



REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre del 2020

Banco de la República

Enero de 2021

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Carlos Andrés Quicazán
Jefe

Sara Ariza
Ittza Alejandra Barreto
Laura Viviana León
Diego Alejandro Martínez
Julián Camilo Mateus
Cristhian Hernando Ruiz

Estudiantes en práctica profesional

Camilo Eduardo Almario
Juan Camilo Quintero
Juliana Salazar

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen ejecutivo	7
2.1	Entorno internacional	7
2.2	Percepción de riesgo a nivel local	7
2.3	Mercado cambiario	7
2.4	Política monetaria y mercado monetario local	8
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	8
2.6	Mercado accionario	9
3	Entorno internacional	10
4	Percepción de riesgo a nivel local	20
5	Mercado cambiario	23
5.1	Mercado cambiario global	23
5.2	Mercado cambiario colombiano	26
6	Mercado monetario y renta fija	29
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	30
6.2	Mercado monetario colombiano	31
6.3	Mercado de deuda pública	32
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	32
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	35
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región	40
7	Mercado de deuda privada	42
8	Mercado accionario	43

Índice de Gráficos

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

44	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros	39
45	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación	39
46	Monto promedio negociado por plazos de TES	39
47	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	39
48	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil	40
49	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú	40
50	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México	40
51	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia	41
52	Rendimientos deuda externa en USD Colombia	41
53	Globales USD vs TES locales	41
54	TES Globales vs TES locales	41
55	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada	42
56	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada	42
57	Colocaciones por tasa de interés	43
58	Participación de las emisiones por plazo de colocación	43
59	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	44
60	Evolución de los índices accionarios de la región	45
61	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (4T20)	45
62	COLCAP y volumen transado diario	46
63	Volatilidad condicional índices accionarios	46
64	Capitalización bursátil ajustada/PIB*	46
65	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente	47

Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	24
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)	26
3	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)	26
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	27
5	Intervención cambiaria del Banxico	27
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia	27
7	Variaciones de las tasas de política monetaria a diciembre de 2020 en Latinoamérica	30
8	Inflación año completo y meta de inflación 2020	31
9	Emisiones deuda privada 4T20	42

1 Introducción

El Banco de la República 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 2020 los activos financieros presentaron una alta volatilidad a raíz de la incertidumbre asociada con la pandemia del Covid-19. Luego que la pandemia forzara a la mayoría de gobiernos a nivel global tomar medidas de aislamiento al final del primer trimestre de 2020 (1T20), la economía global y con ella los mercados financieros presentaron un rápido deterioro. El aumento de los indicadores de percepción de riesgo a nivel local y global fue superior a lo observado durante la Crisis Financiera de 2008. Posteriormente, tanto la economía como los mercados financieros comenzaron un proceso de recuperación gradual como consecuencia del estímulo monetario y fiscal sin precedentes, los avances en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19 y el proceso de reapertura parcial de la mayoría de economías.

A nivel local, se registraron niveles mínimos históricos de los índices de confianza empresarial y del consumidor, se observó una fuerte contracción de las ventas al por menor, la producción industrial, y la actividad económica en general, así como el deterioro de las expectativas de crecimiento e inflación en el mediano plazo. La tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció 4,7 %, siguiendo el comportamiento del precio del petróleo y demás monedas de países emergentes. Los títulos de deuda pública registraron valorizaciones netas que tuvieron lugar principalmente a partir del 2T20 las cuales se dieron en un contexto de políticas expansivas por parte de los bancos centrales, mayor apetito por riesgo, una recuperación gradual de la actividad económica y expectativas en torno al desarrollo de la vacuna contra el virus. En cuanto al mercado accionario se ha observado una leve recuperación, sin embargo, el COLCAP presenta un rezago importante frente a sus pares regionales. Durante el 2020, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) disminuyó su tasa de interés en 250 pb (de 4,25 % a 1,75 %), además adoptó un conjunto de medidas encaminadas a reforzar la liquidez del sistema de pagos, garantizando el adecuado funcionamiento de la economía y así contribuyendo a que las empresas, los hogares y el sistema financiero se afecte lo menos posible ante las consecuencias que trajo consigo la pandemia.

