo estos inversionistas también vendieron en neto TES denominados en UVR en el mercado *spot* por \$264 mm y compraron a futuro \$270 mm. En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el trimestre la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,8% a 33,7%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,3% a 2,0% (Gráficos 46 y 47).

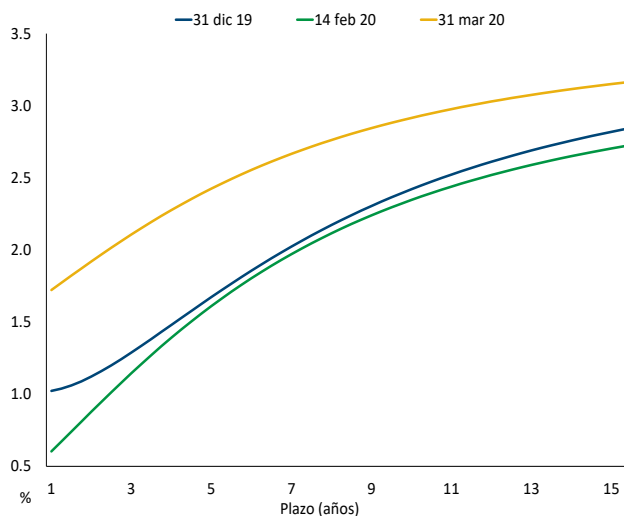
Durante el 1T20 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T19. El promedio diario de negociación

Gráfico 44: Curva *spot* en pesos, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. *La curva para el 14 de febrero se presenta por ser la mitad del periodo.

Gráfico 45: Curva *spot* en UVR, Colombia

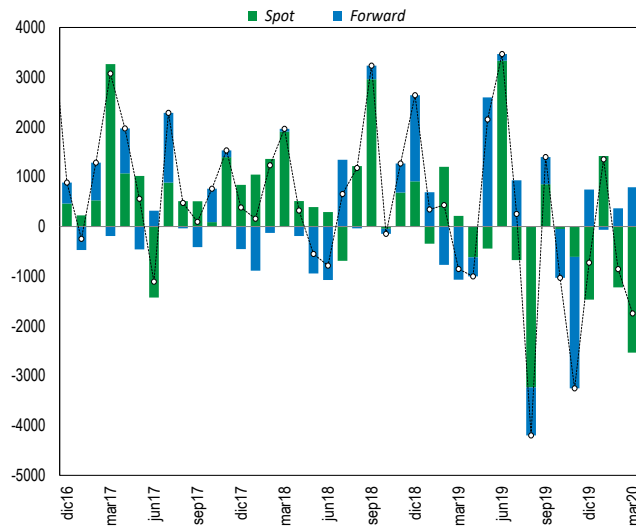


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. *La curva para el 14 de febrero se presenta por ser la mitad del periodo.

fue \$4,04 billones⁴⁶, superior a lo observado en el trimestre anterior (\$3,14 billones), pero inferior al mis-

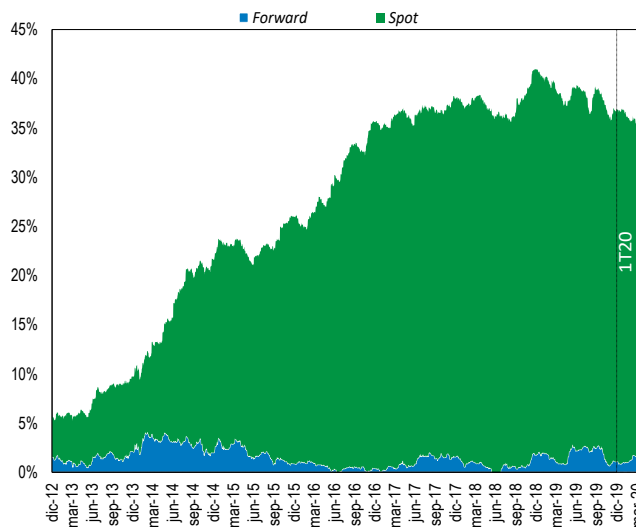
⁴⁶Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 46: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros



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

Gráfico 47: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación

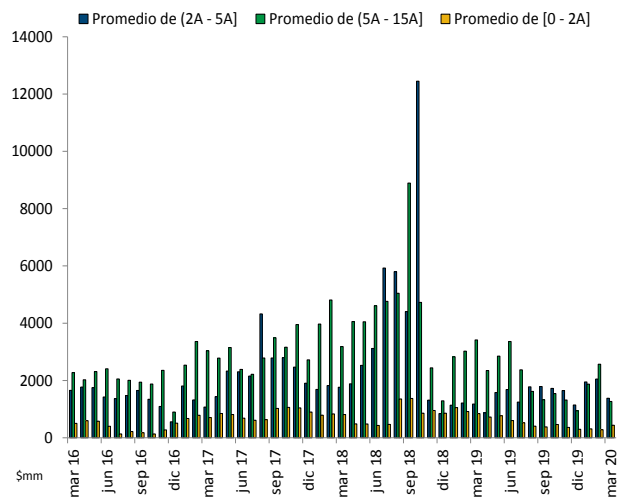


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

mo período del año 2019 (\$5,20 billones) (Gráficos 48 y 49). Los títulos más tranzados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de

