

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

II trimestre de 2019





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre del 2019

Banco de la República



Julio de 2019

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

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

Juan Sebastián Rojas  
Director

## **Sección Desarrollo de Mercados**

Carlos Andrés Quicazán  
Jefe

Laura Viviana León  
Diego Alejandro Martínez  
Julián Camilo Mateus  
Tatiana Venegas  
Daniel Ricardo Vergara

## **Estudiante en práctica profesional**

Gabriel Cubillos Silva

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Entorno Internacional . . . . .	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local . . . . .	6
2.3	Mercado cambiario . . . . .	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local . . . . .	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	7
2.6	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno Internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>18</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>23</b>
5.1	Mercado Cambiario Global . . . . .	23
5.2	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	25
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>27</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	27
6.2	Mercado Monetario Colombiano . . . . .	29
6.3	Mercado de Deuda Pública . . . . .	30
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	30
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	33
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	37
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	37
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>39</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>41</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	41
8.2	Europa . . . . .	42
8.3	Asia . . . . .	43
8.4	Latinoamérica y Colombia . . . . .	43

## Índice de Gráficos

1	Desempleo en principales economías desarrolladas . . . . .	8
2	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU. . . . .	9
3	Confianza de los consumidores en EE.UU, Eurozona, Reino Unido y Japón . . . . .	9
4	PMI manufacturero en economías desarrolladas . . . . .	9
5	Crecimiento en principales economías desarrolladas . . . . .	10
6	Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas . . . . .	10
7	Crecimiento en economías emergentes . . . . .	11
8	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes . . . . .	11
9	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes . . . . .	11
10	Curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas . . . . .	12
11	Senda esperada por el mercado de la tasa de fondos federales . . . . .	13
12	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	15
13	Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido . . . . .	16
14	Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU. . . . .	16
15	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica . . . . .	17
16	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	19
17	Índices de Confianza . . . . .	20
18	Incertidumbre Político Económica para Colombia . . . . .	21
19	Expectativas de Crecimiento para 2019 (EOF) . . . . .	21
20	Expectativas de Inflación (EOF) . . . . .	21
21	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	22
22	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .	22
23	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	22
24	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES . . . . .	22
25	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días . . . . .	23
26	VIX vs. índices de monedas . . . . .	23
27	Tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	24
28	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	24
29	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	25
30	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	25
31	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	26
32	Saldo vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local . . . . .	26
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos . . . . .	28
34	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	29
35	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	29
36	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	29
37	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2019I . . . . .	30
38	Curva cero cupón de EE.UU. . . . .	30
39	Curvas cero cupón de países de la región . . . . .	32
40	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	35
41	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	35
42	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	35

43	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	36
44	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .	36
45	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . . .	36
46	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	37
47	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	37
48	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	37
49	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	38
50	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	38
51	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	38
52	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	38
53	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	39
54	Globales USD vs TES locales . . . . .	39
55	TES Globales vs TES locales . . . . .	39
56	Monto Total Colocado en el Mercado Primario de Deuda Privada . . . . .	40
57	Monto Colocado por Sector en el Mercado Primario de Deuda Privada . . . . .	40
58	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	40
59	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	41
60	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	41
61	Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial . . . . .	42
62	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	43
63	COLCAP y Volumen Transado Diario . . . . .	44
64	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	44
65	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB* . . . . .	45
66	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . .	45

## Índice de Tablas

1	Crecimiento 1T19 y expectativas para 2019 . . . . .	12
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	14
3	Precio de productos básicos (en dólares) . . . . .	18
4	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense . . . . .	23
5	Variaciones de las tasas de política monetaria a junio de 2019 en Latinoamérica . . . . .	28
6	Inflación año completo y meta de inflación 2019 . . . . .	28
7	Emisiones Deuda Privada 2T19 . . . . .	40

## 1 Introducción

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

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

Durante el segundo trimestre de 2019 (2T19), la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo caracterizada por las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y China, eventos generadores de incertidumbre política en Europa y Latinoamérica, la persistencia de los temores sobre una mayor desaceleración económica global, la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo y el comportamiento mixto de los precios de algunos *commodities*.

En esta coyuntura, el dólar americano se vio favorecido durante la primera parte del trimestre por el aumento de las tensiones comerciales, pero posteriormente corrigió esta tendencia tras la moderación de las tensiones y la posición más *dovish* por parte de la Fed. En la región el comportamiento de las monedas se vio influenciado principalmente por el comportamiento del dólar y en menor medida por el comportamiento del precio de los *commodities* y factores idiosincráticos de cada país. En Colombia, tanto el mercado de deuda pública como el accionario registraron valorizaciones durante el 2T19.

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



## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Entorno Internacional

En el trimestre, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada por los siguientes factores económicos y políticos: i) las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; ii) los eventos generadores de incertidumbre política en Europa y Latinoamérica; iii) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; iv) la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo; y v) el comportamiento mixto de los precios de los *commodities*: positivo para los metales preciosos y productos agrícolas, y negativo para los metales industriales y productos energéticos.

### 2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el trimestre, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente negativa ante reducciones en la confianza de consumidores y comerciantes, un menor crecimiento esperado para 2019, aumentos de las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, y menores expectativas de valorizaciones del COLCAP. Sin embargo, se destacan los datos positivos de producción industrial y ventas al por menor que se publicaron al comienzo del trimestre, la continuación de la confianza comercial en niveles elevados, así como la reducción del Indicador de Incertidumbre Político Económico para Colombia (IPEC).

### 2.3 Mercado cambiario

En el trimestre, el dólar presentó apreciaciones frente a sus pares durante abril y mayo, y una depreciación en junio, cerrando por debajo de lo observado a finales del 1T19. El dólar se vio favorecido durante la primera parte del trimestre por el aumento de las tensiones comerciales, pero posteriormente corrigió esta tendencia tras la moderación de las tensiones y la posición más *dovish* por parte de la Fed. El comportamiento de las monedas de Latinoamérica se vio influenciado principalmente por el comportamiento del dólar a nivel global, y en menor medida por el comportamiento del precio de los *commodities* (principalmente el petróleo y los metales industriales), así como factores locales propios de cada país.

### 2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

Durante el trimestre, los bancos centrales de la región mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, excepto el Banco Central de Chile que la redujo 50 puntos básicos (p.b) de manera sorpresiva. En Colombia no se observaron desviaciones significativas entre la tasa de política, el IBR *overnight* y la TIB, lo cual implica unas condiciones de liquidez adecuadas.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el trimestre, la deuda pública denominada en pesos se valorizó ante: *i*) el comportamiento de los *Treasuries*, *ii*) la decisión de mantener la calificación crediticia del país por parte de algunas agencias calificadoras (en mayo), *iii*) la percepción de que el BR adoptará una política monetaria más expansiva frente a lo descontado a principios del periodo, *iv*) la publicación de datos de crecimiento de la economía por debajo de lo esperado, *v*) la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) en junio el cual indicó que el Gobierno buscará reducir su endeudamiento a través de TES, y *vi*) en el caso de los TES UVR, por los datos de inflación de marzo y abril que resultaron superiores a lo esperado por el mercado y a las expectativas de que el paro camionero y la depreciación del peso pudieran generar presiones inflacionarias.

A nivel internacional, la curva de EE.UU. continuó aplanándose y presentó valorizaciones importantes que se explicaron principalmente por las mayores expectativas de que la Fed adopte una postura expansiva durante el año con el fin de hacer frente a la inflación por debajo de la meta, la desaceleración de la economía y los riesgos globales producto de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios. En la región, los títulos de deuda pública tanto interna como externa se valorizaron de manera importante en línea con el comportamiento de los *Treasuries*.

## 2.6 Mercado accionario

Los principales índices accionarios a nivel global se valorizaron durante el 2T19, aunque presentaron un comportamiento heterogéneo durante el periodo. Estas valorizaciones estuvieron principalmente influenciadas por optimismo frente a las conversaciones entre EE. UU y China en materia comercial y expectativas de que los bancos centrales recorten tasas para apoyar la economía, que se ha visto afectada por las tensiones comerciales. En el trimestre se valorizaron Estados Unidos (3,8%), Latinoamérica (2,3%), Europa (1,5%) y Emergentes (0,6%), mientras Asia se cayó un 0,7%.

### 3 Entorno Internacional

En el 2T19, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: i) las mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; ii) los eventos generadores de incertidumbre política en Europa y Latinoamérica; iii) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; iv) la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de los principales bancos centrales del mundo; y v) el comportamiento mixto de los precios de los *commodities*: positivo para los metales preciosos y productos agrícolas, y negativo para los metales industriales y productos energéticos.

#### Contexto Macroeconómico

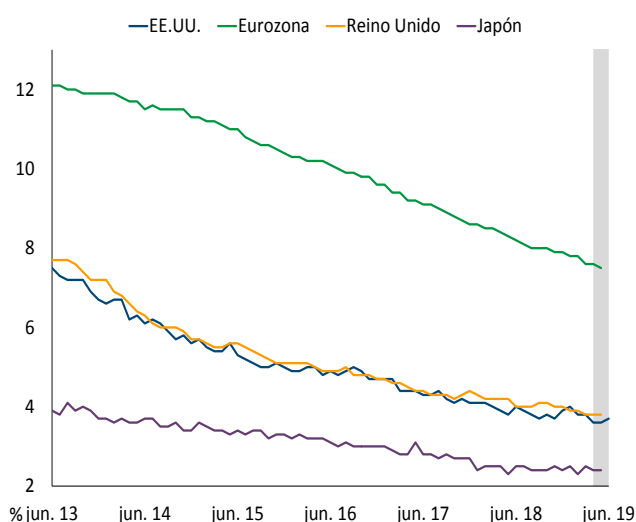
Durante el 2T19, en las economías desarrolladas resultó relevante la continuación del comportamiento favorable de su mercado laboral, la desaceleración de la actividad económica, el deterioro de los indicadores de sentimiento del mercado, y la publicación de cifras de inflación alejadas del objetivo de los bancos centrales, en línea con la debilidad de la demanda en estos mercados.

Frente al mercado laboral, las principales economías desarrolladas continuaron evidenciando un buen dinamismo, pese a la publicación de unas menores cifras de actividad económica. De esta manera, se destaca que: i) entre el 1T19 y el 2T19, el promedio de la tasa de desempleo se redujo en EE.UU, la Eurozona, Reino Unido y Japón<sup>1</sup> (*Gráfico 1*); ii) las solicitudes iniciales de desempleo se mantienen en niveles históricamente bajos, mientras que los niveles de contratación presentaron una caída importante a inicios de junio, pero volvieron a corregir al final del trimestre, lo cual ratifica la solidez del mercado laboral (*Gráfico 2*); y iii) los salarios continuaron creciendo a tasas elevadas en EE.UU, pese a que se desaceleraron ligeramente fren-

<sup>1</sup>A excepción de la Eurozona, la tasa de desempleo en estas economías continúa ubicándose en niveles bajos no observados hace varias décadas.

te a las tasas históricamente altas observadas durante el 1T19<sup>2</sup>. Por su parte, en Reino Unido los salarios también se desaceleraron desde los máximos de una década observados durante el trimestre anterior, aunque continuaron creciendo a tasa elevadas. Finalmente, en Japón los salarios continuaron cayendo pero a una tasa inferior a la observada durante el 1T19<sup>3</sup>.

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas



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

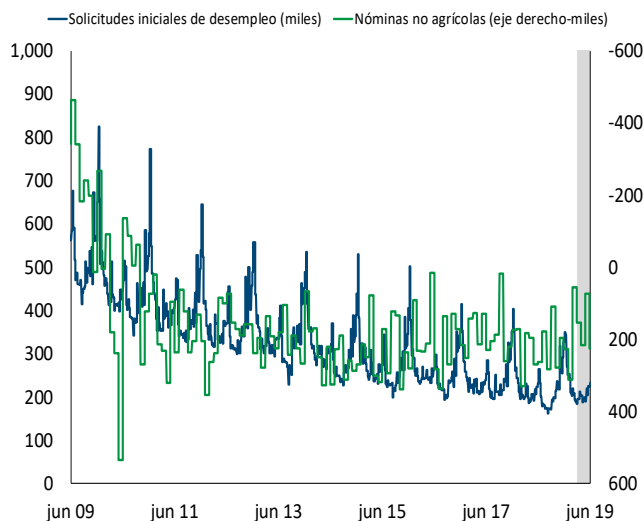
En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado: i) frente al 1T19, en promedio, la confianza de los consumidores disminuyó en Japón y aumentó en EE.UU, la Eurozona y Reino Unido, aunque presentó un deterioro al final del trimestre (*Gráfico 3*); y ii) durante el 2T19, el PMI manufacturero<sup>4</sup> prome-

<sup>2</sup>Según el Departamento de Trabajo de EE.UU, en promedio, los salarios crecieron a una tasa de 3,1% a/a durante el 2T19, inferior al 3,3% a/a durante el 1T19, pero superior a la inflación promedio de 1,8% a/a durante el mismo periodo.

<sup>3</sup>En Reino Unido, el crecimiento promedio de los salarios pasó de 3,4% a 3,3% entre 1T19 y 2T19. Por su parte, en Japón, el crecimiento promedio de los salarios pasó de -0,5% durante el 2T19 a -0,2% durante el 2T19.

<sup>4</sup>El PMI manufacturero es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas del sector manufacturero. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión, mientras que un dato por debajo indica contracción.

Gráfico 2: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU.

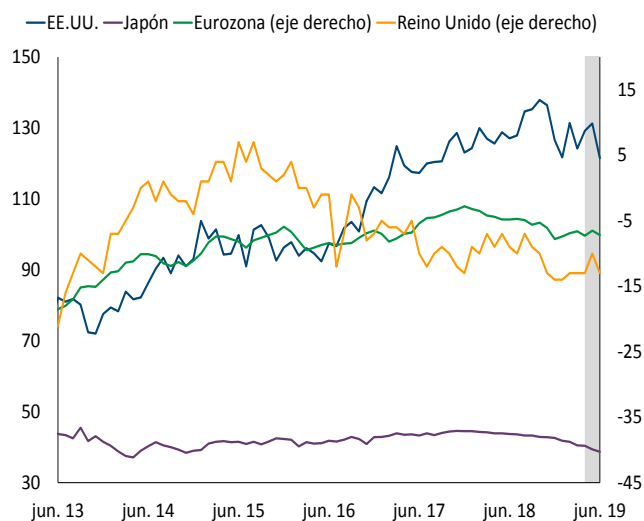


Fuente: Bloomberg.

dio se redujo en las principales economías desarrolladas, excepto Japón, y se ubicó al final del trimestre en 51,7 en EE.UU, 48,0 en el Reino Unido, 49,3 en Japón y 47,6 en la Eurozona. La fuerte caída del PMI manufacturero del Reino Unido confirma lo mencionado por los analistas el trimestre pasado frente a que los buenos datos del 1T19 se debieron a una fortaleza temporal de la actividad económica producto de la acumulación de inventarios por parte de varias empresas como respuesta a una eventual salida de la Unión Europea (UE) sin acuerdo. De esta manera, los indicadores de sentimiento del mercado estuvieron en línea con la publicación de cifras de producción industrial y ventas al por menor que evidencian un deterioro de la actividad en estas economías (Gráfico 4).

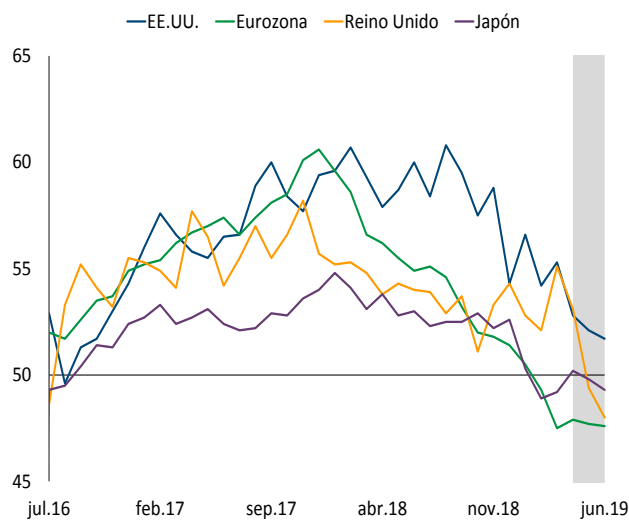
Los datos publicados del 1T19 muestran que el crecimiento del producto en economías desarrolladas presentó un aumento frente a los niveles observados en el 4T18 en EE.UU, Reino Unido y Japón, mientras que en la Eurozona se mantuvo estable en niveles bajos (Gráfico 5). En EE.UU, el dato de crecimiento sorprendió al alza a los analistas y la economía continuó ubicándose por encima de las demás economías desa-

Gráfico 3: Confianza de los consumidores en EE.UU, Eurozona, Reino Unido y Japón



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: PMI manufacturero en economías desarrolladas

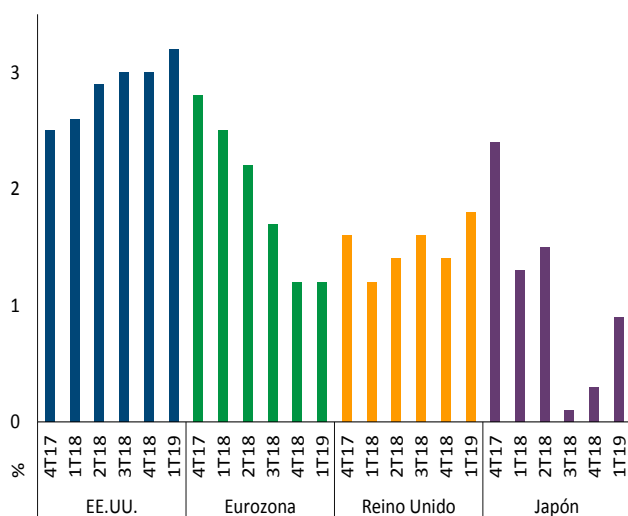


Fuente: Bloomberg.

rolladas. Sin embargo, el hecho de que las exportaciones netas y la acumulación de inventarios fueran los componentes que más contribuyeron al crecimiento, en vez del consumo privado y la inversión, evidencia

una mejora temporal de la economía que podría deteriorarse durante los próximos trimestres. En la Eurozona, el dato de crecimiento también sorprendió al alza a los analistas. Sin embargo, de manera análoga a lo observado en EE.UU, la mayor contribución provino de las exportaciones netas (mayor reducción de las exportaciones que de las importaciones), más no del consumo y la inversión. En Reino Unido, el dato del PIB se ubicó por encima de lo observado el trimestre anterior y en línea con lo esperado por los analistas ante la mayor acumulación de inventarios por parte de las empresas como respuesta ante un posible *Brexit* desordenado. Por último, la economía japonesa mostró algunos signos de recuperación, aunque la expansión del 1T19 se basó principalmente en el hecho de que la reducción de las exportaciones no superó el descenso de las importaciones.

Gráfico 5: Crecimiento en principales economías desarrolladas



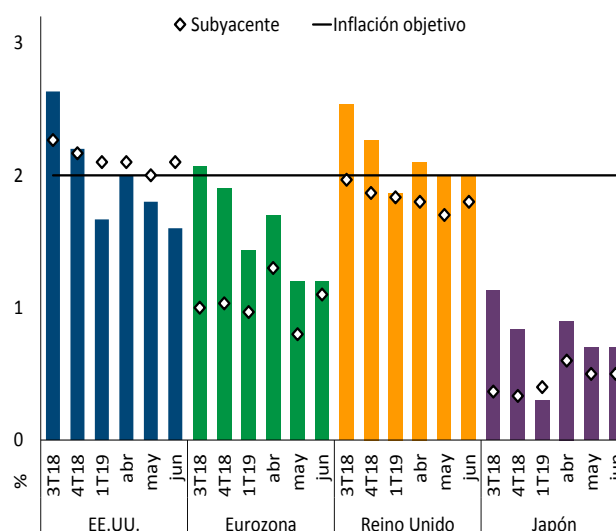
Fuente: Bloomberg.

En cuanto al comportamiento del nivel de precios, durante el 2T19 se observó en EE.UU. que la inflación total se mantuvo por debajo del objetivo del 2% de la Fed, mientras que la inflación núcleo<sup>5</sup> se mantuvo en promedio en el mismo nivel observado en el 1T19.

<sup>5</sup>La inflación subyacente, básica o núcleo no tiene en cuenta en su canasta los productos más volátiles como alimentos y energía.