En el cuarto trimestre de 2020 (4T20) los mercados financieros presentaron un buen desempeño ante la continuación del proceso de recuperación que vienen presentando desde el segundo trimestre de 2020 (2T20). Este comportamiento se dio en un contexto de: *i*) recuperación económica gradual en la mayoría de países; *ii*) continuación del estímulo monetario y fiscal sin precedentes, y expectativas de mayor estímulo tras las elecciones presidenciales en EE.UU; *iii*) desarrollo de varias vacunas contra el Covid-19, al tiempo que el mundo experimenta un aumento del ritmo de contagios; *iv*) recuperación de los precios de la mayoría de los *commodities*; y *v*) eventos particulares que generaron volatilidad durante el trimestre.

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

2 Resumen ejecutivo

2.1 Entorno internacional

Durante el 2020 los activos financieros presentaron una alta volatilidad a raíz de la incertidumbre asociada con la pandemia del Covid-19. Luego que la pandemia forzara a la mayoría de gobiernos a tomar medidas de aislamiento al final del primer trimestre de 2020 (1T20), la economía global y con ella los mercados financieros presentaron un rápido deterioro. Posteriormente, tanto la economía como los mercados financieros comenzaron un proceso de recuperación gradual como consecuencia del estímulo monetario y fiscal sin precedentes, los avances en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19 y el proceso de reapertura parcial de la mayoría de economías.

En el cuarto trimestre de 2020 (4T20) los mercados financieros presentaron un buen desempeño ante la continuación del proceso de recuperación que vienen presentando desde el segundo trimestre de 2020 (2T20). Este comportamiento se dio en un contexto de: *i*) recuperación económica gradual en la mayoría de países; *ii*) continuación del estímulo monetario y fiscal sin precedentes, y expectativas de mayor estímulo tras las elecciones presidenciales en EE.UU; *iii*) desarrollo de varias vacunas contra el Covid-19, al tiempo que el mundo experimenta un aumento del ritmo de contagios; *iv*) recuperación de los precios de la mayoría de los *commodities*; y *v*) eventos particulares que generaron volatilidad durante el trimestre.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

En el 2020, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento negativo como consecuencia del choque producto del Covid-19. Lo anterior se vio reflejado en los niveles mínimos históricos de los índices de confianza empresarial y del consumidor, la fuerte contracción de las ventas al por menor, la producción industrial, y la actividad económica en general, así como el deterioro de las expectativas de crecimiento e inflación en el mediano plazo. De acuerdo con el *Gráfico 20*, el deterioro de los indicadores de percepción de riesgo a nivel local fue superior a lo observado durante la Crisis Financiera de 2008.

Durante el 4T20, las cifras de confianza y actividad económica continuaron evidenciando una recuperación gradual de la economía colombiana, luego del fuerte deterioro observado en marzo y abril, producto de las medidas adoptadas para hacer frente a la pandemia. Pese a que hubo meses en que estas cifras decepcionaron al mercado, la percepción de riesgo tuvo un buen comportamiento durante el trimestre, asociado con el optimismo a nivel global.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 2020 el dólar se debilitó frente a la mayoría de las monedas de sus pares desarrollados. El DXY alcanzó su menor nivel en dos años y medio; no obstante, el debilitamiento del dólar estuvo contenido debido a las preocupaciones por los incrementos en los contagiados en varios países y la incertidumbre mundial en algunos frentes. Durante este periodo, la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció 4,7%, siguiendo el comportamiento del precio del petróleo.