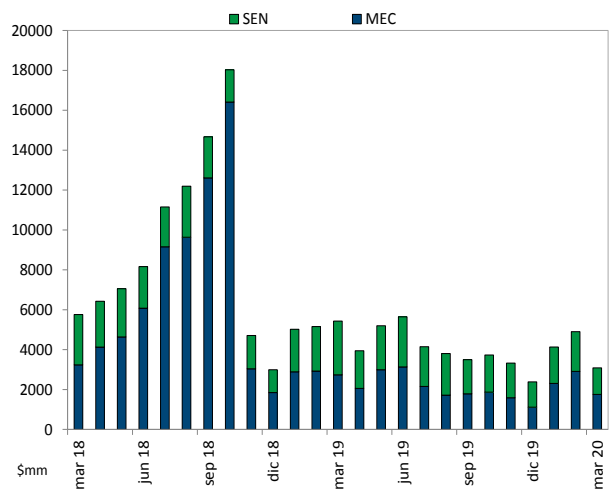
18,3% a 19,4% entre el 4T19 y el 1T20, seguidos de los que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 23,9% a 19,4%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 48).

Gráfico 48: Monto promedio negociado por plazos de TES



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

Gráfico 49: Monto promedio diario negociado de TES por sistema

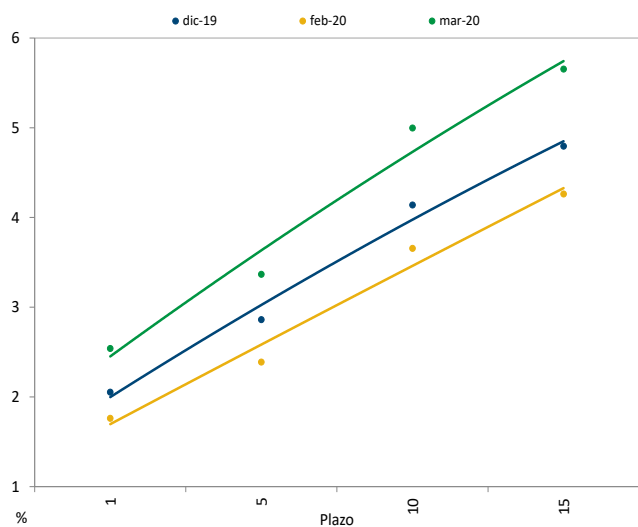


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

6.4 Deuda pública externa de los países de la región

En el 1T20 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa de los países de la región en general presentaron desvalorizaciones, en línea con los demás mercados financieros a nivel local e internacional (*Gráficos 50, 51 y 52*). Estas desvalorizaciones tuvieron lugar principalmente durante las primeras tres semanas de marzo y corrigieron parcialmente durante la última semana del periodo.

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



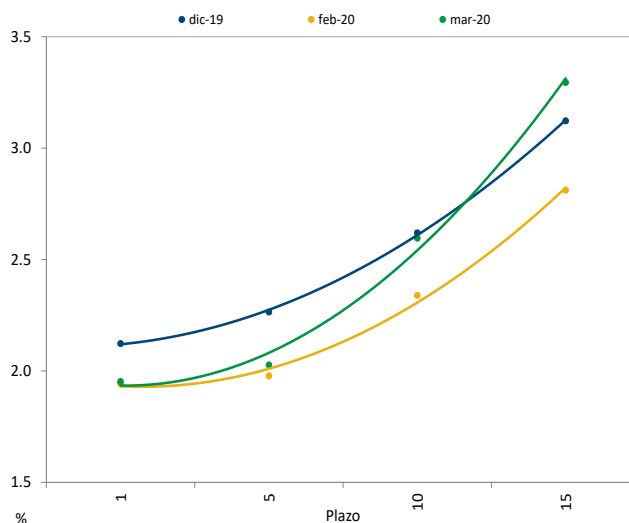
Fuente: Bloomberg.

Durante el trimestre, las primas de riesgo de los países de la región aumentaron. En promedio, los EMBI para una muestra de países subieron 215,6 p.b. (121,5%)⁴⁷, el EMBI+ aumentó 245,3 p.b. (82,3%) (*Gráfico 53*) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región aumentaron 133,2 p.b. (201,1%)⁴⁸. Cabe resaltar que los incrementos en las primas de riesgo alcanza-

⁴⁷Variaciones EMBI países: Colombia: +211 p.b. (129,4%), Brasil: +178 p.b. (82,8%), México: +366 p.b. (125,3%), Perú +157 p.b. (146,7%) y el EMBI Global Chile: +166 p.b. (123,0%).

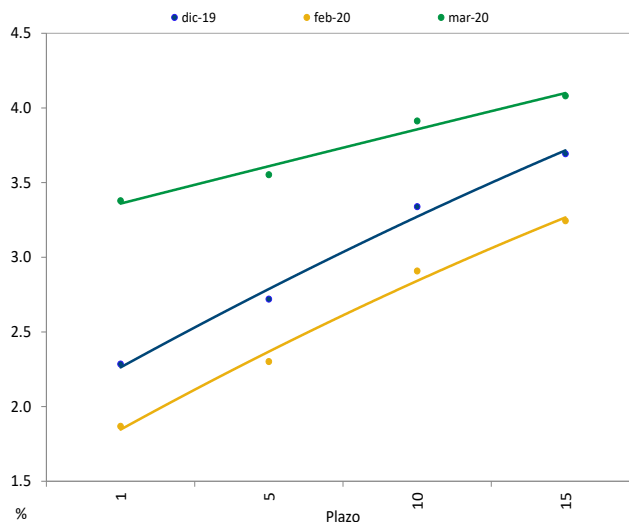
⁴⁸Variaciones: Colombia: +161,4 p.b. (223,4%), Brasil: +176,5 p.b. (177,5%), México: +162,1 p.b. (205,7%), Chile: +87,8 p.b. (207,4%) y Perú: +78,2 p.b. (193,3%).