De manera similar, en la Eurozona, Reino Unido y Japón, las medidas de inflación total y núcleo continuaron siendo afectadas por un menor dinamismo de la demanda, de manera que permanecieron por debajo del objetivo de los bancos centrales. Por lo anterior, aumentaron las expectativas de una política monetaria más expansiva por parte de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas (Gráfico 6).

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

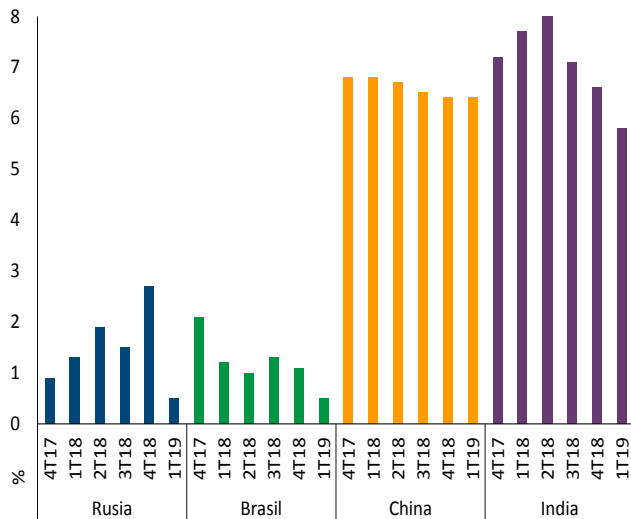


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las economías emergentes, los datos del PIB del 1T19 muestran que India se desaceleró de manera importante por lo que cedió a China el puesto como la economía de mayor crecimiento entre las principales economías a nivel global. El dato del PIB de China (6,4%) sorprendió a los analistas quienes esperaban una desaceleración de la economía. Sin embargo, parece que las medidas de estímulo fiscal y monetario emprendidas por las autoridades desde mediados del año pasado lograron hacer frente a las consecuencias negativas que tendrían las tensiones comerciales con EE.UU. sobre la economía (Gráfico 7).

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 2T19 se presentaron entradas ne-

Gráfico 7: Crecimiento en economías emergentes



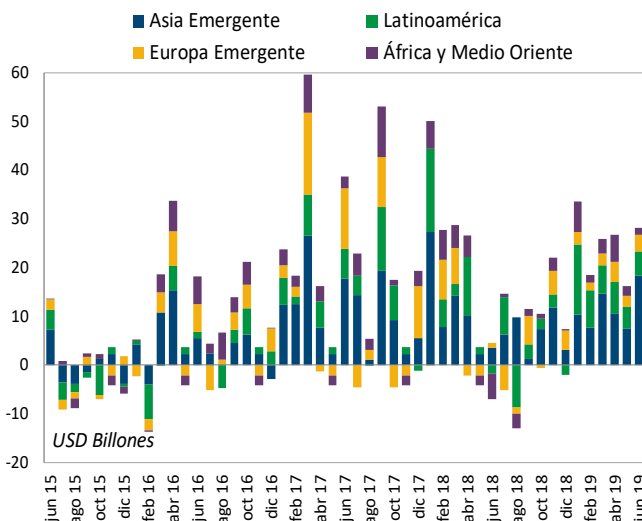
Fuente: Bloomberg.

tas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD76,1 miles de millones (mm) (en el 1T19 se reportaron entradas por USD117,8 mm), de las cuales hubo entradas de USD71,0 mm hacia el mercado de renta fija y de USD5,1 mm hacia el mercado de renta variable (Gráficos 8 y 9). Los flujos de capitales entrantes se presentaron principalmente hacia los mercados de deuda y accionario de Asia emergente (USD36,3 mm y USD6,1 mm, respectivamente). No obstante, durante mayo se observaron salidas por USD14,3 mm del mercado de renta variable, de los cuales USD11,6 fueron de Asia emergente.

En el caso de Latinoamérica, entre marzo y junio las cifras de crecimiento esperadas para 2019 presentaron reducciones en todos los países acordes con las mayores expectativas de desaceleración económica global. Lo anterior estuvo en línea con el hecho de que los datos de crecimiento anual del 1T19 se ubicaran por debajo de lo esperado por el mercado en todos los países, excepto en Brasil y Perú. En el caso de Brasil el dato del PIB fue 0,5 %, la menor cifra de crecimiento en dos años (Cuadro 1).

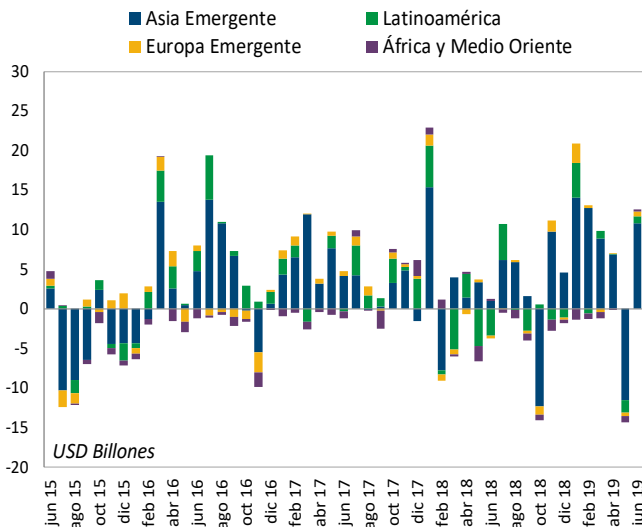
Al igual que en la mayoría de países emergentes, en el

Gráfico 8: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



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

Gráfico 9: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



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

periodo se presentaron entradas de capital en el mercado de deuda a América Latina (USD16,0 mm) y salidas del mercado accionario (USD0,5 mm).

Cuadro 1: Crecimiento 1T19 y expectativas para 2019

País	Esp. 1T19	Obs. 1T19	Esp. 2019 (Mar. 19)	Esp. 2019 (Jun. 19)
COL	3,00%	2,80%	3,20%	3,10%
BRA	0,50%	0,50%	2,20%	1,00%
CHL	1,80%	1,60%	3,30%	3,00%
MEX	1,40%	1,20%	1,68%	1,20%
PER	2,30%	2,30%	3,94%	3,70%

Fuente: Bloomberg.

### Política monetaria

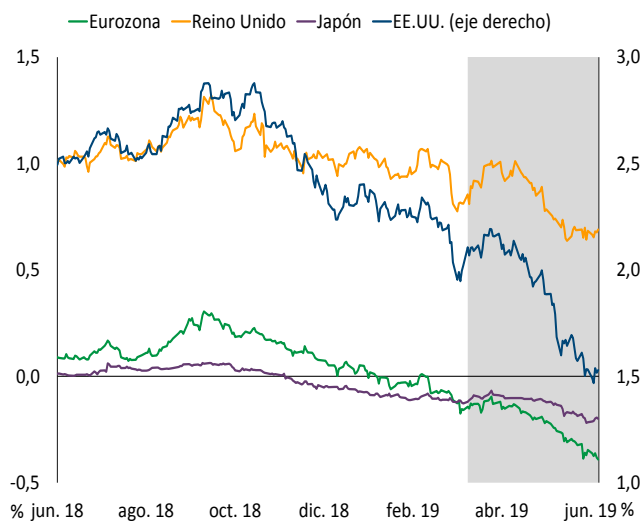
En cuanto a la política monetaria, durante el 2T19 se desvanecieron las expectativas de contracción monetaria por parte de los principales bancos centrales a nivel global como consecuencia de la publicación de cifras débiles de producción industrial, ventas al por menor y confianza, entre otras, que aumentaron los temores de una mayor desaceleración económica durante 2019. De esta manera, el comportamiento de la curva *Overnight Index Swap* (OIS) a 5 años evidencia una persistencia de la caída de las tasas que empezó desde el 4T18, destacándose el caso de la Eurozona y Japón con tasas inferiores al 0%, en ambos casos niveles similares a las tasas de política observadas actualmente (Gráfico 10).

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, de acuerdo con las débiles cifras de actividad económica e inflación, los bancos centrales de EE.UU, la Eurozona, Reino Unido y Japón mantuvieron sus tasas de interés inalteradas durante el 2T19. Además, tras la incertidumbre que han generado las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios, los bancos centrales se han mostrado cautelosos y dispuestos a ofrecer mayores estímulos monetarios con el fin de impulsar la economía en caso de ser necesario.

En el caso de EE.UU, la reducción de las expectativas de una política monetaria más contractiva, que se evidenció con las menores proyecciones de la tasa de fondos federales para 2019 estimadas por el *FOMC*<sup>6</sup> y el

<sup>6</sup>Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed.

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



Fuente: Bloomberg.

mercado<sup>7</sup>, estuvieron motivadas principalmente por: *i*) la desaceleración de la inflación durante el trimestre así como las menores proyecciones de inflación por parte del *FOMC* por debajo del objetivo<sup>8</sup>, *ii*) algunos comentarios del presidente de la Fed y varios miembros del *FOMC*, así como la actualización del *dot plot* en junio por parte de la misma entidad, que dieron señales sobre una política monetaria menos contractiva en EE.UU.<sup>9</sup>, y *iii*) la publicación de cifras que evi-

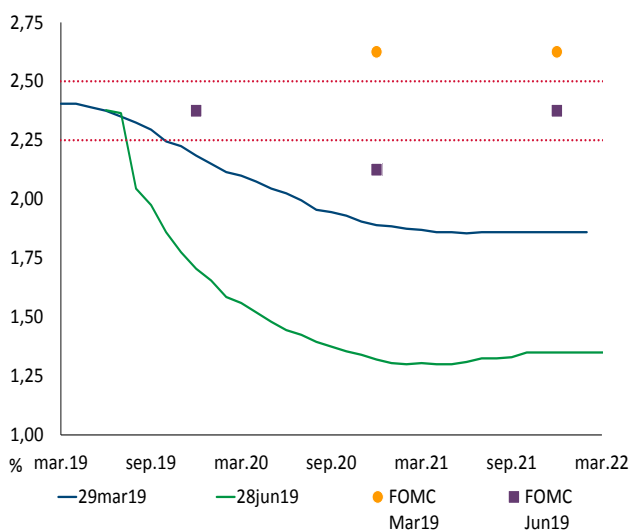
<sup>7</sup>De acuerdo con CME Group, para el cierre de 2019, la probabilidad asignada por el mercado de que la tasa de fondos federales se ubique por encima del rango actual de 2,25%-2,50% permanece en 0% desde finales de marzo, mientras que la probabilidad de que el rango se mantenga inalterado pasó de 35% el 29 de marzo a 0% el 28 de junio. De esta manera, a finales de junio el mercado estaba asignando una probabilidad de 38% a tres recortes de tasas, 32% a dos recortes, 18% a cuatro recortes y 9% a un recorte durante el resto del año. Por su parte, entre marzo y junio, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la tasa de fondos federales para el 2020 y 2021 pasó de 2,6% a 2,1%, y de 2,6% a 2,4%, aunque para el 2019 se mantuvo estable en 2,4%.

<sup>8</sup>Entre marzo y junio, la mediana de las proyecciones de inflación PCE por parte del *FOMC* pasó de 1,8% a 1,5% para 2019 y 2,0% a 1,9% para 2020. Entre las mismas fechas, la mediana de las proyecciones de inflación PCE núcleo se redujo de 2,0% a 1,8% para 2019 y 2,0% a 1,9% para 2020.

<sup>9</sup>Aunque al cierre de la reunión de junio el *dot plot* de la Fed con-

dencian una desaceleración de la actividad económica que, junto con el posible impacto que podría tener el aumento de las tensiones entre EE.UU. y sus principales socios comerciales, obligan a la Fed a mantener una postura cautelosa y a actuar en caso de ser necesario para estimular la economía (Gráfico 11).

Gráfico 11: Senda esperada por el mercado de la tasa de fondos federales



Fuente: Bloomberg.

Frente al Banco Central Europeo (BCE), dado que la inflación general y núcleo aún se encuentran lejos y por debajo del objetivo del 2%, y las cifras de alta frecuencia de la Eurozona evidencian que la economía no repuntó durante el 2T19, el mercado espera que el BCE adopte una postura más expansiva durante los próximos meses. Durante su reunión de junio, el BCE mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0%, la de depósitos en -0,4% y la marginal en 0,25%, y modificó su *forward guidance* al anunciar que mantendría las tasas en los niveles ac-

tinuó estimando que no haya cambios del rango de fondos federales durante el año, la composición de los votos cambió de manera significativa. De esta manera, nueve miembros votaron a favor de mantener la tasa inalterada durante el año, siete miembros votaron a favor de realizar dos recortes, y un miembro votó a favor de uno. En contraste, en marzo once miembros votaron a favor de mantener el rango inalterado, cuatro votaron a favor de un aumento y dos a favor de dos aumentos de tasas.

tuales durante la primera mitad del 2020, seis meses más de lo estimado previamente. Adicionalmente, el banco anunció las condiciones de una nueva serie de operaciones de expansión conocidas como TLTROS III<sup>10</sup> que había anunciado en marzo. Finalmente, tras su reunión de junio, el BCE aumentó las previsiones de inflación y crecimiento del PIB para 2019 pero las redujo para los próximos dos años ante el riesgo de que la desaceleración de la economía sea más pronunciada de lo estimado previamente como consecuencia de las tensiones comerciales con EE.UU.<sup>11</sup>.

En el Reino Unido, durante el trimestre el Banco de Inglaterra (*BoE*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,75%, y su programa de compra de activos en £435 mm en bonos gubernamentales, y £10 mm en bonos corporativos. Adicionalmente, el *BoE* volvió a adoptar una postura *hawkish* tras la publicación de algunos datos positivos de actividad económica. Sin embargo, el mercado continúa estimando que el *BoE* recortará tasas eventualmente ante las mayores expectativas de que los demás bancos centrales hagan lo mismo y ante una posible desaceleración de la actividad económica. En últimas, el *BoE* ha asegurado que actuará con cautela mientras no se despejen los riesgos relacionados con el *Brexit*. En línea con lo anterior, de acuerdo con la actualización de los pronósticos del *BoE*, la proyección de crecimiento aumentó para 2019 y 2021 a 1,6% y 2,1%, desde los niveles de 1,3% y 1,8% estimados previamente, mientras que la mantuvo estable en 1,5% para 2020. Así mismo, las proyecciones de inflación aumentaron para 2019 de 1,9% a 2,1%, pero se redujeron para 2020 de 2,2% a 1,7%, y permanecieron inalteradas en 2,1% para 2021.

Por último, durante el trimestre el Banco de Japón (*BoJ*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en -0,1%, su objetivo de rendimiento de los bonos a 10 años en 0%, y las compras de bonos y de

<sup>10</sup>Targeted Long-Term Refinancing Operations.

<sup>11</sup>La tasa de crecimiento proyectada por el BCE para 2019, 2020 y 2021 pasó de 1,1%, 1,6% y 1,5% en marzo a 1,2%, 1,4% y 1,4% en junio. Respecto a las proyecciones de inflación para 2019, 2020 y 2021, estas pasaron de 1,2%, 1,5% y 1,6% en marzo a 1,3%, 1,4% y 1,6% en junio.



ETFs<sup>12</sup> en ¥80 billones y ¥6 billones, respectivamente. Además, ante unos niveles de inflación alejados del objetivo de 2% y unas cifras de actividad económica que reflejan una mayor debilidad de la demanda, el gobernador del *BoJ*, Haruhiko Kuroda, señaló durante el trimestre que estaría dispuesto a aumentar las medidas de estímulo monetario mediante una combinación de recortes de tasas con una mayor compra de activos, ya que considera que los riesgos globales podrían estar afectando el panorama económico.

Durante el 2T19, Noruega fue uno de los pocos países del mundo que aumentó su tasa de política monetaria<sup>13</sup> mientras que varios la recortaron y la mayoría la mantuvieron estable. Lo anterior estuvo acorde con las mayores expectativas de que los bancos centrales a nivel global adopten una política monetaria más expansiva durante los próximos trimestres (*Cuadro 2*).

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

Durante el trimestre, aumentaron las tensiones comerciales entre el Gobierno de EE.UU. y sus principales socios: China, México y la UE. En el caso de China, durante el mes de abril, el mercado continuó descontando un acuerdo comercial entre ambas naciones. Sin embargo, de manera sorpresiva, a comienzos de mayo el presidente Trump anunció que aumentaría las tarifas arancelarias a las importaciones chinas valoradas en USD200 mm hasta 25% desde el 10% vigente, debido a que China se estaría retractando de algunos compromisos previos. Tras el fracaso de los diálogos entre las delegaciones de ambas naciones que buscaban evitar la entrada en vigencia de las tarifas anunciadas por Trump, China anunció que respondería con tarifas

<sup>12</sup>Los Exchange Traded Funds (ETFs) o fondos que cotizan en bolsa, son un conjunto diversificado de activos, como un fondo de inversión, que cotizan en bolsa como si se tratara de una sola acción.

<sup>13</sup>Según el Banco Central de este país, la desición estuvo sopor-tada por un crecimiento económico sólido y estimaciones de que la capacidad productiva está por encima de sus niveles normales. Además, la entidad proyectó un repunte de la economía noruega para el 2020 un poco más fuerte frente a lo previsto anteriormente, e indicaron que posiblemente la tasa de política aumentará aún más en el transcurso de 2019.

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

	Mar 2019	Jun 2019	Δ 2T19 (P.b)
Noruega	1,00%	1,25%	25
Brasil	6,50%	6,50%	0
Canadá	1,75%	1,75%	0
China	4,35%	4,35%	0
Colombia	4,25%	4,25%	0
Corea del Sur	1,75%	1,75%	0
Estados Unidos	2,25-2,50%	2,25-2,50%	0
Eurozona	0,00%	0,00%	0
Japón	-0,10%	-0,10%	0
México	8,25%	8,25%	0
Perú	2,75%	2,75%	0
Reino Unido	0,75%	0,75%	0
Turquía	24,00%	24,00%	0
Australia	1,50%	1,25%	-25
Rusia	7,75%	7,50%	-25
Chile	3,00%	2,50%	-50
India	6,25%	5,75%	-50
Argentina	68,16%	62,69%	-547

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

arancelarias que oscilarían entre 5% y 25% a partir de junio sobre importaciones provenientes de EE.UU. valoradas en USD60 mm.

EE.UU. reaccionó a la respuesta de China con la inclusión de la empresa de tecnología Huawei dentro de una lista negra, de manera que sería más difícil para las empresas estadounidenses hacer negocios con la compañía china. Por su parte, China mencionó que estaría dispuesta a limitar las exportaciones de “tierras raras” a EE.UU, metales indispensables en la industria tecnológica. EE.UU. respondió amenazando con imponer aranceles sobre los USD300 mm restantes de importaciones chinas que aún no contaban con aranceles. No obstante, pese a las amenazas, durante junio se moderaron las tensiones comerciales y a finales de junio los líderes de ambas naciones durante la cumbre del G-20 acordaron seguir dialogando con el fin de alcanzar un acuerdo comercial.

En el caso de México, a finales de mayo el presidente Trump anunció que impondría tarifas arancelarias a todas las importaciones provenientes de México si este país no tomaba medidas inmediatas para impedir el flujo de migrantes ilegales a EE.UU. Las tari-

fas empezarían en 5% a partir del 10 de junio y aumentarían progresivamente hasta 25% el 1 de octubre. Como consecuencia, los mercados financieros se vieron afectados durante la semana que duraron las conversaciones. Finalmente, tras el anuncio del Gobierno mexicano de desplegar 6.000 militares de la Guardia Nacional a la frontera sur del país con el fin de contener la migración ilegal hacia el norte del continente, Trump se mostró satisfecho y decidió retirar las amenazas arancelarias.