En el 4T20 el dólar estadounidense se debilitó principalmente por una disminución de la percepción de riesgo a nivel global. Durante el trimestre la mayoría de monedas de América Latina se apreciaron frente al dólar impulsadas por: *i)* un mayor apetito por riesgo de los inversionistas; *ii)* el alza del precio de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre; y *iii)* factores idiosincráticos. Durante este trimestre, la tasa de cambio peso colombiano-dólar se apreció un 11,2% en línea con el comportamiento de las demás monedas de la región y el aumento del precio del petróleo. Adicionalmente, el peso estuvo influenciado por la ratificación de la calificación del país por parte de las distintas agencias calificadoras y expectativas de monetizaciones del Gobierno dado el desembolso de parte de la línea de crédito flexible con el FMI.

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 4T20, los bancos centrales de la región mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos históricos, excepto el Banco de México (Banxico) que mantuvo su tasa de política en 4,25 %, un nivel alto comparado con sus pares de la región. Sin embargo, durante el 2020 el Banxico fue el banco que más recortó su tasa de interés en la región (300 pb) como respuesta al choque ocasionado por el Covid-19. Por su parte, los bancos centrales de Colombia, Brasil, Chile y Perú también respondieron a este choque mediante, entre otras medidas, recortes de sus tasas de intervención en 250 pb, 300 pb, 125 pb y 200 pb, respectivamente.

Durante el 2020 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) actuó oportunamente, disminuyendo su tasa de interés en 250 pb (de 4,25 % a 1,75 %), además adoptó un conjunto de medidas encaminadas a reforzar la liquidez del sistema de pagos, garantizando el adecuado funcionamiento de la economía y así contribuyendo a que las empresas, los hogares y el sistema financiero se afecte lo menos posible ante las consecuencias que trajo consigo la expansión del Covid-19 en Colombia y a nivel global. Durante el 4T20 la JDBR mantuvo su tasa de interés en 1,75 % y la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 4T20, la deuda pública en moneda local de los países de la región se valorizó ante la menor percepción de riesgo internacional, y en el caso de los TES pesos, las valorizaciones también estuvieron soportadas por la demanda de inversionistas extranjeros. Por su parte, los TES UVR también se valorizaron, continuando las correcciones frente a las fuertes desvalorizaciones registradas en el primer semestre del 2020. En lo corrido del año, los títulos de deuda pública de la región también registraron valorizaciones netas que tuvieron lugar principalmente a partir del 2T20, luego del choque adverso registrado en el 1T20 debido a los efectos de la propagación del Covid-19. Estas valorizaciones se dieron en un contexto de políticas expansivas por parte de los bancos centrales, mayor apetito por riesgo, una recuperación gradual de la actividad económica y expectativas en torno al desarrollo de la vacuna contra el virus.

Asímismo, durante el 4T20 y en lo corrido del año la deuda externa de Colombia y la de los países de la región registraron valorizaciones en línea con el comportamiento de la deuda pública local.

2.6 Mercado accionario

En el 4T20 los mercados accionarios a nivel global presentaron valorizaciones, continuando con el impulso observado en los trimestres anteriores. En 2020 los principales índices de renta variable a nivel global presentaron un comportamiento mixto que estuvo caracterizado por *i)* caídas importantes en los mercados durante el 1T20, tras el brote del Covid 19 y *ii)* valorizaciones durante el resto del año, recuperando parte del terreno perdido.

Los mercados de EE.UU y Asia presentaron el mejor comportamiento y se valorizaron 22,4 % y 12,8 %, respectivamente, debido al desempeño positivo que presentó el sector tecnológico, el cual se ha favorecido por la coyuntura actual y tiene una participación importante en ambos mercados. Mientras que, los mercados de Latinoamérica y Europa cayeron en el año 0,3 % y 4 %, respectivamente.