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



Fuente: Bloomberg.

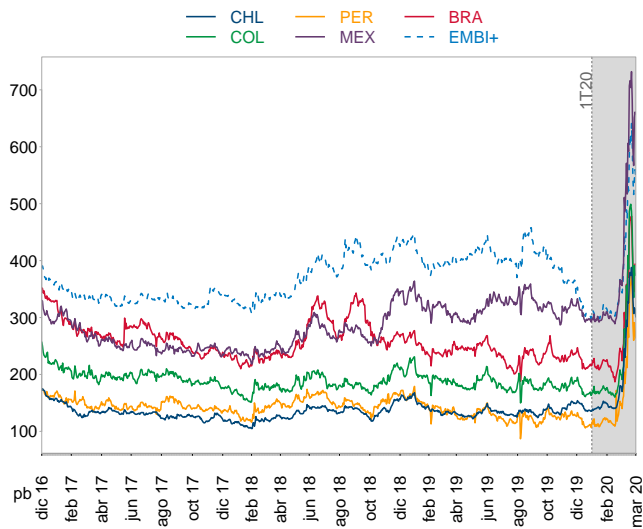
Gráfico 52: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

ron máximos alrededor del 23 de marzo, y a partir de entonces registraron correcciones hasta el final del trimestre.

Gráfico 53: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



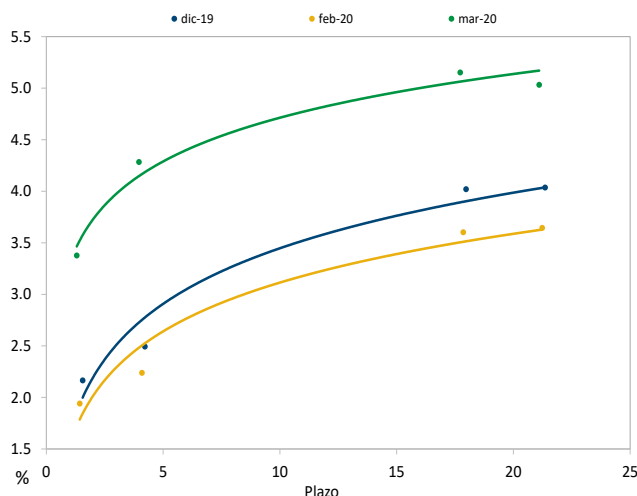
Fuente: Bloomberg.

6.5 Deuda pública externa de Colombia

En el trimestre la deuda externa de Colombia también se desvalorizó, en línea con la deuda externa de la región y los títulos de deuda pública local (Gráficos 54 y 55). De igual manera, las desvalorizaciones de la deuda externa de Colombia se registraron principalmente durante las primeras tres semanas de marzo, al tiempo que desde la última semana estas desvalorizaciones corrigieron parcialmente.

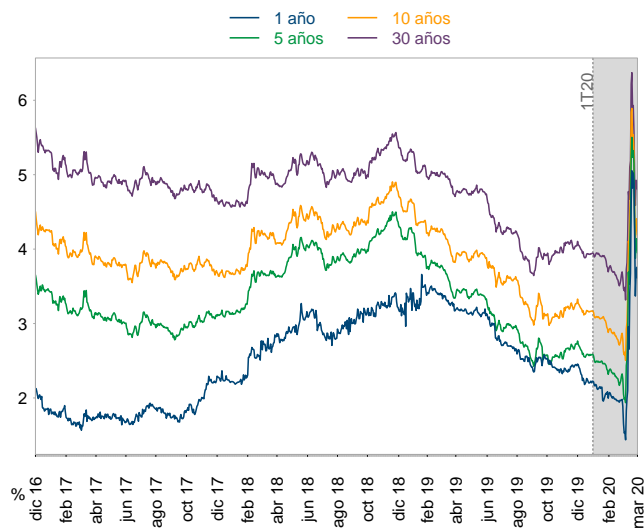
En el Gráfico 56 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* disminuyeron en el trimestre para todos los plazos reflejando las mayores desvalorizaciones de los bonos externos frente a las de los locales. Cabe destacar, sin embargo, que en marzo la alta incertidumbre en el mercado local llevó a que la deuda interna sobreeccionara, de tal manera que se desvalorizó antes y en mayor magnitud que la deuda externa, y luego registró correcciones más fuertes que la deuda colocada en los mercados in-

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



Fuente: Bloomberg.