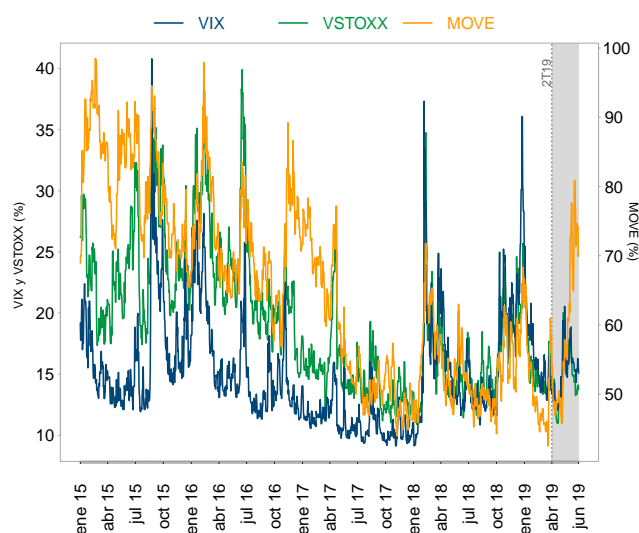
Por último, durante el trimestre se vivieron continuamente tensiones comerciales entre EE.UU. y la UE. A comienzos de abril, el presidente Trump amenazó con imponer aranceles sobre importaciones provenientes de la UE y avaluadas en USD11 mm, como sanción por los subsidios que ha brindado el viejo continente a la compañía Airbus. Sin embargo, estos aranceles entrarían en vigencia una vez la Organización Mundial del Comercio (OMC) diera a conocer su veredicto sobre el caso entre Airbus y Boeing. Por otro lado, Trump también se mostró inconforme con la UE por varios temas como: i) la construcción del oleoducto ruso Nord Stream 2 que proveería a Alemania una vez sea terminado; ii) la depreciación relativa del euro frente al dólar, lo cual hace más competitivas las exportaciones provenientes de Europa; y iii) los aranceles impuestos por la UE sobre Harley Davidson y que han obligado a la empresa estadounidense a trasladar parte de su producción fuera de EE.UU.

**Incertidumbre en mercados financieros**

Durante el 2T19, los mercados financieros tuvieron un comportamiento volátil, en línea con el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios durante la primera parte del trimestre, y su posterior moderación durante junio. En neto, los mercados financieros mostraron un desempeño positivo a nivel global, impulsados por las mayores expectativas de que los bancos centrales adopten una postura monetaria más expansiva durante los próximos meses para hacer frente a los temores de desaceleración económica y las tensiones comerciales. De esta manera, la percepción de riesgo en los mercados accionarios estadouni-

dense y europeos, medida a través de los indicadores *Vix* y *Vstoxx* presentó una volatilidad importante durante el trimestre y cerró en unos niveles similares a los observados a finales de marzo. Por el contrario, el indicador *Move* que mide la volatilidad en el mercado de renta fija estadounidense evidenció un aumento importante durante el trimestre, en línea con la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de la Fed (*Gráfico 12*).

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



Fuente: Bloomberg.

**Incertidumbre en política y en política económica**

Durante el 2T19 se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política económica. En Europa se concentraron la mayor parte de estos eventos. En primer lugar, aunque la UE y el Reino Unido lograron llegar a un acuerdo del *Brexit* en septiembre del año pasado, la primera ministra, Theresa May, fracasó en sus numerosos intentos por lograr que el Parlamento británico aprobara el acuerdo. Por esta razón, la primera ministra anunció que renunciaría a su cargo a partir del 7 de junio y permanecería en el mismo hasta que el Partido Conservador eligiera a su sucesor. Desde entonces, el Partido Conservador empezó el proceso de elección de la persona que reemplazaría

a Theresa May y a finales de junio solo quedaban dos personas en el proceso: Boris Johnson, euroescéptico que se ha mostrado a favor de un *Brexit* desordenado, y Jeremy Hunt, quien se ha mostrado a favor de un *Brexit* con acuerdo. No obstante, las posibilidades de Hunt son bajas, razón que ha llevado a la libra esterlina a mínimos no observados desde el 2017 ante la incertidumbre que genera la posible victoria de Johnson. En segundo lugar, sigue existiendo incertidumbre frente al futuro de las relaciones entre el Gobierno de coalición italiana y la Comisión Europea ya que durante el trimestre el Gobierno italiano anunció varias veces su disposición a romper las reglas fiscales de la UE con el fin de aumentar el gasto público. Sin embargo, en junio, tras el anuncio de sanciones por parte de la Comisión Europea, el Gobierno moderó sus anuncios previos y decidió acogerse a las reglas fiscales con el fin de evitar dichas sanciones. Por último, a pesar de que los partidos pro-UE mantuvieron las mayorías en las elecciones al Parlamento Europeo que se llevaron a cabo a finales de mayo, los resultados dejaron en evidencia el cada vez mayor apoyo de los ciudadanos a los partidos euroescépticos.

En Europa, frente a lo observado en el 1T19, el indicador agregado y los indicadores de incertidumbre sobre la política económica disminuyeron en promedio en Reino Unido, Francia, Alemania e Italia, y aumentó ligeramente en España<sup>14</sup> (Gráfico 13). En EE.UU., el indicador agregado y los indicadores específicos<sup>15</sup> de política monetaria y fiscal presentaron una reducción en promedio, mientras que el indicador específico de comercio exterior aumentó de manera importante ante el desarrollo de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios comerciales<sup>16</sup> (Gráfi-

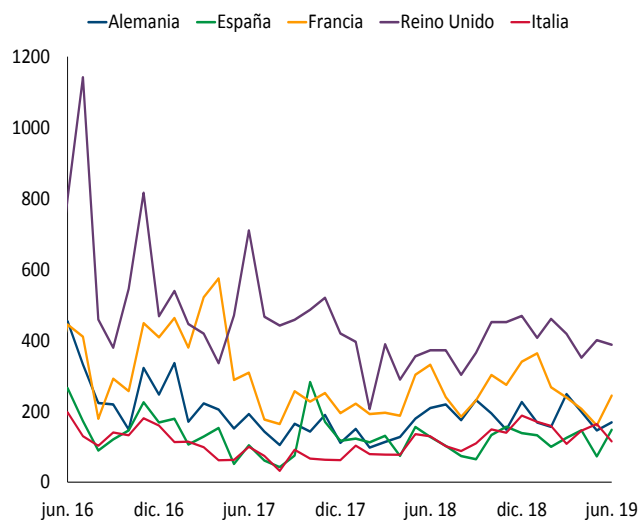
<sup>14</sup>El indicador de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom y Davis (2016) se redujo en promedio entre el 1T19 y el 2T19 en Reino Unido desde 480 a 380, en Francia desde 290 a 203, en Alemania desde 191 a 171, y en Italia desde 145 a 141, mientras que aumentó ligeramente en España desde 119 a 122.

<sup>15</sup>Para EE.UU., Baker, Bloom y Davis (2016) construyeron un indicador general e índices específicos en materia de política monetaria, fiscal, salud, comercial, entre otras.

<sup>16</sup>En EE.UU. el promedio del indicador agregado de Baker, Bloom y Davis (2016) disminuyó al pasar de 149 en el 1T19 a 125 en el 2T19, al igual que los indicadores específicos de política fiscal y

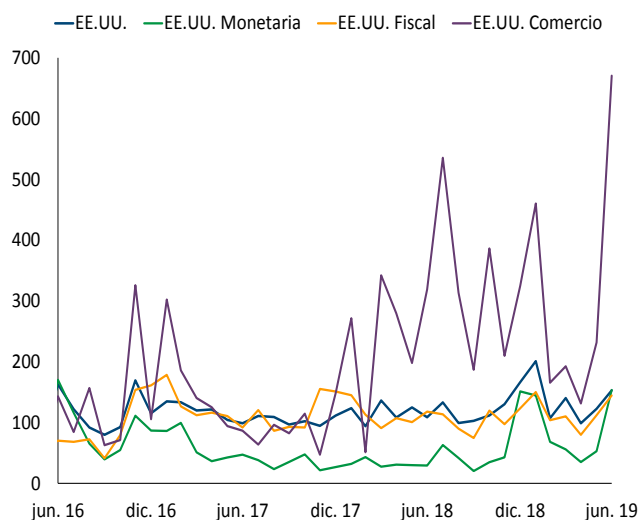
co 14).

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

monetaria que pasaron de 121 a 112 y de 89 a 80, respectivamente. Por el contrario, el indicador específico de comercio exterior aumentó en promedio 72 puntos desde 273 a 345.

En Latinoamérica también se evidenciaron episodios de incertidumbre política interna en varios países de la región. En México se observó una mayor incertidumbre frente al futuro fiscal de la petrolera estatal Pemex tras la decisión del Gobierno mexicano de encargarle a la empresa la construcción de una refinería en el sureste del país, luego de que la licitación pública se declarara desierta porque todos los participantes superaron el monto y el tiempo de construcción estipulado por el Gobierno. Un mes después, *Fitch Ratings* bajó la calificación soberana del país a **BBB** desde **BBB-** y *Moody's* bajó su perspectiva a *negativa*, ambas citando el deterioro de la actividad económica y la falta de capacidad de pago de Pemex como las razones detrás de sus decisiones. Así mismo, *Fitch Ratings* redujo la calificación crediticia de Pemex de grado de inversión a especulativo.

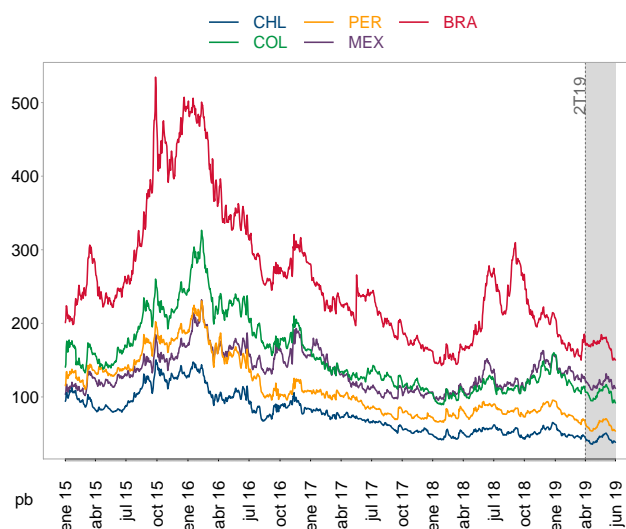
Por su parte en Brasil, la incertidumbre se centró en el trámite de la reforma pensional presentada por el Gobierno al Congreso. Aunque durante el trimestre se evidenciaron tensiones entre el Gobierno y varios miembros del Congreso, hacia el final de junio se evidenció optimismo en el mercado ante las declaraciones positivas de varios congresistas a favor de la reforma y los ahorros que lograría en un horizonte de diez años. Por otro lado, durante junio se filtraron interceptaciones de comunicaciones entre el juez a cargo del caso de corrupción conocido como “Lava Jato” y el actual ministro de justicia, Sergio Moro, y los fiscales que trabajaban en el caso que resultó en la condena del expresidente Lula da Silva por corrupción y lavado de dinero. Los mensajes también evidenciaron esfuerzos para impedir que Lula concediera una entrevista días antes de las elecciones presidenciales de octubre del año pasado, por temor a que hubieran aumentado las posibilidades del candidato del Partido de los Trabajadores

En Perú, a principios del trimestre continuaron evidenciándose las tensiones entre el Gobierno y una comunidad indígena que mantenía bloqueado el acceso a una mina de cobre propiedad de una multinacional china. Por otro lado, a finales de mayo el presidente Martín Vizcarra amenazó con disolver el Congreso

si los legisladores no respaldaban su iniciativa de una reforma política que buscaba combatir la corrupción y fortalecer las instituciones, en medio de los múltiples escándalos de corrupción que se han presentado durante los últimos años. Finalmente, a comienzos de junio el Congreso cedió y renovó su confianza en el Gobierno y en su plan de reforma política.

Por su parte, los CDS de la región se movieron en línea con los indicadores de percepción de los mercados financieros desarrollados. De esta manera, aumentaron durante mayo ante el aumento de las tensiones comerciales, pero posteriormente corrigieron y cerraron el trimestre por debajo de lo observado en marzo (Gráfico 15).

Gráfico 15: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

### Comportamiento del precio de los commodities

En el 2T19, los precios del petróleo aumentaron durante la primera parte del periodo pero posteriormente revirtieron esta tendencia y cerraron el trimestre por debajo de lo observado en marzo<sup>17</sup>. El buen compor-

<sup>17</sup>En el caso de la referencia Brent, entre el 31 de marzo y el 30 de junio el precio por barril se redujo 2,7% al pasar de USD68,4 a USD66,6. Por su parte, el precio de la referencia WTI bajó 2,8% de USD60,1 a USD58,5.

tamiento del precio del petróleo durante la primera parte del trimestre explicado principalmente por factores de oferta: i) las expectativas de una extensión de los recortes de producción por parte de los miembros de la OPEP+<sup>18</sup>; ii) la reducción de la producción en Venezuela, Libia e Irán como consecuencia de la crisis económica y de las sanciones impuestas por EE.UU.; iii) la menor acumulación de inventarios por parte de EE.UU.; y por el lado de la demanda, iv) las expectativas durante abril de que China y EE.UU. llegarían pronto a un acuerdo comercial. No obstante, desde mediados de mayo, las tensiones entre EE.UU. y sus principales socios comerciales hicieron temer una mayor desaceleración de la economía global, lo que podría afectar la demanda global de petróleo, afectando el precio del mismo.

Los precios de los metales industriales presentaron reducciones ante la menor demanda global. Sin embargo, el precio del hierro aumentó de manera importante como consecuencia de la menor producción tras el desastre de la represa de la minera Vale en Brasil a comienzos del año, y la mayor demanda por parte de los productores de acero. Por su parte, los precios de algunos productos agrícolas aumentaron como corrección frente a las reducciones que venían presentando desde el año pasado. Finalmente, los precios de metales preciosos se vieron favorecidos ante la demanda de activos refugio como consecuencia de las mayores tensiones comerciales y los temores de desaceleración económica global (*Cuadro 3*).

*Cuadro 3: Precio de productos básicos (en dólares)*

	29 Mar 2019	28 Jun 2019	Variación
Pétroleo WTI	60,1	58,5	-2,8%
Pétroleo Brent	68,4	66,6	-2,7%
Níquel	13.015	12.665	-2,7%
Hierro	85,7	109,2	27,4%
Cobre	6.485	5.972	-7,9%
Arroz	10,9	11,6	5,9%
Algodón	75,4	66,1	-12,4%
Ganado	125,7	110,5	-12,1%
Café Árábigo	120,9	137,9	14,0%
Aluminio	1.900	1.774	-6,7%
Azúcar	13,0	12,6	-2,5%
Oro	1.292	1.410	9,1%
Soya	884,3	899,8	1,8%
Plata	15,1	15,3	1,3%
Aceite de palma	515,9	472,2	-8,5%
Maíz	384,8	431,5	12,2%
Cacao	2,271	2.425	6,8%
Café	0,9	1,1	14,6%
Trigo	5,1	4,5	-12,0%
Carbón	70,4	48,9	-30,6%
<b>CRB INDEX</b>	<b>183,8</b>	<b>181,0</b>	<b>-2,7%</b>

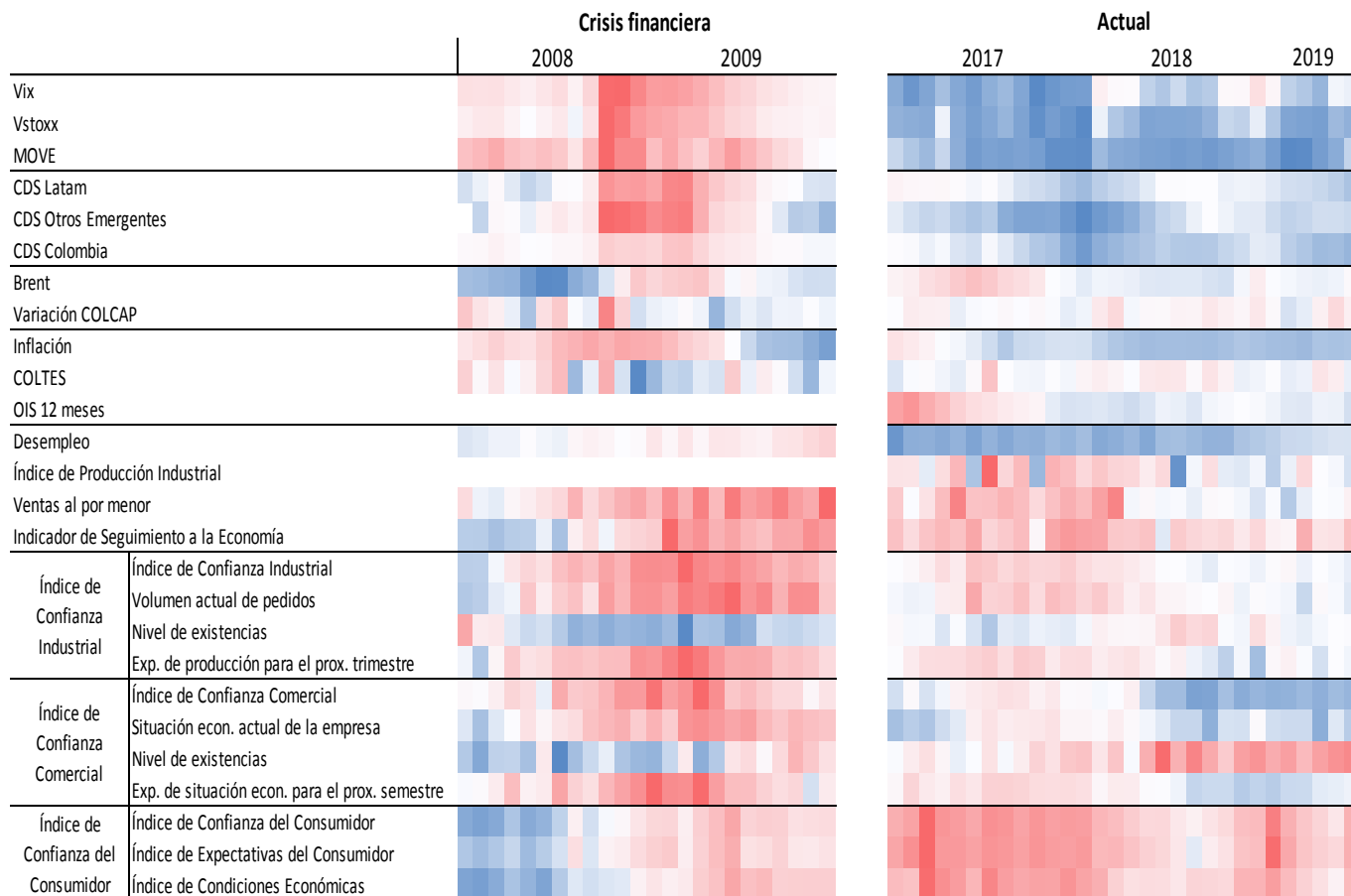
Fuente: Bloomberg.

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 2T19, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente negativa ante reducciones en la confianza de consumidores y comerciantes, un menor crecimiento esperado para 2019, aumentos de las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, y menores expectativas de valorizaciones del COLCAP. Sin embargo, se destacan los datos positivos de producción industrial y ventas al por menor que se publicaron al comienzo del trimestre, la continuación de la confianza comercial en niveles elevados, así como la reducción del Indicador de Incertidumbre Político Económica para Colombia (IPEC) (*Gráfico 16*).

<sup>18</sup>La OPEP+ hace referencia a los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), más una serie de países aliados liderados por Rusia.

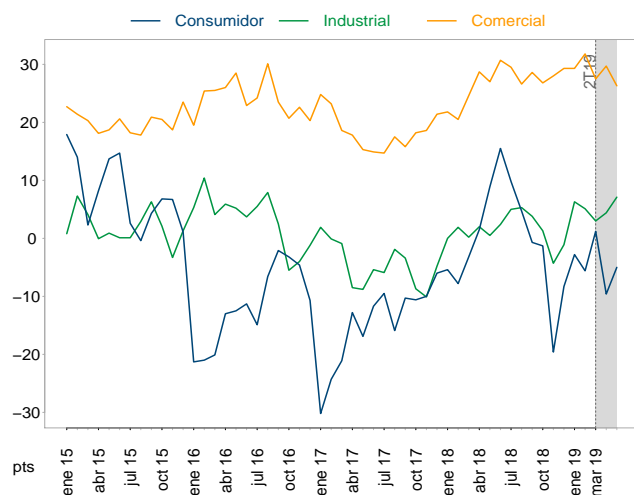
Gráfico 16: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



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 17* se presentan a mayo los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo<sup>19</sup>. Se observa que en promedio la confianza de los consumidores y comerciantes se redujo durante el trimestre, al pasar de un promedio de -2,4% y 29,5% en el 1T19 a -7,3% y 28,0% en el 2T19, respectivamente. Por el contrario, la confianza de los industriales aumentó desde un promedio de 4,8% en el 1T19 a 5,8% en el 2T19. En el caso de la confianza de los consumidores, esta reducción estuvo explicada por un deterioro tanto de las expectativas de los consumidores, como de la percepción de las condiciones económicas. Por su parte, la confianza de los industriales aumentó principalmente debido a un mayor volumen actual de pedidos, mientras que la confianza comercial desmejoró principalmente como consecuencia de un mayor nivel de existencias. Sin embargo, la confianza de los comerciantes continúa situándose por encima de su media histórica.