En el 4T20 el índice *Colcap* recuperó parte del terreno perdido en los trimestres pasados, aunque continua presentando un rezago importante frente a sus pares regionales. Las valorizaciones del periodo estuvieron explicadas por el comportamiento de las empresas del sector financiero y servicios públicos. En el año, el índice *Colcap* cayó 13,5 % debido al bajo desempeño de los sectores financiero, de energía y materiales, los cuales tienen una participación de más del 65 % del índice.

3 Entorno internacional

Durante el 2020 los activos financieros presentaron una alta volatilidad a raíz de la incertidumbre asociada con la pandemia del Covid-19. Luego que la pandemia forzara a la mayoría de gobiernos a tomar medidas de aislamiento al final del primer trimestre de 2020 (1T20), la economía global y con ella los mercados financieros presentaron un rápido deterioro. Posteriormente, tanto la economía como los mercados financieros comenzaron un proceso de recuperación gradual como consecuencia del estímulo monetario y fiscal sin precedentes, los avances en el desarrollo de las vacunas contra el Covid-19 y el proceso de reapertura parcial de la mayoría de economías.

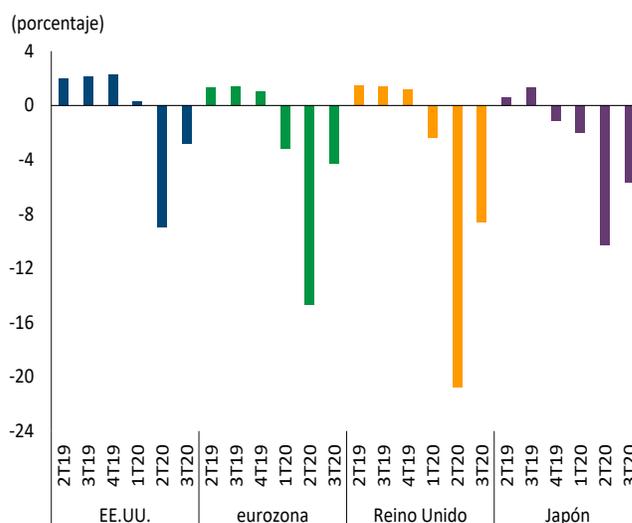
En el cuarto trimestre de 2020 (4T20) los mercados financieros presentaron un buen desempeño ante la continuación del proceso de recuperación que vienen presentando desde el segundo trimestre de 2020 (2T20). Este comportamiento se dio en un contexto de: *i*) recuperación económica gradual en la mayoría de países; *ii*) continuación del estímulo monetario y fiscal sin precedentes, y expectativas de mayor estímulo tras las elecciones presidenciales en EE.UU.; *iii*) desarrollo de varias vacunas contra el Covid-19, al tiempo que el mundo experimenta un aumento del ritmo de contagios; *iv*) recuperación de los precios de la mayoría de los *commodities*; y *v*) eventos particulares que generaron volatilidad durante el trimestre.

Recuperación gradual de la actividad económica

Tras varios meses conviviendo con el Covid-19, las cifras de PIB del 2T20 dejan en evidencia la magnitud de la caída experimentada por la economía global como consecuencia de la pandemia y las medidas de aislamiento tomadas por la mayoría de los gobiernos con el fin de mitigarla. Estas cifras confirman que la magnitud de la recesión del 2020 no tiene precedentes desde la Gran Depresión de finales de la década de 1920. Por su parte, las cifras del tercer trimestre de 2020 (3T20) evidencian el rebote parcial de la economía luego que empezara el proceso de reapertura