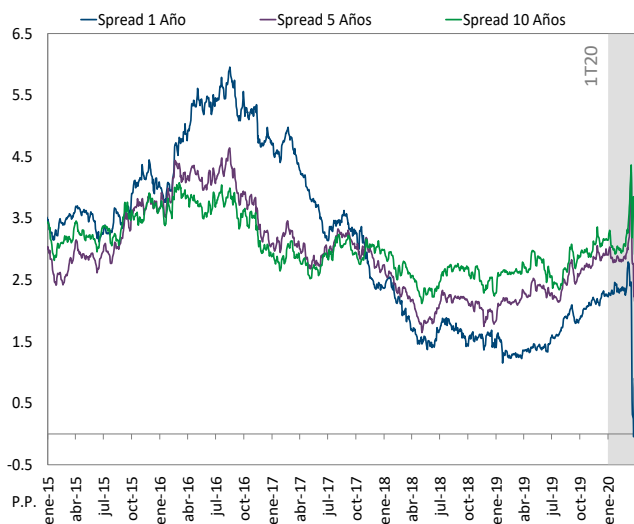
Gráfico 55: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

ternacionales. Lo anterior provocó que temporalmente estos *spreads* presentaran un pico en la tercera semana de marzo para luego caer significativamente.

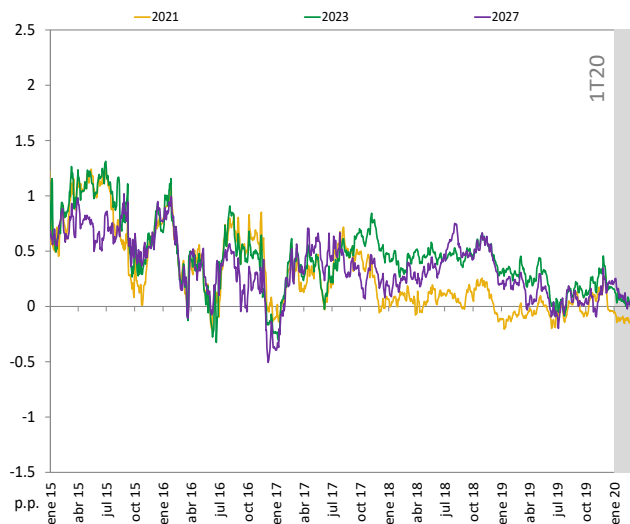
Gráfico 56: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Por su parte, en el Gráfico 57 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 presentaron variaciones de 13 p.b., -29 p.b. y -136 p.b. para los títulos que vencen en 2021, 2023 y 2027. El comportamiento del *spread* de más corto plazo obedeció principalmente a las valorizaciones de los TES Globales, mientras que el de los títulos de mediano y largo plazo reflejó las desvalorizaciones más pronunciadas de los TES Globales frente a las de los locales. Similar a lo descrito para los márgenes entre la deuda local y la deuda externa denominada en dólares, el comportamiento del *spread* reflejó la sobreacción de los TES locales frente a los TES Globales (aunque en el caso de los títulos de más corto plazo la corrección del bono externo denominado en moneda local fue mayor a la del TES local).

Gráfico 57: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

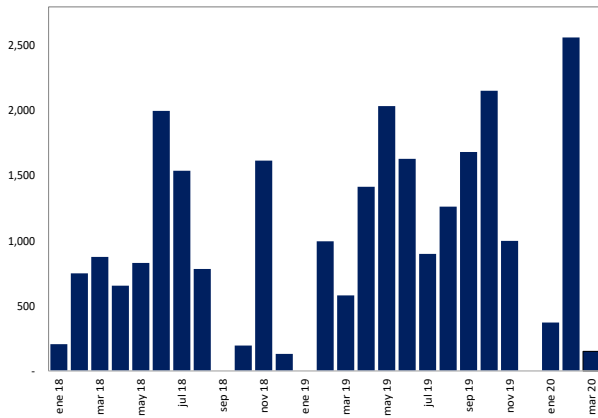
7 Mercado de deuda privada

En el 1T20 las colocaciones en el mercado de deuda privada se mantuvieron en niveles similares a los observados el trimestre anterior (1T20: \$3,09 billones y 4T19: \$3,16), adicionalmente, febrero presentó la colocación mensual más alta (\$2,56 billones) desde septiembre de 2014 (2,62 billones) (Gráfico 58).

Del total de colocaciones del periodo, el sector financiero realizó el 70,2% y el sector no financiero realizó el 29,8% (Gráfico 59). Durante el trimestre, nueve entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron a tasa fija (75,3%), a IPC (13,3%) y a UVR (11,4%) (Gráfico 60).

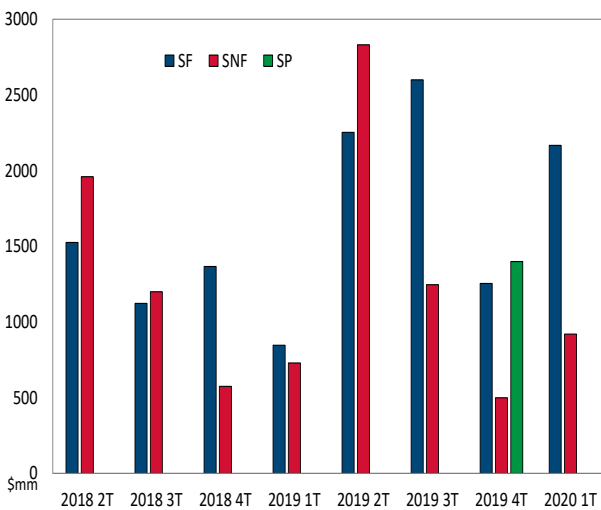
El 48,5% de las colocaciones del trimestre se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 30,2% a plazos entre 5 y 10 años, un 14% a plazos entre 10 y 20 años y un 7,3% a plazos de más de 20 años (Gráfico 61). Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 2,13 (ant: 1,87). La demanda por colocaciones fue de \$6,58 billones (Gráfico 62).