Gráfico 17: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 2T19 se conocieron datos mixtos de crecimiento de la producción industrial. Esta se ubicó en

<sup>19</sup>Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

febrero por encima de lo observado el mes anterior (obs: 3,2%; ant: 2,9%), en marzo mantuvo la misma tasa observada en febrero (obs: 3,2%; ant: 3,2%), y en abril se ubicó por debajo de lo registrado en marzo (obs: 0,2%; ant: 3,2%)<sup>20</sup>. Por otro lado, el crecimiento en las ventas al por menor resultó superior a las proyecciones del mercado en febrero (obs: 5,7%; esp: 4,1%), e inferior en marzo (obs: 5,3%; esp: 5,5%) y abril (obs: 4,0%; esp: 4,5%). Por su parte, el Indicador de Seguimiento a la Economía<sup>21</sup> se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado en febrero (obs: 2,7%; esp: 2,8%), marzo (obs: 2,6%; esp: 3,2%) y abril (obs: 2,1%; esp: 2,2%). Finalmente, el Indicador de Incertidumbre Político Económica para Colombia (IPEC) presentó una reducción frente a los niveles del 1T19 al pasar de 267 a 197, aunque se mantuvo en niveles elevados como consecuencia de factores externos tales como las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios, el *Brexit* en Reino Unido y la situación en Venezuela, así como por factores locales relacionados con el cierre de la vía al llano y el futuro del marco jurídico de la Jurisdicción Especial para la Paz (JEP) (*Gráfico 18*)<sup>22</sup>.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>23</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2019 disminuyeron al pasar de 3,23% en marzo a 3,09% en junio, acordes con la publicación del dato del 1T19 que se ubicó en 2,8% en su serie original y 2,3% en su serie desestacionalizada, ambas cifras por debajo del 3% que esperaba el mercado (*Gráfico 19*). Respecto a la inflación, las expectativas para 2019 y 2020 aumentaron como consecuencia de la publicación de las cifras de inflación durante el trimestre que se ubicaron ligeramente por encima de lo anticipado por los analistas. De esta manera, la in-

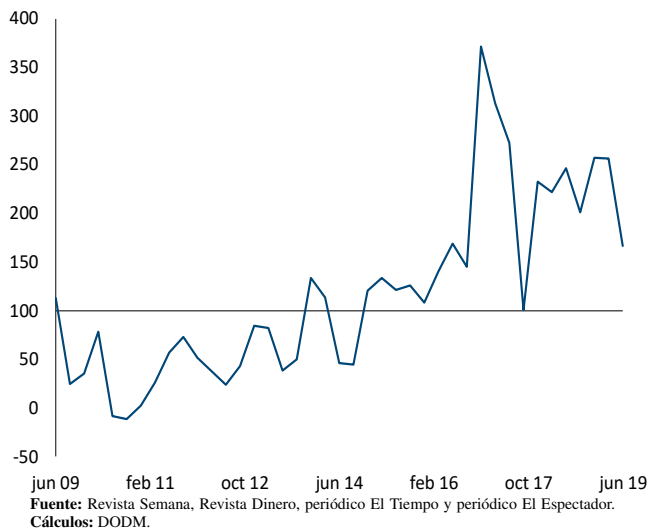
<sup>20</sup>Debido a un cambio metodológico del DANE, durante el trimestre no se reportaron expectativas de crecimiento de la producción industrial.

<sup>21</sup>El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

<sup>22</sup>Con base en los textos digitalizados de las revistas *Semana y Dinero*, y los periódicos *El Espectador* y *El Tiempo*, el BR construyó un indicador de incertidumbre en política económica a partir de la metodología propuesta por *Baker, Bloom y Davis* (2016)

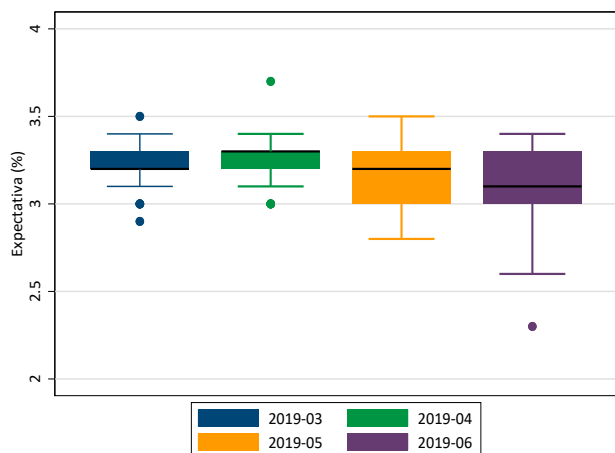
<sup>23</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 18: Incertidumbre Político Económica para Colombia



flación esperada para 2019 y 2020 pasó de 3,21 % y 3,27 % en marzo a 3,31 % y 3,29 % en junio (Gráfico 20)

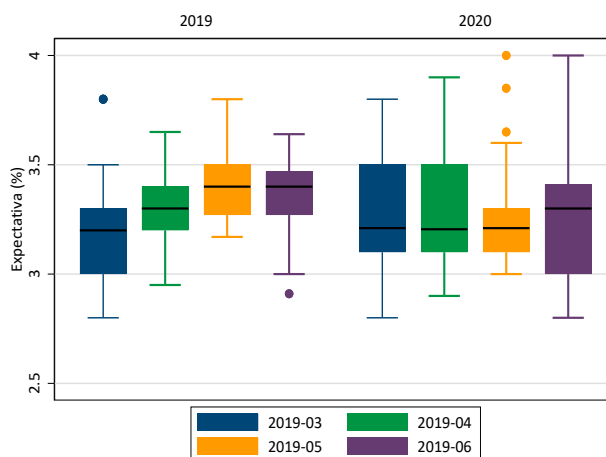
Gráfico 19: Expectativas de Crecimiento para 2019 (EOF)



En lo referente al rendimiento esperado del TES que vence en 2024<sup>24</sup> los agentes esperan que se desvalorice 15 p.b. durante los próximos tres meses, tras

<sup>24</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la

Gráfico 20: Expectativas de Inflación (EOF)



las valorizaciones significativas observadas durante el trimestre (Gráfico 21). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de menores valorizaciones durante el trimestre<sup>25</sup> (Gráfico 22).

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 disminuyera aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que se incrementara o permaneciera igual disminuyó<sup>26</sup> (Gráfico 23).

Finalmente, durante el 2T19, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para todos los plazos, excepto para los me-

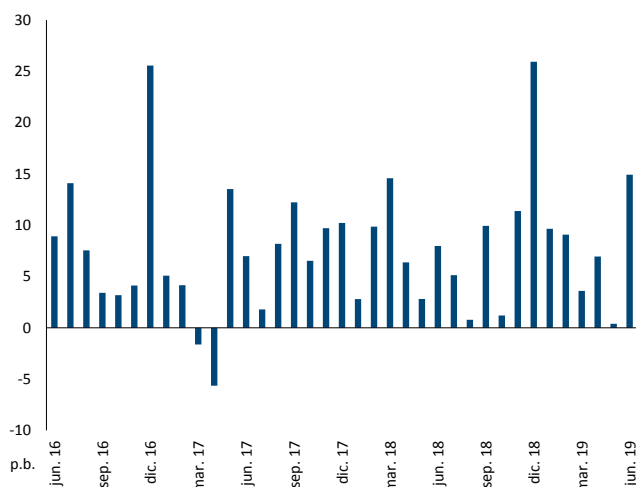
BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.

<sup>25</sup>En las encuestas de abril, mayo y junio, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 0,40 %, -0,92 % y 2,42 %, respectivamente.

<sup>26</sup>Entre marzo y junio, de los agentes a los que les aplica la pregunta, el porcentaje que consideró que la duración aumentaría pasó de 56 % a 53 %, el porcentaje que consideró que esta disminuiría pasó de 0 % a 7 %, mientras que el porcentaje que consideró que permanecería igual pasó de 44 % a 40 %.

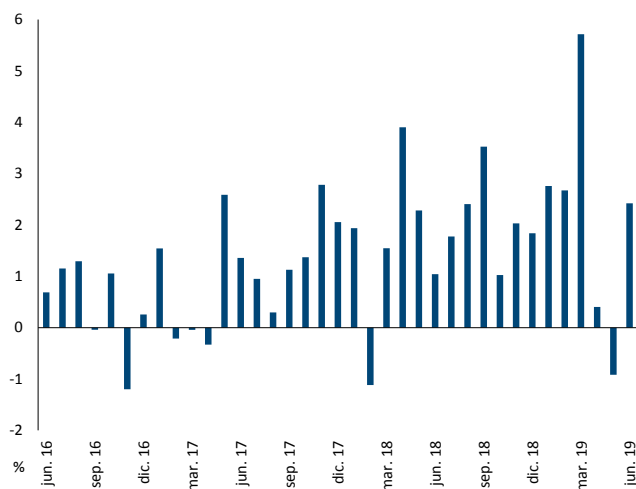


Gráfico 21: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 22: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)

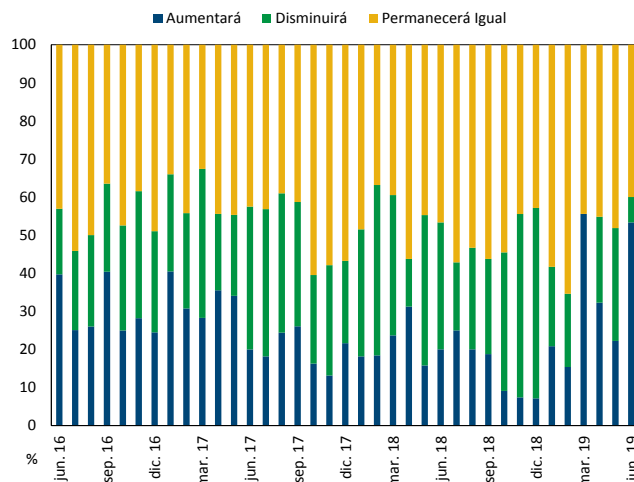


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

nores a un año<sup>27</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 2T19,

<sup>27</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -3 p.b, entre 1 y 3 años: 42 p.b, entre 3 y 5 años: 89 p.b. y 5 años o más: 25 p.b.

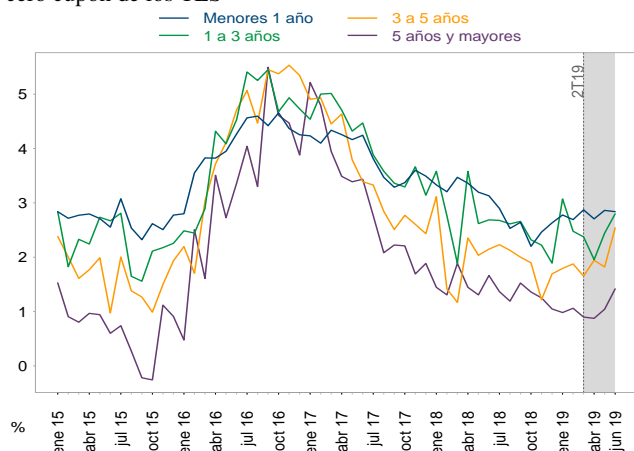
Gráfico 23: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

frente al promedio del 1T19, se observó un aumento para todos los plazos, excepto para el intervalo entre tres y cinco años. En general, los aumentos de los *spreads* se explican por reducciones de las tasas de los TES y aumentos de las tasas de cartera preferencial (Gráfico 24 y Gráfico 25)<sup>28</sup>.

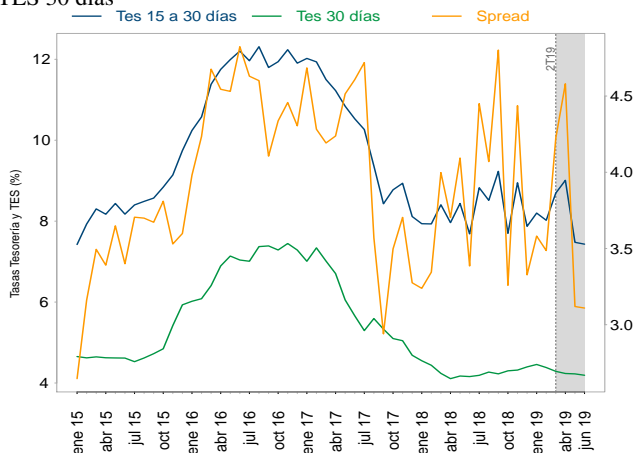
Gráfico 24: *Spread* entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

<sup>28</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: 2 p.b, entre 1 y 3 años: -24 p.b, entre 3 y 5 años: 33 p.b. y 5 años o más: 29 p.b.

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



Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado Cambiario

### 5.1 Mercado Cambiario Global

Durante el 2T19, el dólar presentó apreciaciones frente a sus pares en abril y mayo, y una depreciación en junio, cerrando el trimestre por debajo de lo observado a finales de marzo. Durante la primera parte del trimestre, el dólar se vio favorecido como activo refugio tras el aumento sorpresivo de las tensiones entre EE.UU. y sus principales socios comerciales: China, México y la Unión Europea. No obstante, el dólar terminó debilitándose durante la segunda parte del trimestre como consecuencia de la moderación de las tensiones comerciales y las mayores expectativas de que la Fed adoptaría una postura monetaria más expansiva durante los próximos meses con el fin de hacer frente a la desaceleración de la actividad económica (Cuadro 4 y Gráfico 26).

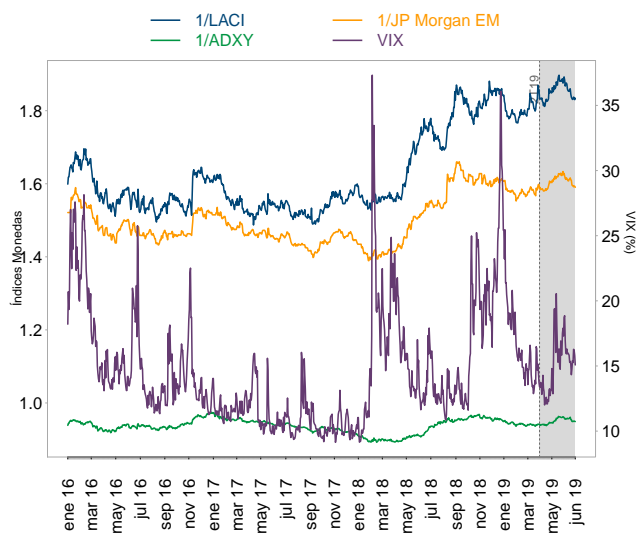
Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron la lira turca (4,0%), la libra esterlina (2,6%) y el yuan chino (2,3%), mientras que las que más se apreciaron fueron el rublo ruso (3,7%), el baht tailandés (3,4%) y el rand sudafricano (2,9%).

Cuadro 4: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	2019	2T 2019	País	2019	2T 2019
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	0,8%	-1,4%	Corea del Sur	3,5%	1,7%
Gran Bretaña	0,5%	2,6%	India	-1,1%	-0,2%
Australia	0,4%	1,1%	Hong Kong	-0,3%	-0,5%
Nueva Zelanda	0,0%	1,3%	China	-0,2%	2,3%
Canadá	-4,0%	-1,9%	Malasia	0,0%	1,2%
Dinamarca	0,8%	-1,4%	Tailandia	-5,8%	-3,4%
Suiza	-0,6%	-1,9%	Indonesia	-1,8%	-0,8%
Japón	-1,7%	-2,7%	Índice 1/ADXY	0,0%	-0,8%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	-1,2%	1,0%	Islandia	6,9%	1,6%
Brasil	-0,6%	-1,8%	Rusia	-9,3%	-3,7%
México	-2,2%	-1,1%	Polonia	-0,1%	-2,7%
Argentina	12,8%	-1,9%	Turquía	9,5%	4,0%
Perú	-2,2%	-0,7%	Israel	-4,6%	-1,6%
Chile	-2,1%	-0,1%	Sudáfrica	-1,8%	-2,9%
Índice 1/LACI	-0,4%	-1,2%	USTW	-1,0%	-1,3%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26: VIX vs. índices de monedas

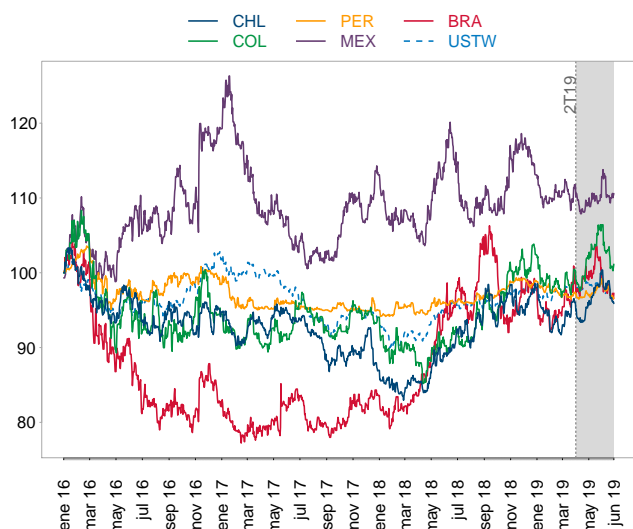


Fuente: Bloomberg.

Las monedas de América Latina, a excepción del peso colombiano, se fortalecieron frente al dólar: el peso argentino (1,9%), el real brasileño (1,8%), el peso mexicano (1,1%), el sol peruano (0,7%) y el peso chileno (0,1%). Por su parte el peso colombiano se debilitó 1,0% (Gráfico 27). La dinámica de las monedas de la región, además del comportamiento del dólar a nivel global, estuvo influenciada por el comportamiento del precio de los commodities (principalmente el petróleo y los metales industriales), la percepción

de riesgo hacia emergentes como consecuencia de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios, y factores idiosincráticos propios de cada país.

Gráfico 27: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

Durante el trimestre, el comportamiento del real brasileño también es explicado por el incremento del precio del hierro<sup>29</sup> y el mayor optimismo frente a la aprobación de la reforma pensional presentada por el Gobierno en el Congreso, antes de finalizar año.

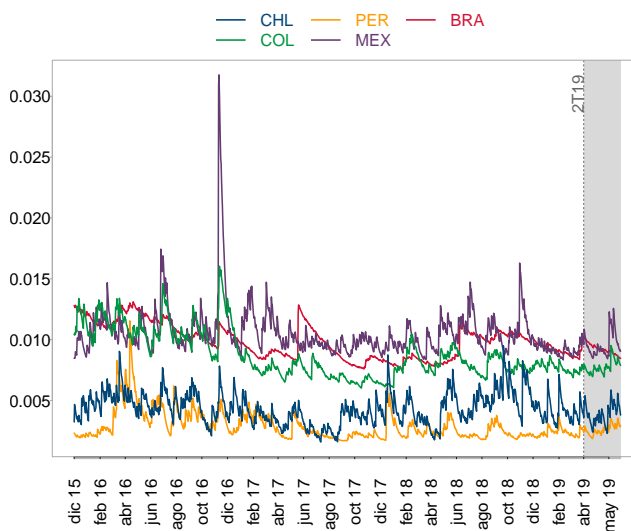
El peso mexicano se vio afectado durante los últimos días de mayo tras las amenazas del Gobierno de EE.UU. de imponer aranceles incrementales sobre las exportaciones provenientes de México si el Gobierno no hacía nada para impedir el flujo migratorio de países centroamericanos hacia EE.UU. No obstante, al cabo de un par de semanas el presidente Trump se mostró satisfecho con la movilización de tropas por parte de México con el fin de frenar la migración ilegal y decidió desistir de la imposición de medidas arancelarias, lo cual favoreció el peso. Adicionalmente, la ratificación del acuerdo comercial entre EE.UU, México y Canadá (*T-Mec*) por parte del Congreso mexicano también contribuyó con la apreciación de la moneda.

<sup>29</sup>Durante el 2T19, el precio del hierro aumentó 48,3%.