gradual de las economías a nivel global. No obstante, al analizar los datos se evidencia una divergencia en el proceso de recuperación. El *Gráfico 1* muestra la mayor contracción sufrida por la eurozona y Reino Unido, frente a EE.UU. y Japón, dadas las medidas de aislamiento más rigurosas observadas en el continente europeo. Por su parte, el *Gráfico 2* muestra el comportamiento sobresaliente de China, que experimentó una contracción importante en el 1T20 al ser el primer país afectado por el Covid-19, pero que rebotó rápidamente durante los trimestres subsiguientes. Esto contrasta con India, país que venía creciendo a tasas similares que China, pero que al tomar medidas prolongadas de aislamiento lo llevó a presentar una de las contracciones más altas a nivel global. Por último, el *Gráfico 3* muestra la magnitud de la recesión en Latinoamérica, una de las regiones más afectadas por la pandemia. Las tasas de contracción son importantes si se comparan con EE.UU., y dentro de la región evidencian una heterogeneidad importante: Brasil, por ejemplo, ha sorprendido al alza a los analistas luego de tomar medidas de aislamiento poco estrictas, mientras que Perú se ha visto muy afectada por las medidas de aislamiento adoptadas.

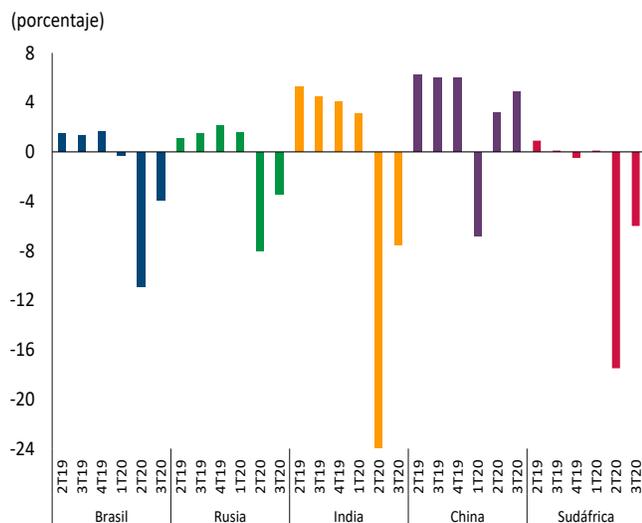
Gráfico 1: Crecimiento en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

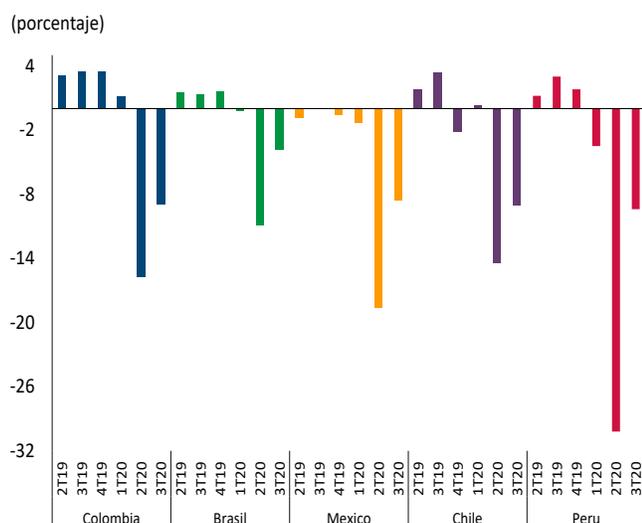
En cuanto a las expectativas de crecimiento para el

Gráfico 2: Crecimiento en economías emergentes



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 3: Crecimiento en Latinoamérica

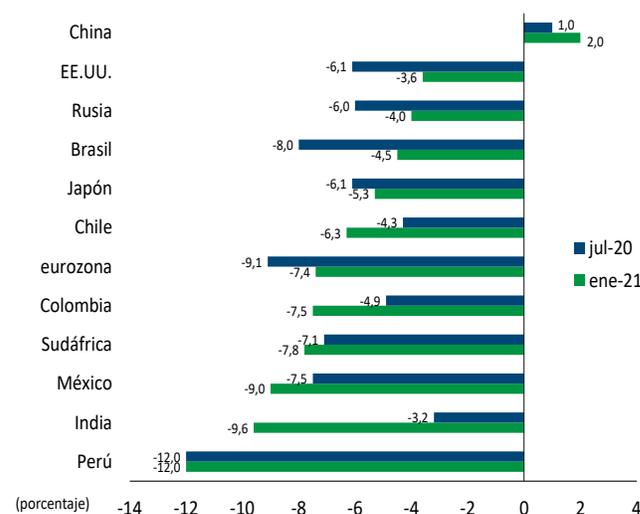


Fuente: Bloomberg.