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



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 59: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



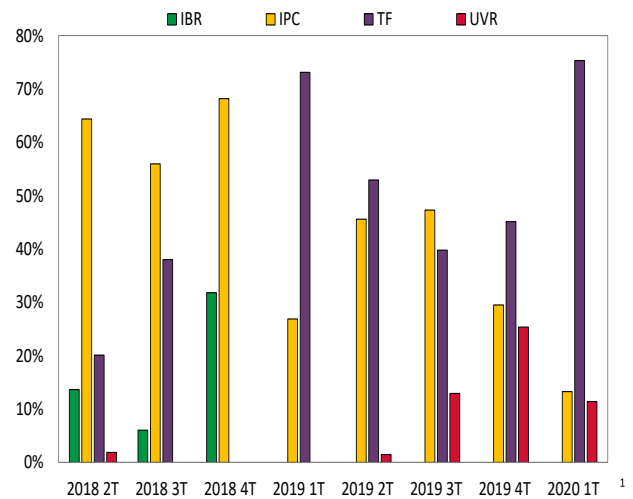
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 10: Emisiones deuda privada 1T20

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda S.A.	700	5 a 20	TF
Banco Popular S.A.	494,9	2 a 10	TF
Itaú Corpbanca Colombia S.A.	500	5 a 10	UVR, TF
Organización Terpel S.A.	470	5 a >20	IPC, TF
Titularizadora Colombiana S.A.	71,8	5	TF
UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	150	10	TF
Carvajal S.A.	300	5 a 10	IPC, TF
Banco Mundo Mujer S.A	150	2 a 5	TF
Banco Serfinanza S.A.	250	5 a 10	TF

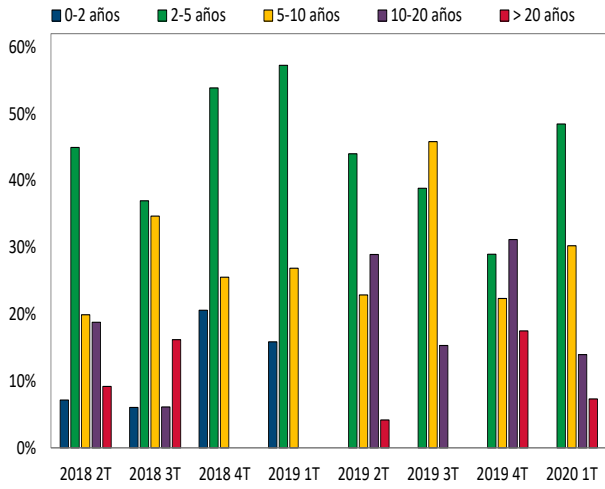
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. *miles de millones de pesos, **años

Gráfico 60: Colocaciones por tasa de interés



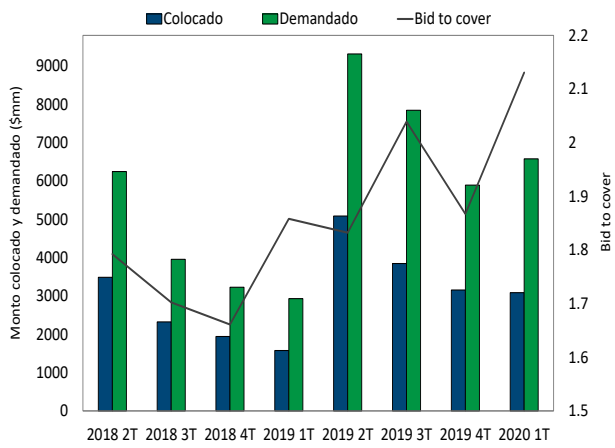
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 61: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 62: Monto colocado vs monto demandado

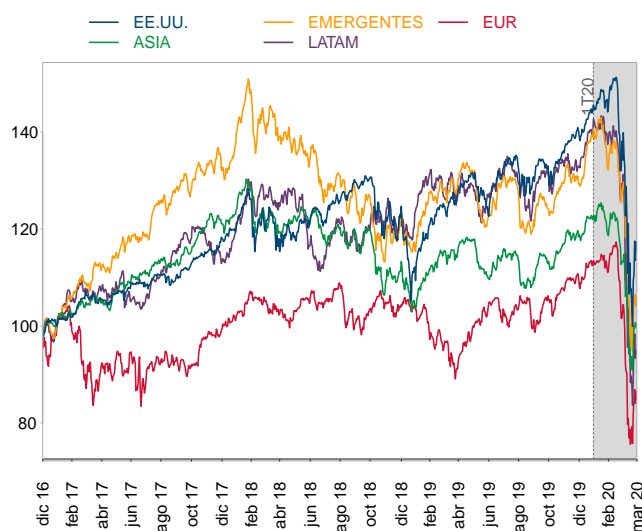


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

8 Mercado accionario

Los mercados accionarios tuvieron un comportamiento negativo durante el 1T20 impactados por la mayor percepción de riesgo a nivel global. En el 1T20 el mercado de peor desempeño fue el de Latinoamérica (-32,2%), seguido por Europa (-23%), Estados Unidos (-20%) y Asia (-18%)⁴⁹. A continuación, se presenta un breve recuento de los principales eventos que incidieron en el comportamiento de los mercados bursátiles el 1T20.