Por su parte, el peso chileno y el sol peruano se vieron afectados por el comportamiento del precio del cobre<sup>30</sup>. No obstante, el sol peruano se vio favorecido tras la renovación de la confianza por parte del Congreso en el Gobierno y en su propuesta de reforma política que busca afrontar los escándalos de corrupción y fortalecer las instituciones. Adicionalmente, el aumento del precio del oro pudo haber favorecido a la moneda peruana<sup>31</sup>.

Con respecto al promedio registrado en el 1T19, en el 2T19 la volatilidad condicional promedio aumentó para el peso mexicano, el real brasileño, el peso colombiano y el sol peruano, mientras que se redujo ligeramente para el peso chileno. El real brasileño continuó presentando, en promedio, la mayor volatilidad seguida por la del peso colombiano, el peso mexicano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (*Gráfico 28*).

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

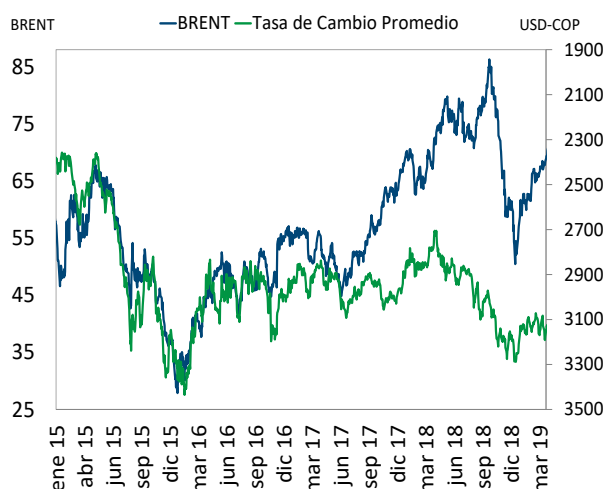
<sup>30</sup>Durante el trimestre, el precio del cobre cayó 7,9%.

<sup>31</sup>En este periodo, el precio del oro aumentó 9,1%.

## 5.2 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el 2T19, el peso colombiano se depreció 1 %<sup>32</sup>, en línea con el fortalecimiento del dólar a nivel global durante abril y mayo, además este comportamiento estuvo influenciado por la incertidumbre sobre la calificación crediticia de la deuda soberana del país y las preocupaciones respecto al déficit de cuenta corriente. Durante junio el peso se apreció en línea con el comportamiento de las monedas de la región y ante las expectativas de recortes de tasas de interés en EE.UU. (Gráfico 29 (Gráfico 30)).

Gráfico 29: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

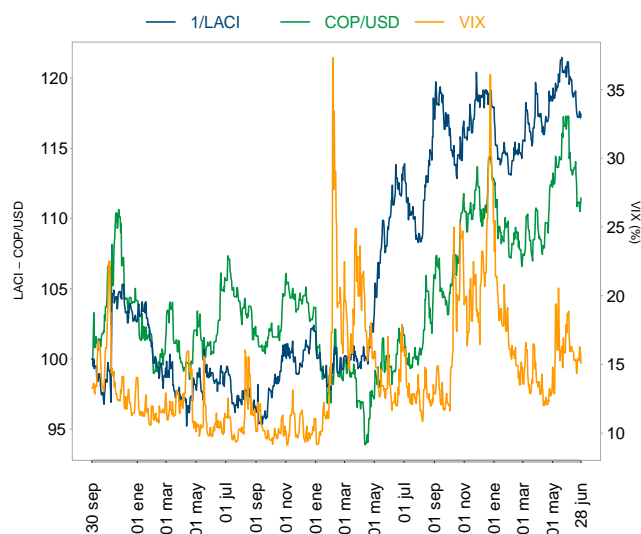
En el mercado *forward* peso-dólar<sup>33</sup> el monto promedio diario negociado en el 2T19 se ubicó en USD2.081 millones, mayor al observado en el 1T19 y al de un año atrás<sup>34</sup>, lo cual se explica por mayores negociaciones durante mayo y junio. Cabe destacar que la posición compradora promedio diaria en *forwards* peso-dólar de los extranjeros frente a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de USD2.608 millo-

<sup>32</sup>Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

<sup>33</sup>Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

<sup>34</sup>Promedios diarios: 1T19: USD1.822 millones, 2T18: USD1.888 millones. Fuente: Banco de la República.

Gráfico 30: COP/USD - LACI - VIX



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

COP: 30 de diciembre de 2016

nes a USD4.130 millones entre el 1T19 y el 2T19, lo que pudo estar relacionado con las depreciaciones observadas durante el trimestre. Adicionalmente, al analizar los saldos de de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio negociado en contratos *forward* se mantuvo estable durante el 2T19 respecto al 1T19, ubicándose en USD4.224 millones (promedio diario 1T19: USD 4.221 millones).

Por el contrario, en el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación<sup>35</sup> durante el 2T19 fue de USD1.366 millones, cifra inferior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD1.397 millones) y durante el mismo periodo hace un año (2T18: USD1.400 millones)<sup>36</sup>.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron ligeramente de USD23,0 mm en el 1T19 a USD23,1 mm en el 2T19<sup>37</sup> (Gráfi-

<sup>35</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

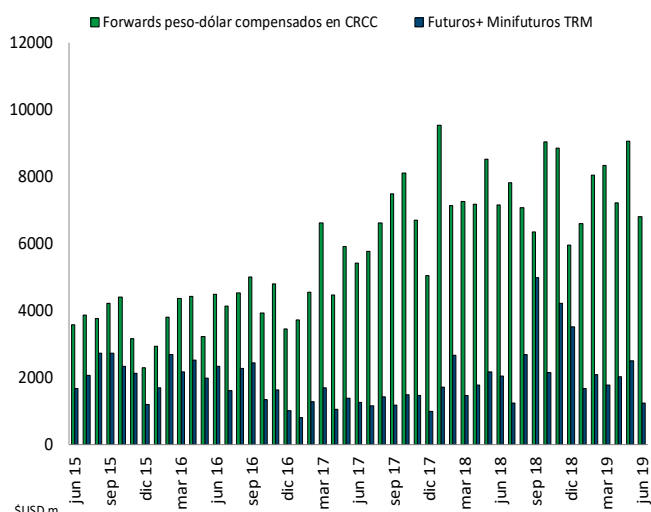
<sup>36</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros

<sup>37</sup>Estos datos corresponden a las negociaciones de todo el trimes-

co 31), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 28 de junio se ubicó en USD7,78 mm.

Durante el 2T19 se negociaron un total de 112.825 futuros de TRM<sup>38</sup>, volumen superior al negociado durante el 1T19 (108.300 contratos), por un monto total de USD5.641,3 millones. Al 28 de junio la posición abierta era de 1.515 contratos. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>39</sup>, se negociaron un total de 22.748 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (20.083 contratos) por un total de USD113,7 millones (Gráfico 31). La posición abierta de mini futuros al 28 de junio se ubicó en 847 contratos. Durante el trimestre se negociaron 785 contratos de opciones de TRM por un monto de USD39,25 millones.

Gráfico 31: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

En adición a la compensación del swap de tasa de interés del peso mexicano y del swap cero cupón del real brasileño, el 21 de mayo de 2018 el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) lanzó la compensación de contratos *swap* del peso chileno (CLP) y del peso colombiano (COP). El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un *Overnight Index Swap* - OIS, el

tre.

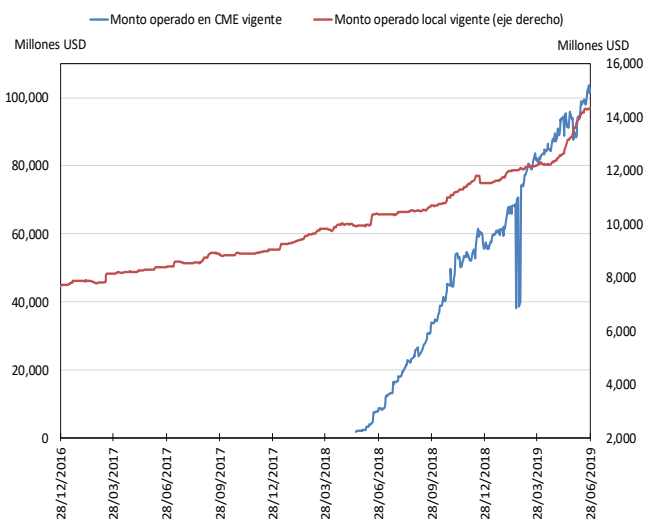
<sup>38</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>39</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

cual es contrato *swap* de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija por un índice predefinido diario de una tasa de referencia. La máxima duración de este contrato es de 20 años, donde el índice de tasa de interés de referencia flotante es la tasa *IBR overnight* compuesta. Este contrato se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

Durante el 2T19 el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 781,4 millones cifra superior al volumen promedio transado durante el 1T19 (USD 582,4 millones). El monto operado vigente (operaciones transadas de compra y venta menos vencimientos) de este tipo de operaciones en el CME al 28 de junio de 2019 se ubicó en USD 102.620,1 millones. Al comparar este mercado con el mercado local se puede observar que en este último el monto operado vigente es una fracción mínima de este tipo de operaciones. El monto operado localmente vigente de swaps *IBR* alcanzó los USD 14.333,5 millones a junio de 2019 (Gráfico 32).

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



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

Por otro lado, de acuerdo con las cifras de la balan-

za cambiaria<sup>40</sup>, en el 2T19 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD1.440 millones, lo que se explica por salidas netas por USD155 millones en la balanza comercial y por reintegros de USD1.595 millones en la balanza de servicios y transferencias. De manera contraria, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD258 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD2.008 millones, reintegros netos de capital oficial por USD1.273 millones y entradas por otras operaciones especiales por USD477 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta<sup>41</sup> por USD2.680 millones (USD1.116 millones en abril, USD807 millones en mayo y USD757 millones en junio), por inversión extranjera de portafolio neta<sup>42</sup> por USD645 millones (egresos en abril por USD193 millones, egresos en mayo por USD173 millones e ingresos en junio por USD1.011 millones), y por préstamo neto por USD1.565 millones. De otra parte, se observaron salidas netas de divisas en el rubro de operaciones especiales del sector privado por USD6.898 millones<sup>43</sup>.

Frente a los flujos presentados en el 1T19, se destaca el aumento en los ingresos por cuenta corriente de USD1.246 millones a USD1.440 millones. De otra parte, se presentó un aumento en los ingresos por inversión extranjera directa neta, que pasaron de USD2.213 millones a USD2.680 millones, y en los ingresos por inversión extranjera de portafolio neta de USD517 millones a USD645 millones.

<sup>40</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

<sup>41</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

<sup>42</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>43</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

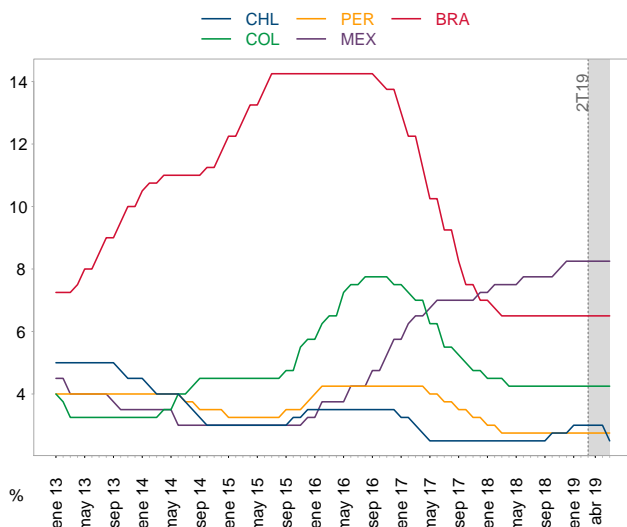
## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2T19, el Banco Central de Chile recortó de manera sorpresiva su tasa de política monetaria en 50 p.b, mientras que el resto de bancos centrales las mantuvo inalteradas. En el caso de Chile, tras actualizar los parámetros estructurales de sus modelos macroeconómicos, el banco central tomó la decisión de recortar la tasa de manera unánime durante su reunión de junio al considerar que la recuperación de la economía no ha sido suficiente para cerrar la brecha del producto e impulsar la inflación, que se encuentra en la parte inferior del rango meta. En México, aunque durante su reunión de junio el Banco de México decidió mantener inalterada su tasa de intervención en 8,25 % de acuerdo con lo esperado por el mercado, la decisión no fue unánime ya que un miembro de la Junta de Gobierno votó por recortarla 25 p.b. Sin embargo, pese a que algunos riesgos inflacionarios han disminuido, los demás miembros decidieron actuar con cautela ante los riesgos que representan las amenazas comerciales de EE.UU, el deterioro de la calificación crediticia soberana y de Pemex, y el cumplimiento de las metas fiscales. Por su parte, en línea con lo esperado por los analistas, el Banco Central de Brasil mantuvo su tasa de interés en el nivel mínimo histórico de 6,25 % y continuó adoptando una postura cautelosa en medio del estancamiento de la recuperación económica, la evolución favorable de los riesgos inflacionarios y la incertidumbre sobre el resultado final de la reforma pensional una vez sea aprobada por el Congreso. Por último, el Banco Central de Reserva del Perú mantuvo su tasa de interés inalterada en 2,75 % y mencionó que considera apropiado mantener la postura expansiva actual en tanto las expectativas de inflación se mantengan ancladas mientras que el nivel de actividad económica se sitúa por debajo de su potencial. Es importante destacar que los bancos centrales mencionaron en sus comunicados los riesgos externos como un factor a tener en cuenta al momento de tomar sus decisiones de política monetaria durante el trimestre

(Gráfico 33 y Cuadro 5).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 5: Variaciones de las tasas de política monetaria a junio de 2019 en Latinoamérica

País	Variación 2T19*	TPM Jun-19**
COL	-	4,25 %
CHL	-50	2,50 %
PER	-	2,75 %
BRA	-	6,50 %
MEX	-	8,25 %

Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de marzo de 2019 y el 30 de junio de 2019.

\*\* Nivel al cierre de junio de 2019.

A nivel local, la JDBR mantuvo la tasa de política monetaria en 4,25 % durante el trimestre, en línea con lo esperado por el mercado. Adicionalmente, durante su reunión de abril el BR anunció que continuaría con la subasta de opciones *put* para acumular reservas hasta por USD400 millones mensuales. Durante su reunión de mayo el BR decidió suspender el programa de acumulación de reservas internacionales con el fin de evaluar la incidencia del programa sobre el comportamiento del mercado cambiario. En junio, algunos de los factores que el BR tuvo en cuenta al momento de tomar su decisión de política fueron: *i*) en mayo el promedio de las medidas de inflación básica se mantuvo

ligeramente por debajo del punto medio del rango meta mientras que la inflación total se situó por encima; *ii*) el crecimiento económico del 1T19 fue más bajo de lo estimado, pero las nuevas cifras sugieren una mayor dinámica durante el 2T19; *iii*) las perspectivas de crecimiento global continúan moderándose y en EE.UU. aumentó la probabilidad de que la Fed reduzca su tasa de política; y *iv*) la proyección del déficit de cuenta corriente continúa por encima del 4 % del PIB, aunque seguirá siendo financiado mayoritariamente por inversión extranjera directa.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia esta aumentó durante el trimestre presionada principalmente por el comportamiento del precio de los alimentos. De esta manera, la inflación al final de junio continuó ubicándose dentro del rango meta del BR pero por encima del objetivo de 3 %, al ubicarse en 3,43 %. Por su parte, la inflación en México volvió a ubicarse por fuera del rango meta durante abril y mayo, pero retornó a dicho rango en junio, y cerró el trimestre en 3,95 %, ligeramente por debajo del límite superior del rango meta establecido por el Banco de México. En Chile, la inflación aumentó durante el trimestre y cerró en 2,3 %, aún en la parte inferior del rango meta del Banco Central de Chile. Por el contrario, en línea con la debilidad de la demanda, la inflación se desaceleró en Brasil durante el trimestre y cerró en 3,37 %, dentro del rango meta pero por debajo del 4,25 % que estableció el Banco Central de Brasil como meta para 2019. Finalmente, el indicador de Perú reflejó un ligero aumento de 4 p.b, de manera que la inflación cerró en 2,29 %, por encima del objetivo de 2 % del Banco Central de Reserva del Perú (Gráfico 34 y Cuadro 6).

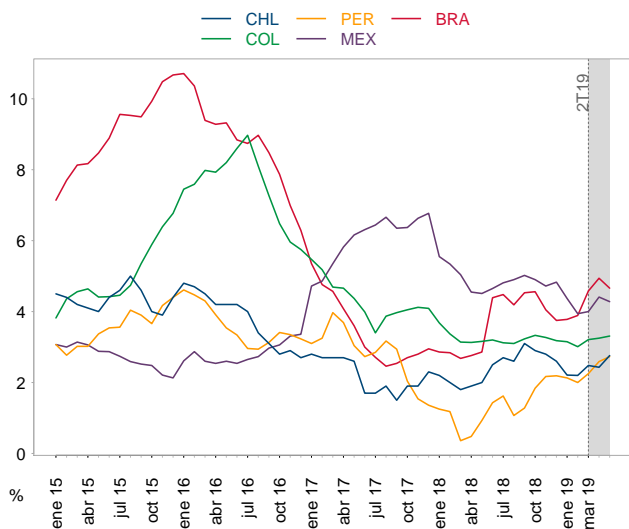
Cuadro 6: Inflación año completo y meta de inflación 2019

País	Anual Mar 2018	Anual Jun 2019	Rango meta 2019*
COL	3,18 %	3,43 %	2,00 % - 4,00 %
BRA	4,58 %	3,37 %	2,75 % - 5,75 %
CHL	2,00 %	2,30 %	2,00 % - 4,00 %
MEX	4,00 %	3,95 %	2,00 % - 4,00 %
PER	2,25 %	2,29 %	1,00 % - 3,00 %

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

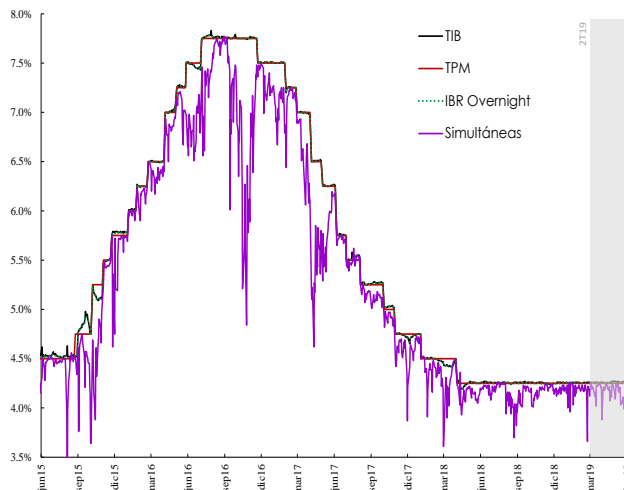
\* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

Gráfico 34: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación porcentual 12 meses.

Gráfico 35: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



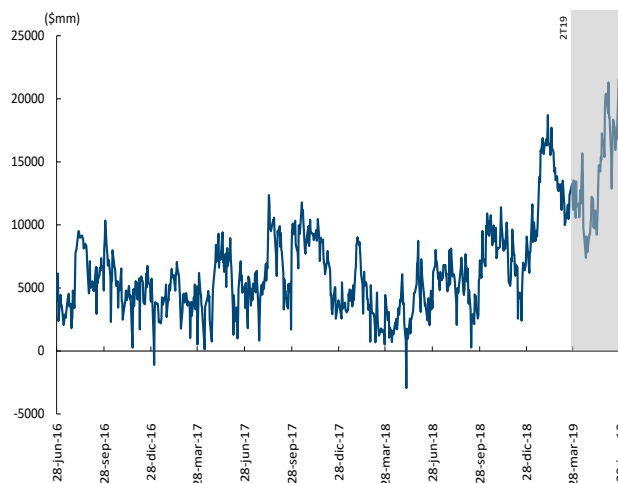
Fuente: Banco de la República.

## 6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 2T19 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante todos los días del trimestre. Durante el 2T19 la diferencia entre la tasa promedio de simultáneas y la tasa de referencia fue similar respecto a lo observado durante el 1T19 (Gráfico 35).

La posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el 2T19. Se resalta que durante este trimestre el BR realizó subastas de repos a plazos de 7, 14, 30 y 90 días. El máximo saldo de operaciones repo se observó el 28 de junio, momento en el cual se registró un nivel de \$22.519 mm de los cuales \$8.670 mm fueron repos a plazo. Durante el 2T19 el promedio diario de la posición neta se ubicó en \$14.114 mm cifra superior al promedio registrado en el 1T19 (\$12.933 mm) (Gráfico 36).

Gráfico 36: Posición neta del BR en el Mercado Monetario

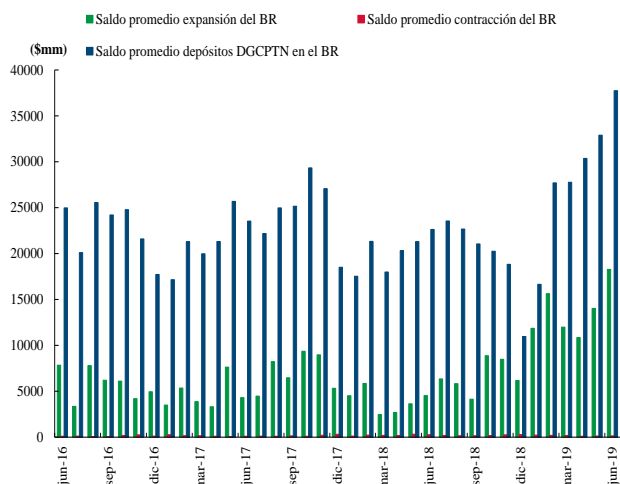


Fuente: Banco de la República.

Finalmente, el saldo promedio diario de los depósitos de la Tesorería de la Nación en el BR durante el 2T19 se ubicó en \$33.660 mm, niveles máximos históricos, y cifra superior en \$9.622 mm a los saldos promedio observados en el 1T19 (\$24.038 mm), Gráfico 37).



Gráfico 37: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2019I



Fuente: Banco de la República.

### 6.3 Mercado de Deuda Pública

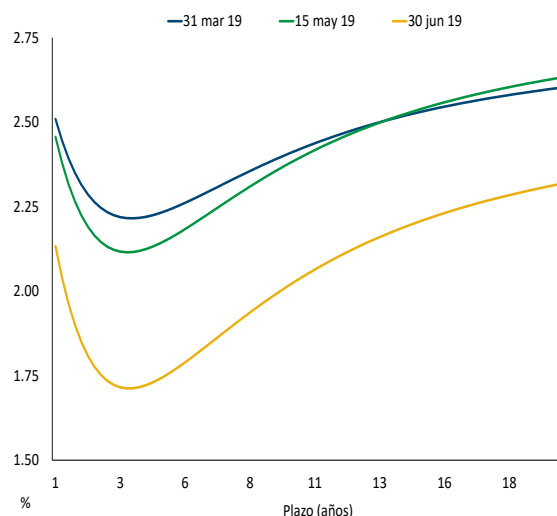
#### 6.3.1. Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región

Durante el 2T19, la curva de EE.UU. continuó aplanándose y hacia finales de mayo la tasa de 2 años superó a la tasa de 10 años por primera vez en más de una década, aunque posteriormente revirtió esta tendencia. Las valorizaciones de los títulos de deuda pública de EE.UU. se dieron principalmente como consecuencia de las declaraciones del presidente de la Fed y varios miembros del FOMC a favor de una política monetaria menos contractiva, lo cual aumentó la probabilidad descontada por el mercado de que la Fed recorte el rango de fondos federales al menos una vez durante el resto del año<sup>44</sup>, como respuesta a la pu-

<sup>44</sup>De acuerdo con el *Chicago Mercantile Exchange* (CME), la probabilidad descontada por el mercado de que en diciembre de 2019 el rango de la tasa de fondos federales se ubique por encima del rango actual (2,25% - 2,50%) se encuentra en 0% desde marzo, mientras que la probabilidad de que dicho rango se mantenga en el nivel actual pasó de 35% el 29 de marzo a 0% el 28 de junio. Es decir, actualmente el mercado asigna una probabilidad de 100% a

blicación de datos macroeconómicos que han evidenciado una desaceleración de la actividad económica en EE.UU. Adicionalmente, los títulos de deuda pública se vieron favorecidos por la mayor búsqueda de activos refugio durante los episodios de mayores tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios (Gráfico 38).

Gráfico 38: Curva cero cupón de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de marzo con las del cierre de junio, se observaron valorizaciones importantes en todas las curvas, en línea con el comportamiento de los *Treasuries* en EE.UU. (Gráfico 39).

Aunque las valorizaciones de los títulos de la región se explican principalmente por el comportamiento de los *Treasuries*, algunos factores locales también influyeron en el buen comportamiento del mercado de deuda. En el caso de Brasil, la curva también estuvo influenciada por el buen comportamiento del precio del hierro<sup>45</sup> y las mayores expectativas de que la reforma pensional presentada por el Gobierno sea aprobada por que la Fed reduzca su tasa de interés al menos una vez en lo que resta del año.

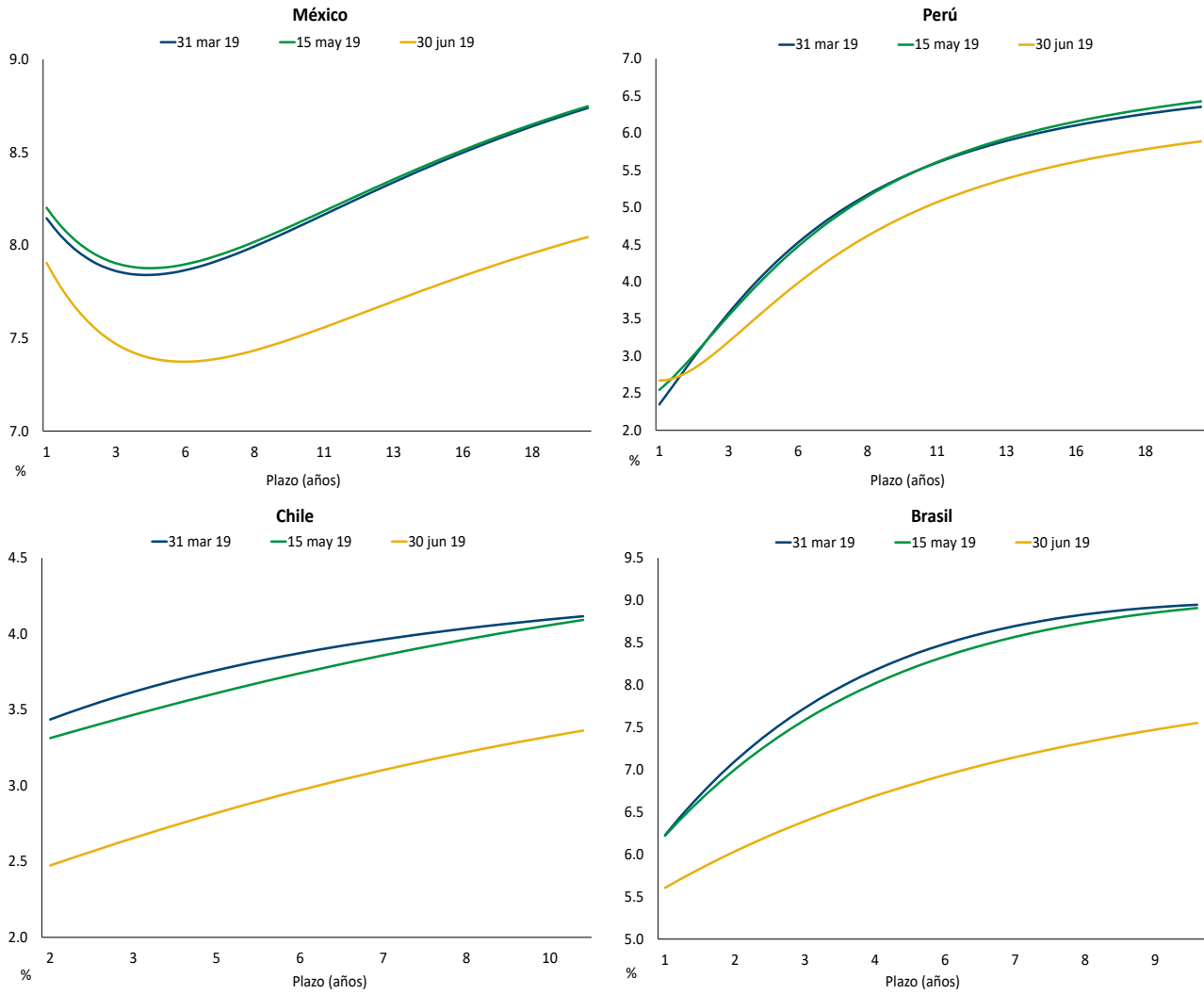
<sup>45</sup>Durante el trimestre el precio del hierro subió 48,3%

el Congreso durante el segundo semestre del año. Adicionalmente, el tramo corto de la curva se vio favorecido por la expectativa de que el Banco Central de Brasil adopte una política monetaria aún más expansiva para hacer frente al estancamiento de la recuperación económica en un contexto de inflación controlada.

En México, el tramo corto de la curva se vio influenciado al final del trimestre por la expectativa de que el Banco de México recorte su tasa de referencia durante los últimos meses del año con el fin de responder a la debilidad de la actividad económica. No obstante, el banco central ha adoptado una postura cautelosa ante los riesgos que enfrenta la economía y que se vieron materializados con la reducción de la calificación crediticia de la deuda soberana en un escalón por parte de Fitch aunque se mantiene en grado de inversión, mientras que recortó la calificación de la petrolera estatal Pemex de grado de inversión a especulativo. Así mismo, Moody's bajó de estable a negativa su perspectiva de la calificación soberana de México.

En el caso de Chile, el recorte sorpresivo de 50 p.b. por parte del banco central durante su reunión de junio afectó de manera importante el tramo corto de la curva. Este recorte se dio tras actualizar los parámetros estructurales de los modelos macroeconómicos y determinar que la recuperación económica no ha sido suficiente para cerrar la brecha del producto e impulsar la inflación. Por el contrario, la curva de Perú se vio favorecida tras la renovación de la confianza por parte del Congreso en el Gobierno y en su propuesta de reforma política que busca afrontar los escándalos de corrupción y fortalecer las instituciones.

Gráfico 39: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 29 de marzo de 2019 y el 28 de junio saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$308,4 billones a \$316,1 billones. En el 2T19 se emitieron \$12,3 billones<sup>46</sup> de TES de largo plazo de los \$34,9 billones aprobados para 2019. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2019 es \$19 billones y al 28 de junio se han expedido \$9,1 billones y restituido \$6,5 billones<sup>47</sup>.

Entre los eventos relevantes que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el 2T19, se destaca que al cierre del trimestre anterior el Comité Consultivo para la Regla Fiscal indicó que el Gobierno había cumplido con la meta de déficit de 3,1 % del PIB para 2018 y aprobó relajar las metas de déficit fiscal desde el 2019 hasta el 2022, debido a la presión transitoria en el gasto público -especialmente en educación y salud- derivada de la migración de ciudadanos venezolanos al país. Para 2019 y 2020 la meta fue incrementada de 2,4 % a 2,7 % y de 1,9 % a 2,3 %, respectivamente, mientras que la de mediano plazo se mantuvo en 1 % que se espera alcanzar en 2024 (en lugar de 2027, como se anticipaba previamente).

Al respecto, el MHCP enfatizó que estas desviaciones no deberían afectar la consolidación fiscal a mediano plazo y afirmó que el Gobierno está comprometido con el cumplimiento de los nuevos objetivos de reducción del déficit aprobados. En relación con el financiamiento del 0,3 % adicional del PIB en el déficit fiscal para 2019, señaló que con la publicación del MFMP en junio se daría a conocer más información sobre las fuentes de financiamiento.

En relación con lo anterior, la agencia calificadora *Fitch Ratings* afirmó que la decisión socavaba la credibilidad de la regla fiscal, expresó su sorpresa de que

<sup>46</sup>Valores nominales. \$8,6 billones de TES en pesos y \$3,7 billones de TES UVR.

<sup>47</sup>Al 29 de marzo se habían expedido \$4,5 billones y restituido \$3,2 billones.

los cambios no solo se hicieran para el 2019 y consideró que, como consecuencia, el Gobierno eventualmente deberá adelantar otra reforma fiscal.

En cuanto a la inflación, los datos publicados a lo largo del trimestre se ubicaron por encima de las expectativas de los analistas. Específicamente, el 5 de abril el Dane publicó la variación del índice de precios al consumidor de marzo que se ubicó en 0,43 % mes a mes, por encima de las expectativas de los analistas encuestados por *Bloomberg* (0,32 %), del dato extraído de la encuesta del BR (0,32 %) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2018 (0,24 %) (la variación anual fue 3,21 %, mientras que el mercado anticipaba 3,10 %). Posteriormente, el 4 de mayo esta entidad dio a conocer la variación del índice para abril de 0,50 % mes a mes, también por encima de las expectativas de *Bloomberg* (0,39 %), de la encuesta del BR (0,37 %) y de la del mismo mes en del 2018 (0,46 %) (su variación anual fue 3,25 %, en tanto que el mercado esperaba 3,14 %). Por último, el 5 de junio se conoció la variación del índice para mayo, la cual se ubicó en 0,31 % mes a mes, superando nuevamente la encuesta de *Bloomberg* (0,30 %), la del BR (0,29 %) y la del mismo mes del 2018 (0,25 %) (la variación anual fue 3,31 %, mientras que el mercado anticipaba 3,30 %).

Por otra parte, el 9 de mayo, en una reunión con los Creadores de Mercado el director de Crédito Público del MHCP otorgó un parte de confianza sobre el mercado de deuda local y ratificó que la entidad podría disminuir las colocaciones primarias de deuda este año debido al buen desempeño de las colocaciones previas y la operación de canje realizada en el 1T19. Sin embargo, el funcionario manifestó que aún debía esperarse a la publicación del MFMP y señaló que probablemente se extenderá la duración de la deuda por medio de la emisión de una referencia de largo plazo.

El 15 de mayo se conoció que la economía colombiana se expandió 2,8 % en 1T19<sup>48</sup> frente al mismo periodo del año pasado (1T18: 2,6 %) . Adicionalmente, el DANE revisó a la baja el crecimiento del PIB

<sup>48</sup>Dato desestacionalizado: 2,3 %.

para 2018 de 2,7% a 2,6%. Ese mismo día, se conoció que el Gobierno había iniciado el proceso para liquidar, total o parcialmente, su participación del 51% sobre la empresa de servicios Interconexión Eléctrica SA (ISA) por un valor aproximado de USD2,7 mm, recursos con los cuales el Gobierno planea cumplir los objetivos de déficit sin recortar el gasto público.

El 23 de mayo las agencias calificadoras *Moody's* y *Fitch Ratings* realizaron anuncios con respecto a la calificación de la deuda soberana de Colombia, en donde el país mantuvo el grado de inversión (como era esperado por el mercado), pero las perspectivas de ambas calificadoras difirieron. Por un lado, *Moody's* reafirmó la calificación de deuda soberana de Colombia (**Baa2**) y mejoró su perspectiva de *negativa* a *estable*, lo cual se fundamentó en la fase de recuperación por la que atravesaba la economía colombiana y los esfuerzos en la consolidación fiscal por parte de la administración actual que pueden conllevar a una estabilización de la deuda del Gobierno. Además, la calificadora indicó que esperaba que el déficit de cuenta corriente cierre el año en torno al 4% del PIB. Por su parte, *Fitch Ratings* mantuvo la calificación en **BBB** pero revisó la perspectiva del país a *negativa* desde *estable* (que había mantenido por 6 años consecutivos) ante las mayores preocupaciones sobre los riesgos de la consolidación fiscal y la trayectoria de la deuda pública, además del debilitamiento en la credibilidad de la política fiscal y los mayores desequilibrios externos.

Finalmente, el 13 de junio el MHCP presentó el MFMP en el cual mantuvo inalteradas, para 2019, las metas de crecimiento del PIB en 3,6% y de déficit fiscal del Gobierno Nacional Central en 2,4% del PIB (inferior a lo recomendado por la Regla Fiscal de 2,7% del PIB); mientras que aumentó la proyección del déficit de balanza de cuenta corriente de 3,5% a 4,1% del PIB. Adicionalmente, indicó que anticipaba un superávit primario de 0,6% del PIB en 2019, de 0,7% del PIB en 2020 y del 1% del PIB entre 2021 y 2030. Por otro lado, el monto de las subastas de TES en 2019 fue reducido de \$27 billones a \$21 billones y se estimó en \$23 billones para 2020. La meta de recaudo del 2020 aumentó a \$158 billones, desde los \$157 bi-

llones estimados para 2019. En particular, los mayores ingresos esperado por el Gobierno se soportan en: *i*) un mayor crecimiento económico esperado producto del recorte en los impuestos corporativos y exenciones a importaciones de bienes de capital; *ii*) el aumento en el recaudo por la modernización de procesos de la DIAN (menor evasión derivada de la implementación de la factura electrónica); y *iii*) el mejoramiento de la eficiencia y focalización del gasto (centralización de cuentas oficiales y disminución de subsidios).

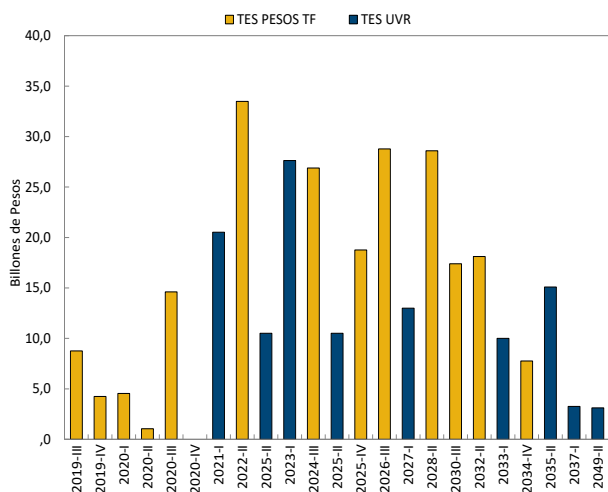
En el 2T19 se presentaron vencimientos de TES en pesos en junio por \$3,25 billones y de TES UVR en abril por \$7,23 billones. Con datos al 28 de junio, en el tercer y cuarto trimestre del 2019 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$13 billones aproximadamente correspondientes al 6,11% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pago de cupones por \$1,716 billones, \$2,344 billones, \$1,268 billones de los TES en pesos que vencen el 28 de abril del año 2028, el 4 de mayo del año 2022, el 30 de junio del año 2032, respectivamente. Para este mismo periodo se pagaron cupones por \$717 mm, \$368 mm y \$117 mm de los TES en UVR que vencen el 4 de abril del año 2035, el 7 de mayo del año 2025 y el 16 de junio de 2049, respectivamente. En el Gráfico 40 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 2T19 con las del cierre del 1T19, estas presentaron variaciones de -30 p.b., -44 p.b. y -50 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente<sup>49</sup> (Gráficos 41, 42 y 43), valorizaciones que tuvieron lugar principalmente desde mediados de mayo.

Las valorizaciones en la curva de TES en pesos estuvieron soportadas, en el plano externo, por el comportamiento de los *Treasuries* que reflejaron las expectativas del mercado de que la Fed reduzca a un ritmo mayor el rango de los Fondos Federales este año. En

<sup>49</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 40: Proyección de Vencimientos TES

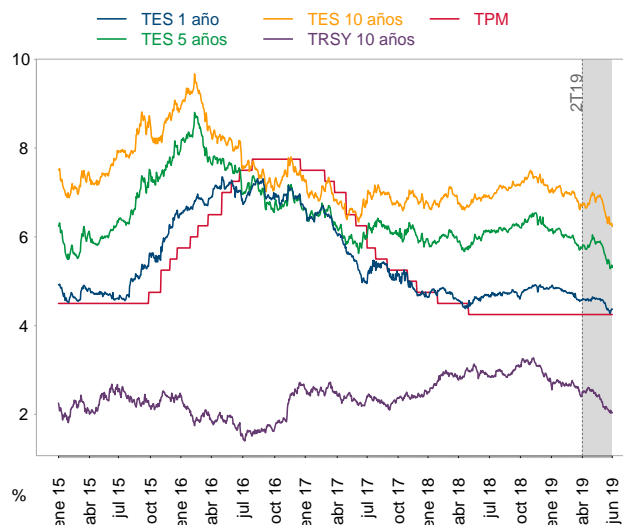


Fuente: Depósito Central de Valores, Banco de la República.

el plano local, estas valorizaciones estuvieron influenciadas por: *i*) la decisión de *Moody's* y *Fitch Ratings* de mantener la calificación crediticia del país; *ii*) la percepción de que el BR adoptará una política monetaria más expansiva frente a lo descontado al principio del periodo; *iii*) la publicación de datos de crecimiento de la economía por debajo de lo esperado; *v*) la publicación del MFMP donde se señaló que el Gobierno buscará reducir su endeudamiento a través de TES; y *vi*) en el caso de los TES UVR, por los datos de inflación de marzo y abril que resultaron superiores a lo esperado por el mercado y a las expectativas de que el paro camionero y la depreciación del peso pudieran generar futuras presiones inflacionarias.