Gráfico 63: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

⁴⁹ Al 31 de marzo de 2020, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizaron las variaciones durante el 1T20 del *S&P 500*, sin embargo el *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* registraron desvalorizaciones de 23,2%, y 14,2%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 31 de diciembre de 2019, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

8.1 Mercado accionario global

En enero los mercados accionarios a nivel global permanecieron estables y presentaron leves desvalorizaciones en tanto la firma del acuerdo comercial entre EE.UU y China y la publicación de resultados corporativos positivos en Estados Unidos⁵⁰ contrarrestaron parte del impacto negativo generado a raíz de i) las preocupaciones por las tensiones entre EE.UU e Irán a principios del mes y ii) el desarrollo del brote del *COVID-19* en China que llevo al país a imponer restricciones de viajes, extender sus festividades del año nuevo lunar y a que varias compañías paralizaran su actividad en el país.

Durante la primera mitad de febrero los mercados accionarios se valorizaron y cerraron en máximos históricos en Estados Unidos y Europa⁵¹ favorecidos por la publicación de los datos económicos favorables⁵², de anuncios corporativos positivos⁵³, por la reactivación de actividades en China luego de las festividades, la inyección de liquidez del Banco Central de ese país y el continuo compromiso de las autoridades por otorgar más medidas que apoyen a la economía. No obstante, las ganancias se vieron contenidas por temores respecto al impacto del *COVID-19* sobre la economía

⁵⁰ Algunas de las empresas más destacadas que publicaron resultados corporativos positivos y ganancias por acción por encima de lo esperado fueron: Morgan Stanley (USD1,3, esp: USD0,99), IBM (USD4,71, esp: USD4,69), Apple publicó ganancias récord (USD4,99, esp: USD4,55) y General Electric (USD0,21, esp: USD0,18)

⁵¹ El 19 de febrero el *S&P 500* alcanzó un nivel máximo de 3386.15 y el *Stoxx 600* alcanzó un nivel máximo de 433.9

⁵² En Estados Unidos se publicaron los siguientes datos económicos: El 3 de febrero se publicó el dato de enero de ISM manufacturero que se ubicó en zona de expansión por primera vez en seis meses. El 5 de febrero se publicó el cambio en nóminas del sector privado de enero que se ubicó en 291 mil, por encima de lo esperado y presentando el mayor incremento mensual desde mayo de 2015. En la zona euro se publicó el PMI compuesto de enero ubicándose en 51.3, por encima de lo esperado por los analistas.

⁵³ El anuncio de adquisición de la empresa Ingenico Group por parte de Worldline por 7.800 millones de euros, la aprobación de la fusión entre Sprint y T-Mobile por un juez federal de EE.UU. y la publicación de resultados corporativos positivos por parte de Nvidia con una ganancia de USD3,11 billones con un crecimiento anual de 41%

mundial lo cual estuvo reforzado por advertencias de varias empresas sobre sus estimaciones de ganancias y actividad para el año⁵⁴. A finales del mes los mercados cayeron por un aumento en los casos de COVID-19 por fuera de China, particularmente en Italia, Corea del Sur e Irán.

En los primeros días de marzo los mercados accionarios presentaron un comportamiento estable, soportados por expectativas de mayores estímulos monetarios tras la decisión de la Reserva Federal de recortar sus tasas de interés en 50 pb. a un rango objetivo entre 1.00% y 1.25%. En el caso del mercado estadounidense, también influyeron las valorizaciones de las empresas del sector salud tras la victoria de Joe Biden en las primarias demócratas, dado que esto generó alivio en los inversionistas, quienes temían las propuestas anti-capitalistas de su contrincante Bernie Sanders (como la de instaurar un sistema de salud pública universal, conocido como *Medicare for All*). Sin embargo, los mercados accionarios se desplomaron por i) la caída de los precios del petróleo y ii) la clasificación del COVID-19 como pandemia por la Organización Mundial de la Salud.

Durante la última semana de marzo los mercados bursátiles se recuperaron levemente soportados por las medidas de estímulo implementadas por gobiernos y bancos centrales a nivel global, el optimismo generado por el paquete de estímulo aprobado en el congreso estadounidense y noticias de un nuevo examen de COVID-19 que permite obtener resultados en cinco minutos.

En contraste, el mercado accionario en China presentó el mejor comportamiento durante el trimestre, con una

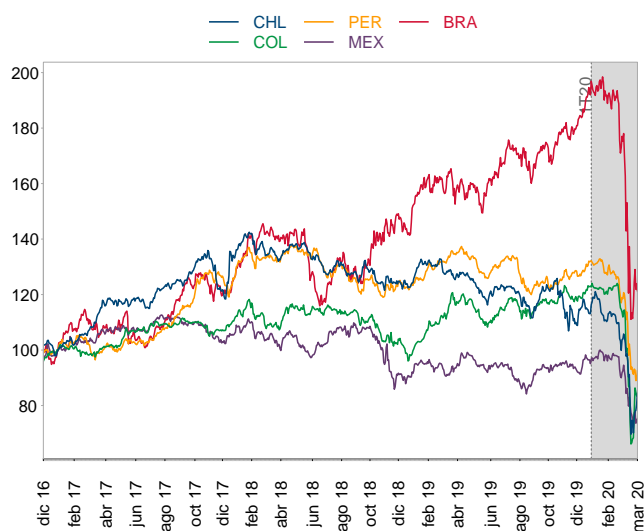
⁵⁴El 6 de febrero Fiat Chrysler advirtió que su planta europea podría cerrar en dos o cuatro semanas si los proveedores chinos de partes no vuelven a trabajar, el 7 de febrero Burberry señaló que el brote del virus está golpeando la demanda de productos de lujo en China y Hong Kong, El 18 de febrero Apple anunció que no cumplirá su pronóstico de ingresos para el 1T20 debido a una ralentización de la producción del iPhone y una menor demanda en China, el 18 de febrero HSBC anunció una reestructuración que implica recortar activos por valor de USD100 mm y el despido de 35 mil personas en tres años.

caída del índice *Shanghi Composite* de 9,8%. Este comportamiento estuvo apoyado por un menor ritmo de crecimiento de las infecciones de COVID-19 en el país a finales de marzo, por la reapertura del mercado y por optimismo respecto a que las medidas anunciadas por el Banco Central y por el gobierno limiten el impacto económico del virus.

8.2 Latinoamérica y Colombia

Los principales mercados bursátiles de Latinoamérica se desvalorizaron en el 1T20 en línea con la mayor aversión al riesgo a nivel global a causa de la expansión del COVID-19 y el desplome de los precios del petróleo. El índice con el peor desempeño fue el *BOVESPA* (36,9%), seguido por el *COLCAP* (32,4%), el *S&P/BVL* (29,5%), *S&P/CLX IPSA* (25,3%) y el *S&P/BMV IPC* (20,6%).

Gráfico 64: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El mercado de Brasil se vio afectado, además del entorno internacional, por la publicación de débiles indicadores económicos como producción industrial, ventas minoristas, actividad económica y la ampliación del déficit de cuenta corriente, los cuales, junto con

el impacto del coronavirus generó expectativas de un menor crecimiento económico en el país para este año⁵⁵.

El comportamiento del mercado chileno se dio en un entorno en el que *Fitch* redujo de estable a negativo el panorama de crediticio de la deuda del país debido al impacto de las protestas sociales que iniciaron a mediados de octubre de 2019. Por su parte el comportamiento del mercado peruano estuvo influenciado por la publicación del dato de crecimiento del 2019 que se ubicó en 2,16%, presentando su peor desempeño anual en una década. Adicionalmente los mercados de Chile y Perú estuvieron impactados por la caída del precio del cobre.

Por su parte el mejor comportamiento del mercado mexicano, comparado con sus pares regionales, estuvo influenciado por la ratificación, a inicios del trimestre, del acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá (TMEC).

Finalmente, el comportamiento del índice *COLCAP* de Colombia en el trimestre estuvo influenciado principalmente por los movimientos de los mercados internacionales y en particular por la caída del precio del petróleo. Las acciones con el peor desempeño fueron PF-Avianca (72,8%), Cemex (66,2%), Bancolombia (45,2%) y Cementos Argos (44%). En contraste, solo uno de los constituyentes del índice se valorizó en el periodo y fue la acción de Grupo de Energía de Bogotá (1,4%).

Dada la turbulencia internacional durante las jornadas de 9, 12, 16 y 18 de marzo se suspendieron las negociaciones por 30 minutos debido a una caída del índice *COLCAP* de 10%. Adicionalmente el 12 y 16 luego de una caída de un 5% adicional se suspendieron las negociaciones del día hasta el día siguiente.

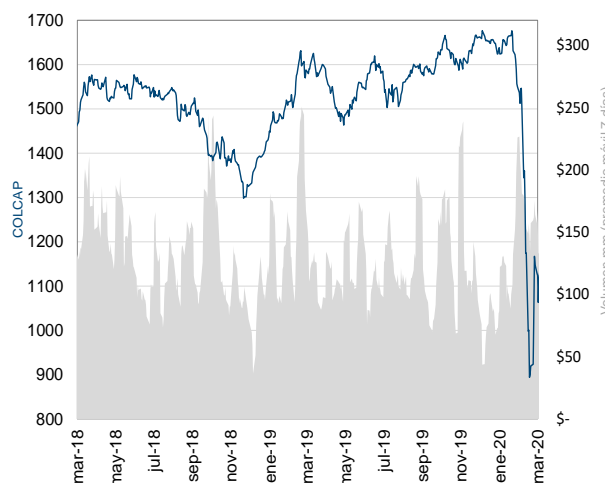
La empresa Ecopetrol reportó una utilidad neta de \$13,3 billones de pesos correspondientes al año 2019, este dato fue el más alto en 6 años y representa un

⁵⁵El 20 de marzo el Gobierno recortó su pronóstico de crecimiento para 2019 de 2,1% a 0%

aumentó un 14,6% frente a 2018. En la Asamblea General de Accionistas del 27 de marzo se aprobó el pago de dividendos por \$180 por acción. El 23 de abril se realizará la primera transacción y constará del pago del 100% del dividendo a accionistas minoritarios y el 14% del dividendo de la Nación. El pago del dividendo restante de la Nación (86%) sería en el segundo semestre. Cabe resaltar que la acción de la empresa se desvalorizó un 42,7%.