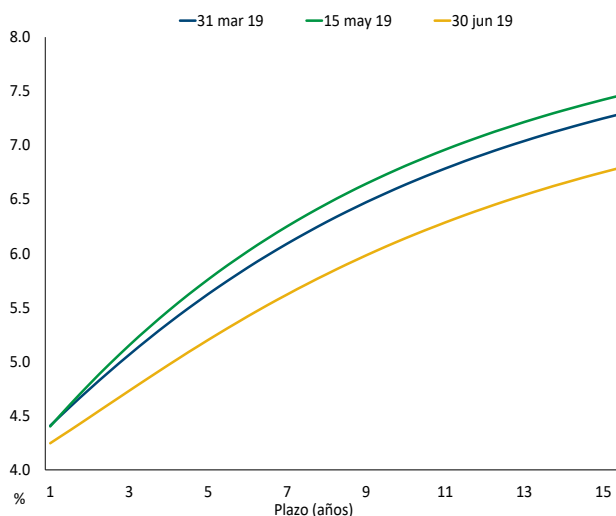
Adicionalmente, el 2T19 los inversionistas extranjeros mostraron un mayor apetito por TES frente a lo observado el trimestre anterior. Así, estos inversionistas compraron en neto TES denominados en pesos por \$4617 mm: en el mercado *spot* \$2271 mm y en el mercado a futuro \$2346 mm. Además, durante el periodo estos inversionistas demandaron en neto TES denominados en UVR en el mercado *spot* por \$1235 mm. En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el trimestre la participación de estos agentes co-

Gráfico 41: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



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

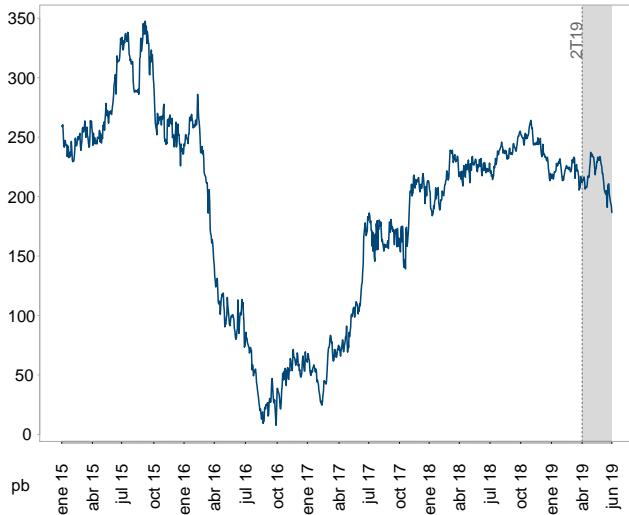
Gráfico 42: Curvas Spot Colombia



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

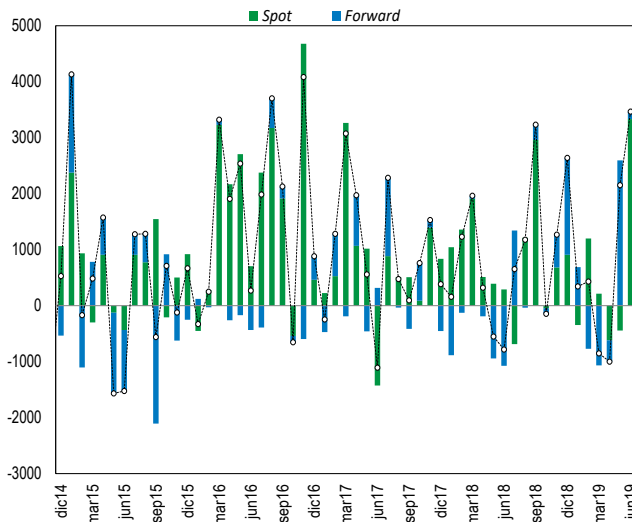
mo proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 37,8% a 36,8%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,5% a 2,8% (Gráficos 44 y 45).

Gráfico 43: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



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

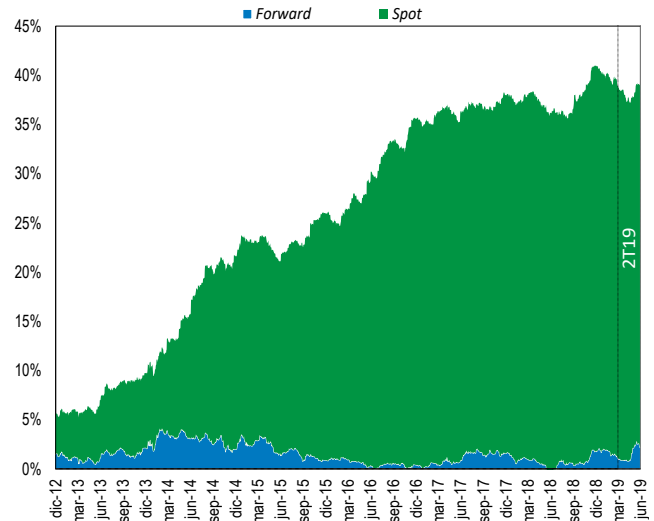
Gráfico 44: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros



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

Durante el 2T19 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 1T19. El promedio diario de negociación

Gráfico 45: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



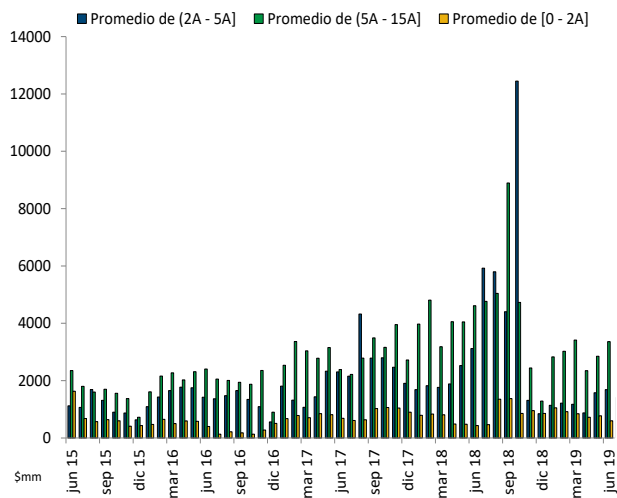
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

fue \$4,9 billones<sup>50</sup>, inferior a lo observado en el trimestre anterior (\$5,2 billones) y en el mismo período del año 2018 (\$7,2 billones) (Gráficos 46 y 47). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 12,3% a 21% entre el 1T19 y el 2T19, seguidos de los que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 15,3% a 15,7%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 46).

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES aumentó al pasar de 21.856 contratos en el 1T19 a 33.828 contratos en el 2T19 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$8.457 mm. Por otra parte, las posiciones abiertas aumentaron a 5.362 contratos el 28 de junio de 2019 con respecto al 29 de marzo (5.126 contratos).

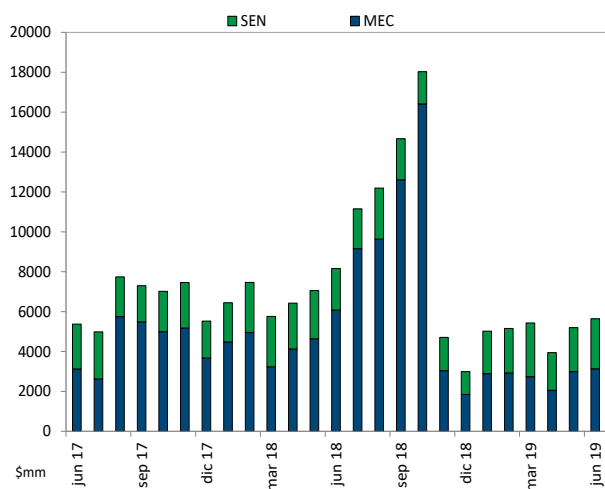
<sup>50</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 46: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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

Gráfico 47: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



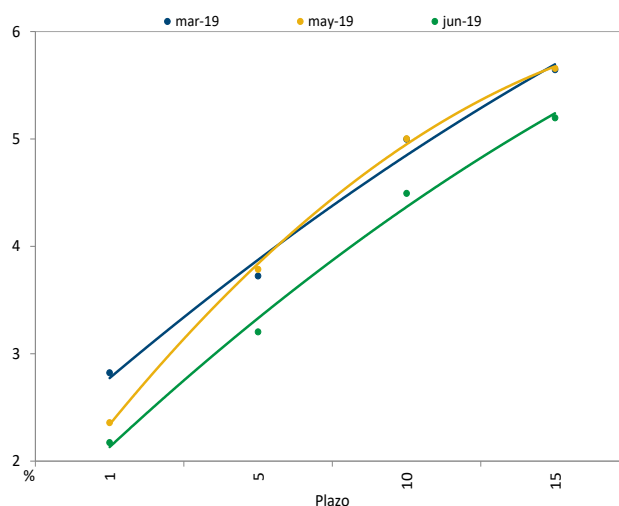
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

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

En el 2T19 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa tanto en dólares como en mo-

neda local de los países de la región presentaron valorizaciones en línea con la deuda interna de la región y los *Treasuries*. Lo anterior estuvo explicado por la menor percepción de riesgo hacia estas economías y las expectativas sobre las determinaciones futuras de la Fed (Gráficos 48, 49 y 50).

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



Fuente: Bloomberg.

Durante el trimestre, las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron. En promedio, los EMBI para una muestra de países cayeron 0,4 p.b. (1,0%)<sup>51</sup>, mientras que el EMBI+ aumentó 0,5 p.b. (0,1%) (Gráfico 51) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron 16,5 p.b. (16,0%)<sup>52</sup>.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

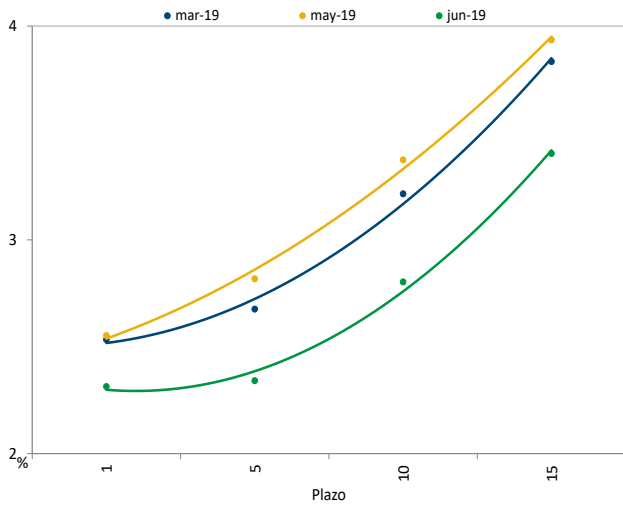
En el 2T19 la deuda externa de Colombia se valorizó, en línea con la deuda de la región (Gráficos 52 y 53).

<sup>51</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -3 p.b. (-1,6%), Brasil: -16 p.b. (-6,4%), México: 20 p.b. (6,5%), Perú -5 p.b. (-4,8%) y el EMBI Global Chile: 2 p.b. (1,5%).

<sup>52</sup>Variaciones: Colombia: -19,0 p.b. (-17,2%), Brasil: -29,8 p.b. (-16,5%), México: -13,0 p.b. (-10,4%), Chile: -7,0 p.b. (-15,4%) y Perú: -13,6 p.b. (-20,2%).

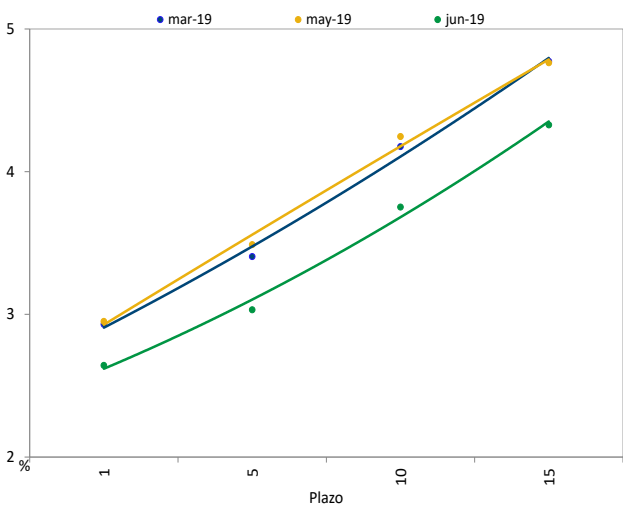


Gráfico 49: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

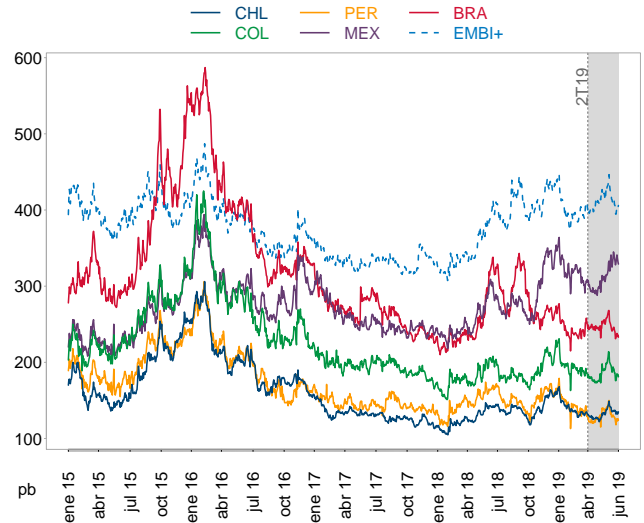
Gráfico 50: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

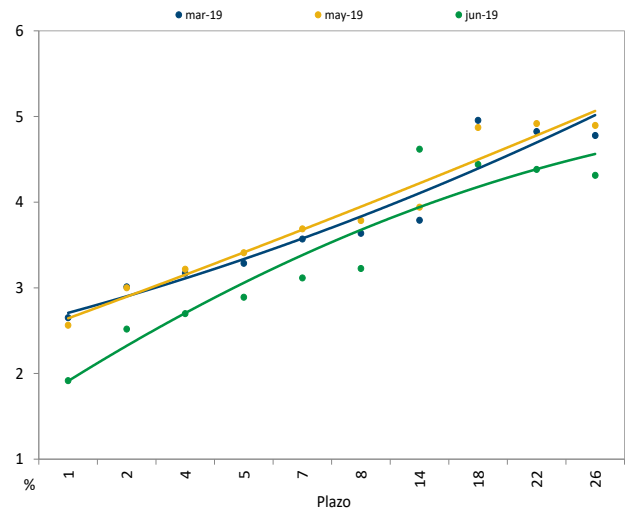
En el Gráfico 54 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales

Gráfico 51: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

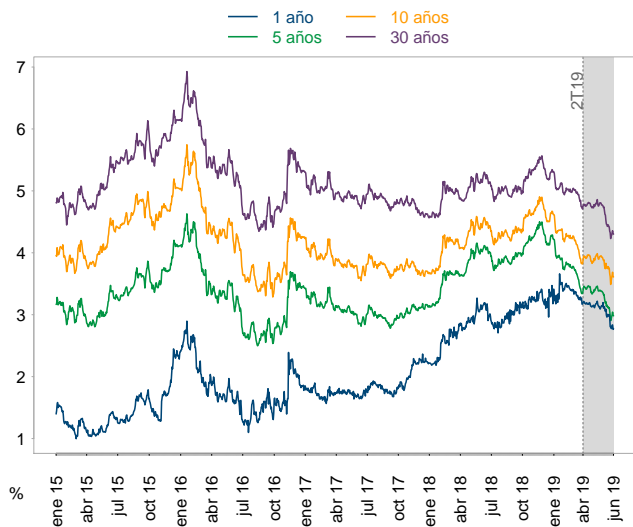
Gráfico 52: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos spreads disminuyeron en el trimestre para los vencimientos a 5

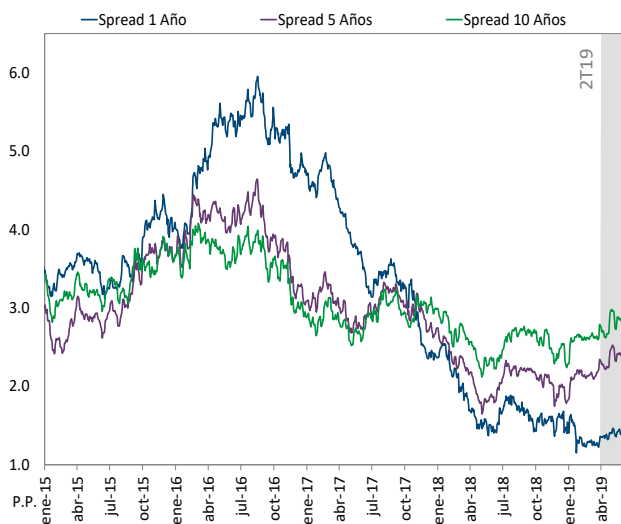
Gráfico 53: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

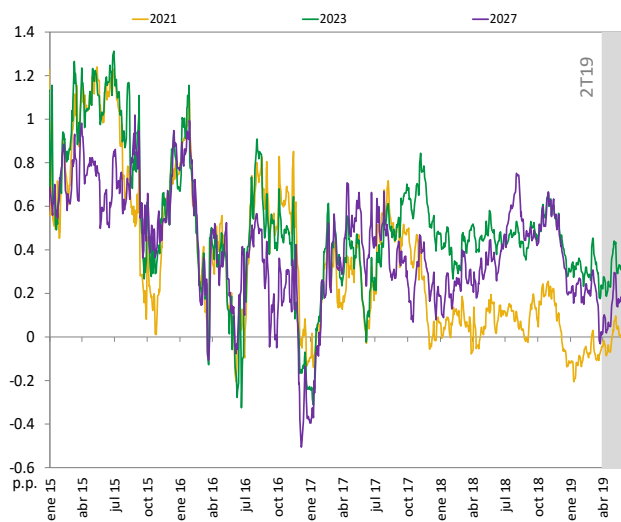
y 10 años y aumentó para el de 1 año. El comportamiento del *spread* a 1 año obedeció a valorizaciones más pronunciadas de los bonos externos frente a los locales, mientras que los de 5 y 10 años respondieron a las mayores valorizaciones de los bonos locales. Por su parte, en el Gráfico 55 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes disminuyeron ante las valorizaciones más pronunciadas de los bonos locales frente a las de los globales.

Gráfico 54: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico 55: TES Globales vs TES locales



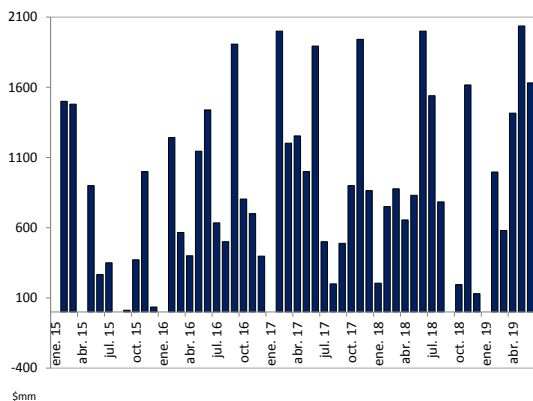
Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

## 7 Mercado de Deuda Privada

En el 2T19, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada aumentaron frente a lo observado en

el 1T19 (\$1,58 billones en el 1T18 a \$5,08 billones en el 2T19) (Gráfico 56).

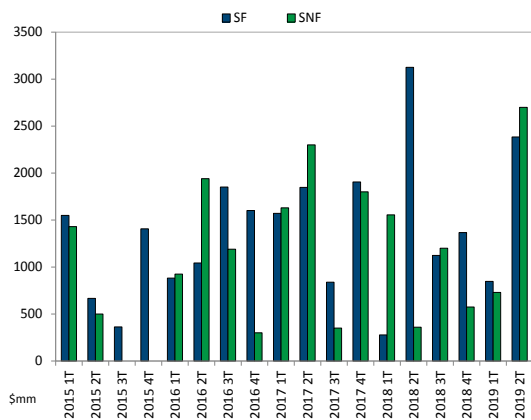
Gráfico 56: Monto Total Colocado en el Mercado Primario de Deuda Privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El sector no financiero realizó el 53,1 % de las colocaciones mientras que el sector financiero llevó a cabo el 46,9 %, lo cual representó una disminución en el porcentaje de participación de emisiones del sector financiero con respecto al trimestre anterior y un aumento del sector no financiero (Gráfico 57).