Por otra parte la Asamblea Extraordinaria de Accionistas de Gas Natural (Vanti) aprobó la cancelación de la inscripción de las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Gráfico 65: *COLCAP* y volumen transado diario

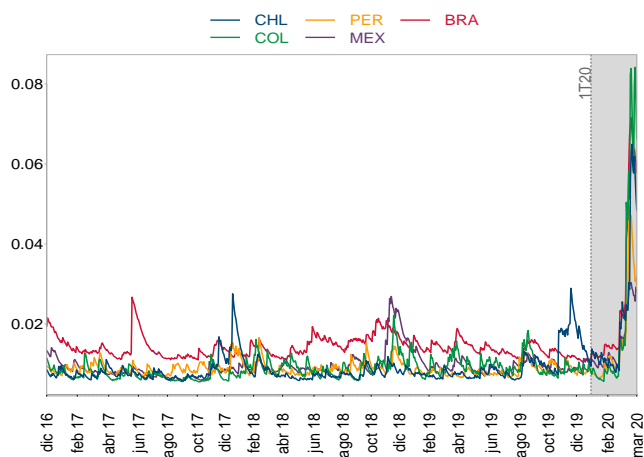


Fuente: Bloomberg.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos⁵⁶ aumentó durante el 1T20 para todos los países analizados. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 2,59%), seguida por Colombia (*COLCAP*: 2,25%), Chile (*S&P/CLX IPSA*: 2,09%), Perú (*S&P/BVL*: 1,63%) y México (*S&P/BMV IPC*: 1,55%) (Gráfico 66).

⁵⁶Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

Gráfico 66: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁵⁷ como porcentaje del PIB⁵⁸ se observa que, en línea con el comportamiento de los mercados descrito anteriormente, el indicador disminuyó en el trimestre para todos los países y Brasil presentó el dato más alto (33,3%), seguido por Chile (23,9%), México (18,7%), Colombia (14%) y Perú (12,9%). (Gráfico 67).

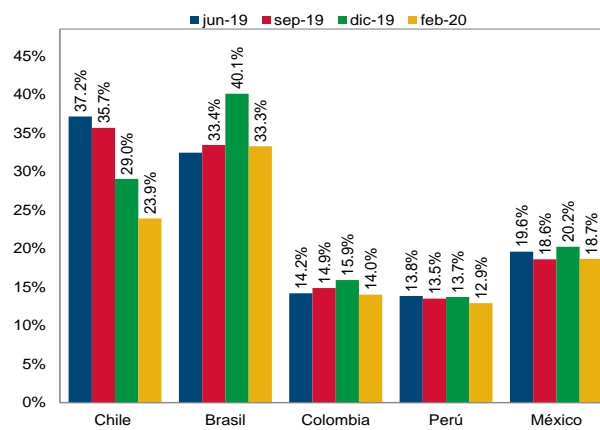
Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que durante el 1T20 los mayores vendedores netos de acciones fueron los extranjeros por un monto de \$1130 mm, continuando con la posición que presentaron durante los trimestres anteriores, seguidos por las SCB por un monto de \$704mm. La posición de estos agentes fue contrarrestada principalmente por la demanda neta de los fondos de pensiones (\$1494 mm) y en menor medida por la demanda de las compañías de seguros (\$175mm) y el sector real (\$168mm). (Gráfico 68).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano

⁵⁷ Ajustada por flotante disponible.

⁵⁸ Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* de Octubre de 2019 y que publica el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 67: Capitalización bursátil ajustada/PIB*

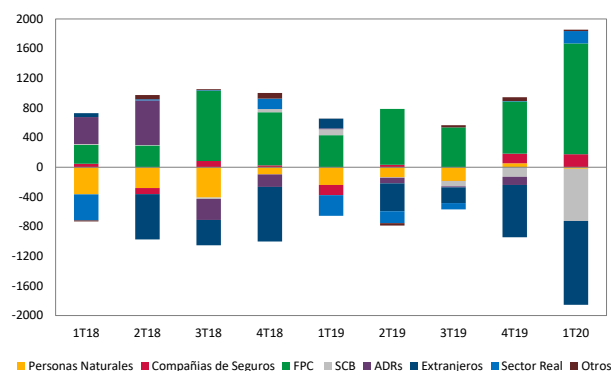


Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos: Banco de la República.

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

Gráfico 68: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

(MILA), en el 1T20 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones por \$2.211 millones resultantes de ventas netas por \$9,4 millones en el mercado peruano y ventas netas por \$2.201,7 millones en el mercado chileno. Esto representa un aumento en las ventas netas de los inversionistas colombianos en el

mercado MILA, respecto a lo observado en el trimestre anterior (durante el 4T19 las ventas netas fueron de \$915,4 millones).