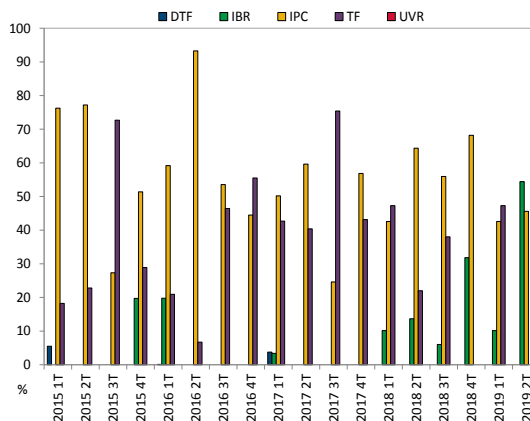
Gráfico 57: Monto Colocado por Sector en el Mercado Primario de Deuda Privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre, once entidades realizaron coloca-

Gráfico 58: Colocaciones por Tasa de Interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

ciones (Cuadro 7). Las emisiones se indexaron al IPC (45,6 %) y al IBR(54,40 %) (Gráfico 58).

Cuadro 7: Emisiones Deuda Privada 2T19

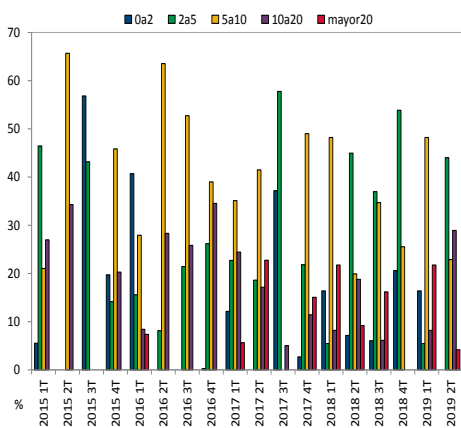
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
FINDETER	400	2 a 10	IPC
Isagen S.A	1100	2 a <math>\zeta</math>20	IPC,IBR
Titularizadora Colombiana S.A	672	2 a 20	IBR
Banco W	150	2 a 5	IBR
Credifamilia	75	10 a 20	IBR
Itaú Corpbanca Colombia	350	2 a 5	IPC,IBR
Gm Financial S.A	300	2 a 5	IBR
EPSA S.A	1100	2 a 20	IPC,IBR
BTG Pactual	306	2 a 5	IBR
Colombia Telecomunicaciones	500	2 a 10	IPC,IBR
P.A. Titularización TMAS-1	131	5 a 10	IPC

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

El 44 % de las colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 22,9 % a plazos entre 5 y 10 años, un 28,9 % a plazos entre 10 y 20 años y un 4,2 % a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 59).

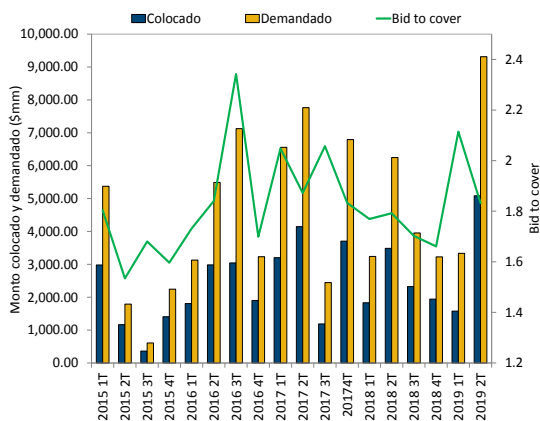
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (bid to cover) en las subastas fue de 1,83 (ant: 2,11). La demanda por colocaciones fue de \$9,31 billones (Gráfico 60).

Gráfico 59: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 60: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

Durante el segundo trimestre del año los principales índices de renta variable se valorizaron Estados Unidos (3,8%), Latinoamérica (2,3%), Europa (1,5%) y Emergentes (0,6%). En contraste Asia se desvalorizó un 0,7%<sup>53</sup>. A continuación se presenta un breve recuento de los principales eventos que incidieron en el comportamiento de los mercados bursátiles el 2T19.

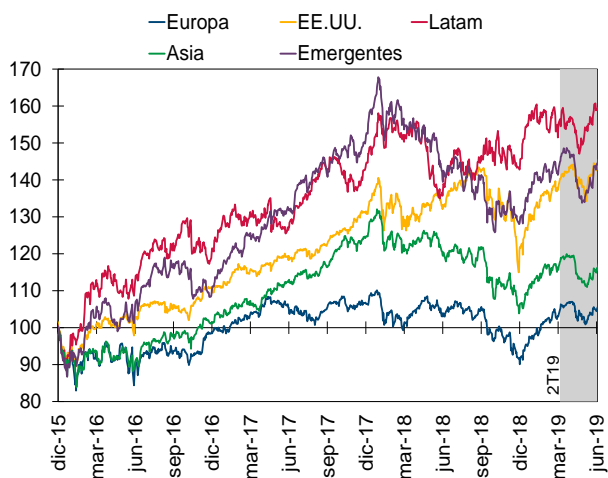
### 8.1 Estados Unidos

El mercado accionario estadounidense fue el de mejor desempeño a nivel regional durante el 2T19, no obstante, presentó un comportamiento heterogéneo durante el periodo. En abril las acciones se valorizaron y cerraron en máximos históricos influenciadas por el optimismo respecto a las conversaciones entre EE.UU y China en materia comercial, datos positivos de empleo en el país, que se mantuvieron en mínimos de 49 años<sup>54</sup>, la publicación de resultados corporativos po-

<sup>53</sup>Al 28 de junio de 2019, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizaron las valorizaciones durante el 2T19 del *S&P 500*, sin embargo el *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* registraron valorizaciones de 2,3%, y 3,6%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (al 28 de junio 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). Por último, cuando se mira el desempeño agregado de las acciones del grupo de los países emergentes, mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (al 28 de junio de 2019 los países ponderados en el índice fueron Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos)

<sup>54</sup>El 18 de abril se publicó el dato de peticiones iniciales de desempleo *initial jobless claims* que se ubicó en 192.000, mientras el 3 de mayo se publicó el dato de desempleo que se ubicó en 3,6%, por debajo de lo esperado por los analistas (3,8%) de abril se

Gráfico 61: Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de diciembre de 2015

sitivos por parte de Bank of America, Blackrock, JP-Morgan y Twitter y el dato de PIB del 1T19 que se ubicó por encima de lo esperado por los analistas<sup>55</sup>.

Por el contrario, durante mayo las acciones cayeron afectadas por preocupaciones respecto a la relación entre EE. UU y China, debido al poco progreso de las conversaciones entre los dos países, la imposición de aranceles por parte de EEUU a bienes importados del país asiático y la retaliación de este al aplicar aranceles a USD60 mm en bienes estadounidenses. Además, durante el periodo se dieron otros anuncios que aumentaron las preocupaciones como la imposición de restricciones a Huawei y la amenaza de Trump de imponer un 5% de aranceles a los bienes mexicanos importados. En junio las acciones recuperaron debido expectativas de una mejora en la relación entre EE.UU y sus socios comerciales tras la cancelación de aranceles a bienes mexicanos, la reanudación de las conversaciones entre EE.UU y China en materia comercial tras el encuentro entre el presidente Trump y el presiden-

ubicó en 263.000

<sup>55</sup>Durante el primer trimestre la economía estadounidense creció 3,2%, (esp: 2,3%)

te Xi Jinping en la cumbre del G-20. Adicionalmente, durante junio aumentaron las expectativas de recorte de tasas por parte de la Fed en su próxima reunión de política<sup>56</sup>.

## 8.2 Europa

En Europa el mercado accionario presentó un comportamiento similar al de EE.UU con valorizaciones durante abril y junio y caídas durante mayo. El comportamiento positivo durante el trimestre estuvo influenciado por optimismo respecto a las conversaciones comerciales entre EE.UU y China, expectativas de que los bancos centrales respalden el crecimiento por medio de políticas más expansivas y la publicación de algunos datos económicos positivos como el dato de crecimiento de China del 1T19 que se ubicó por encima del esperado por los analistas, el dato de producción industrial en Alemania<sup>57</sup> y datos de empleo en EE.UU.

Sin embargo, dichas valorizaciones estuvieron contenidas por la reducción de pronósticos de crecimiento por parte de la Comisión Europea<sup>58</sup> y el Fondo Monetario Internacional<sup>59</sup>, advertencias de menores ganancias por parte de empresas como Lufthansa y Daimler, así como anuncios de recortes por parte de Deutsche Bank que negoció cerca de mínimos históricos tras el anuncio y luego de no llegar a un acuerdo de fusión con Commerzbank. Además de esto el mercado estuvo presionado por el aumento de las tensiones comerciales entre EE. UU y China durante mayo, por comentarios sobre una posible imposición de aranceles a bienes europeos, incertidumbre respecto al Brexit y

<sup>56</sup>Las probabilidades de recorte de tasas por parte de la Fed en su reunión del 31 de julio de 2019 pasaron de 52,8% el 31 de mayo a 100% el 28 de junio.

<sup>57</sup>El 5 de abril se publicó el dato de producción industrial de Alemania de Febrero que se ubicó en 0,7% (esp: 0,6%) y el 8 de mayo se publicó el dato de Marzo que se ubicó en 0,5% (esp: -0,5%)

<sup>58</sup>La Comisión Europea recortó su pronóstico de crecimiento de la economía de la zona de 1,3% a 1,2% en 2019

<sup>59</sup>El FMI recortó su pronóstico de crecimiento de la economía a nivel global de 3,5% a 3,3% para 2019

temores de una posible multa a Italia por el incumplimiento de las reglas fiscales de la UE.

### 8.3 Asia

Los principales mercados de Asia presentaron un comportamiento divergente durante el 2T19, por una parte el índice *Nikkei 225* de Japón se valorizó un 0,3%, mientras el *Shanghai Composite* de China cayó un 3,6%. El comportamiento del mercado japonés estuvo influenciado por factores externos y el comportamiento generalizado de los mercados a nivel mundial, además durante el periodo se publicó el dato de crecimiento del 1T19 que se ubicó en 2,1% (esp: -0,2%) y ayudo a contrarrestar las preocupaciones respecto a la relación comercial entre EE. UU y China.

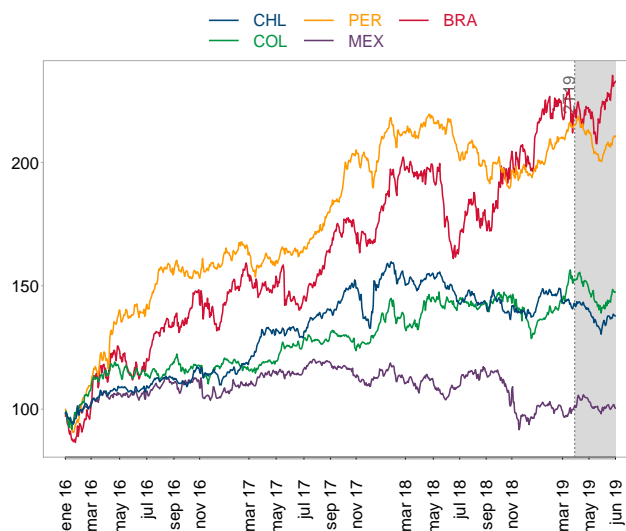
Por otra parte el mercado de China inició el trimestre con valorizaciones debido a i) La publicación datos económicos positivos como el dato de crecimiento del 1T19 que se ubicó en 6,4%, por encima de lo esperado por los analistas<sup>60</sup>, ii) El anuncio de mayores estímulos a la economía como recortes de tasas a las empresas y medidas para incentivar el gasto en infraestructura, además de expectativas de nuevos recortes en los requerimientos de capital por parte del banco central y iii) Optimismo respecto a las conversaciones en materia comercial con EE.UU. Tras esto las acciones retrocedieron por temores sobre a una moderación en los estímulos por parte del gobierno tras indicios de una estabilización de la economía y el aumento de las tensiones comerciales con EE.UU. Sin embargo, al final del periodo el mercado se recuperó levemente luego de que se disiparan las tensiones comerciales y se anunciaran nuevas medidas de estímulo a la economía por parte del gobierno.

<sup>60</sup> Además de esto el dato de sector manufacturero *China Manufacturing Purchasing Managers Index* publicado el 30 de marzo se ubicó en 50,5 (esp: 49,5), mientras el dato de sector de servicios de marzo (publicado el 2 de abril) se ubicó en 54,4 (esp: 52,3)

### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Durante el 2T19 el índice compuesto de Latinoamérica se valorizó debido al comportamiento que presentó el mercado de Brasil durante el periodo. En detalle, el *IBOVESPA* de Brasil se valorizó un 5,8%, mientras el *S&P/CLX IPSA* de Chile se desvalorizó un 3,6%, seguido por el *COLCAP* de Colombia (2,4%), el *S&P/BVL* de Perú (2,3%) y el *S&P/BMV IPC* de México (0,3%).

Gráfico 62: Evolución de los Índices Accionarios de la Región

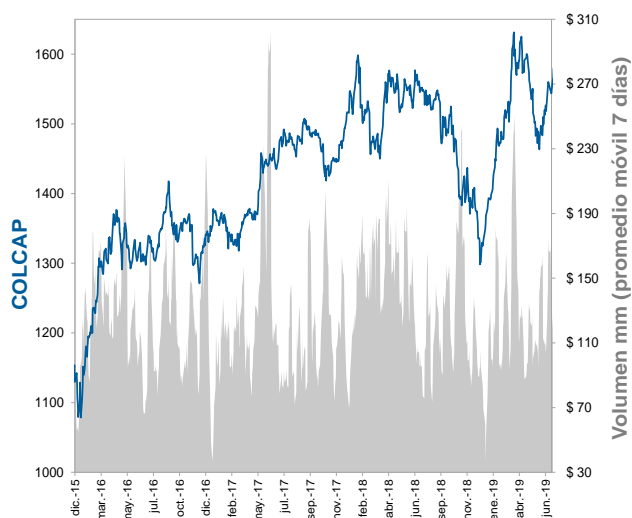


Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El índice *IBOVESPA* de Brasil presentó el mejor desempeño debido a las valorizaciones presentadas desde mediados de mayo y que resultaron en máximos históricos a finales de junio. Este comportamiento estuvo explicado por una mejor perspectiva respecto al entorno político del país lo que generó optimismo sobre la aprobación de la reforma pensional y el impacto que tendría sobre el desempeño futuro de la economía. Otros factores que apoyaron las valorizaciones fueron la aprobación por parte del Tribunal Federal de la venta de filiales de empresas estatales sin requerir la autorización del Congreso y el anuncio de estímulos de la economía china que impulsó el sector minero.

Por otra parte el comportamiento del *COLCAP* estuvo explicado principalmente por la caída de los precios del petróleo. Las acciones que más se desvalorizaron fueron Ecopetrol (-14,5%), ETB (-12,6%), Avianca (-8,4%) y Grupo Sura (-8%). En contraste, la acción que más se valorizó durante el periodo fue Éxito (14,9%), seguida por la acción de ISA (11,9%) y Davivienda (8,2%). La valorización de Éxito estuvo explicada por el anuncio del plan de simplificación de operaciones de GPA (subsidiaria de Casino) que buscaría realizar una oferta pública de adquisición por el total de las acciones de Éxito.

Gráfico 63: COLCAP y Volumen Transado Diario



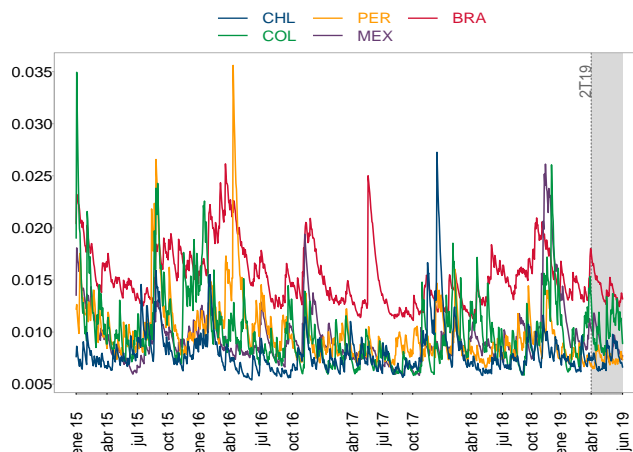
Fuente: Bloomberg.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>61</sup> disminuyó durante el 2T19 para Brasil, México y Perú, respecto a lo observado en el 1T19. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 1,42%), seguida por Colombia (*COLCAP*: 0,97%), México (*S&P/BMV IPC*: 0,87%), Chile (*S&P/CLX IPSA*: 0,76%) y Perú (*S&P/BVL*: 0,74%). (Gráfico 64).

Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas

<sup>61</sup>Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

Gráfico 64: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

de la región mediante la capitalización bursátil<sup>62</sup> como porcentaje del PIB<sup>63</sup> se observa que a marzo Chile sigue presentando el dato más alto de la región (37,1%), seguido por México (19,4%), Colombia (14%) y Perú (13,6%). Al cierre de junio la capitalización bursátil ha disminuido frente al dato de marzo para la mayoría de los países (Gráfico 65).

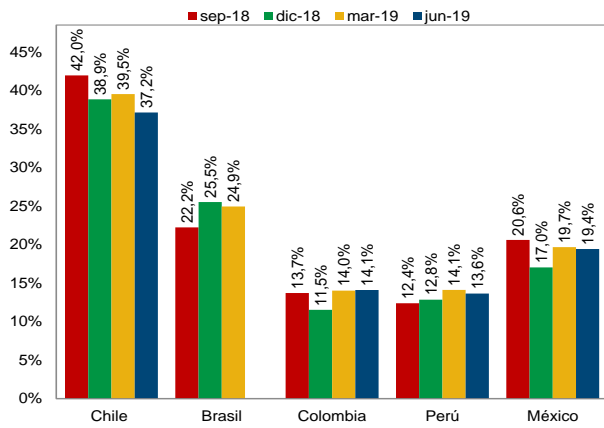
Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que durante el 2T19 los fondos de pensiones continuaron siendo los mayores demandantes netos de acciones (\$753 mm), seguidos por las compañías de seguros (\$33 mm). Por otra parte, los mayores oferentes netos de acciones fueron los extranjeros (\$376 mm), seguidos por el sector real (\$160 mm), las personas naturales (\$135 mm) y programas de ADR (\$77 mm). Respecto al 1T19 los extranjeros y las compañías de seguros cambiaron su posición de manera considerable (Gráfico 66).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 2T19 los inversionistas colombianos

<sup>62</sup>Ajustada por flotante disponible.

<sup>63</sup>Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* más reciente a y que publica el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 65: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB\*

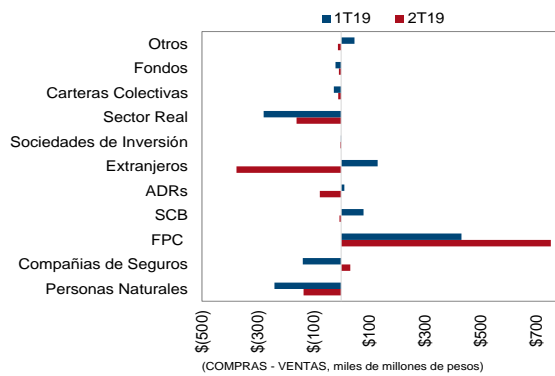


Fuente: Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos: Banco de la República.

\*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2018. Dato de Brasil no disponible para el mes de junio

Gráfico 66: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

vendieron en neto acciones por \$339 millones resultantes de compras netas por \$299 millones en el mercado peruano y ventas netas por \$638 millones en el mercado chileno. Este comportamiento es contrario al que presentaron durante el 1T19, en el cual realizaron

compras netas de \$1.784 millones.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 2T19 se negociaron 1.484 contratos frente a 2.098 contratos negociados en el 1T19<sup>64</sup>.

<sup>64</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicado por el valor del COLCAP.