2020, el Gráfico 4 muestra las proyecciones de enero de 2021 del Banco Mundial, frente a lo que estimaba seis meses atrás. En cuanto a países desarrollados, se observa que el Banco mejoró sus perspectivas de crecimiento para los países analizados (EE.UU., la euro-

zona y Japón) ante la reapertura gradual de estas economías, los avances en el desarrollo de las vacunas, y las expectativas de que el estímulo monetario y fiscal continúe, o incluso se expanda en el corto plazo. Por el contrario, las perspectivas para economías emergentes exhiben una divergencia importante entre las mismas, siendo China la única economía con crecimiento positivo durante 2020¹, mientras que Perú, India y México se contraerán alrededor de 10% durante 2020.

Gráfico 4: Proyecciones de crecimiento del Banco Mundial para 2020



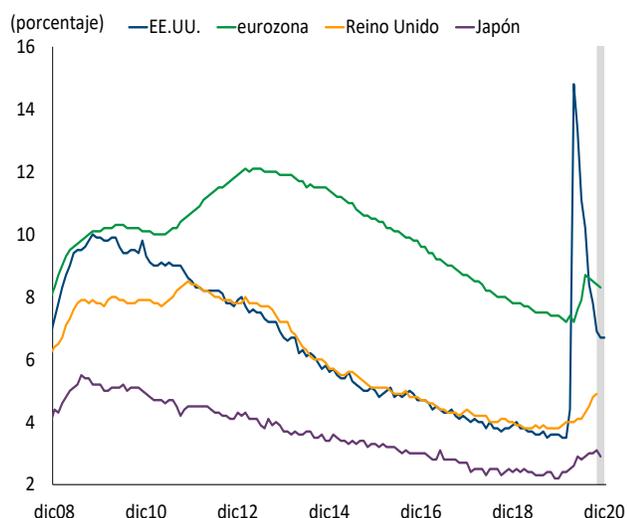
Fuente: Banco Mundial.

Al analizar los datos económicos de alta frecuencia del 4T20, en el frente laboral se destaca el estancamiento de las tasas de desempleo en niveles elevados, aunque inferiores a los observados en el pico de la Crisis Financiera de 2008. En particular, en el caso de EE.UU., lo anterior contrasta con la recuperación de la tasa de desempleo durante el 3T20, luego del máximo histórico alcanzado en mayo. Por el contrario, las tasas de desempleo en la eurozona, Reino Unido y Japón presentaron un aumento lento pero sostenido, que parece haberse estabilizado durante el 4T20. De acuerdo con la mayoría de analistas económicos, la diferencia en el comportamiento de las tasas de desempleo entre

¹El 17 de enero China publicó que durante 2020 creció 2,3% (esp: 2,1%; ant: 0,7%).

EE.UU. y el resto de las economías desarrolladas se debe principalmente a los esquemas de protección laboral ya instaurados en Europa y Japón desde antes de la crisis. En general, estos esquemas hacen más difícil el despido de empleados, al tiempo que el Estado subsidia una parte de los salarios y permite a los empleadores reducir las horas de trabajo (*Gráfico 5*). Por otro lado, el *Gráfico 6* evidencia unas solicitudes iniciales de desempleo superiores y unos niveles de contratación inferiores a los observados durante la Crisis Financiera del 2008. Ambos indicadores parecen confirmar el estancamiento del mercado laboral en EE.UU.

Gráfico 5: Desempleo en economías desarrolladas

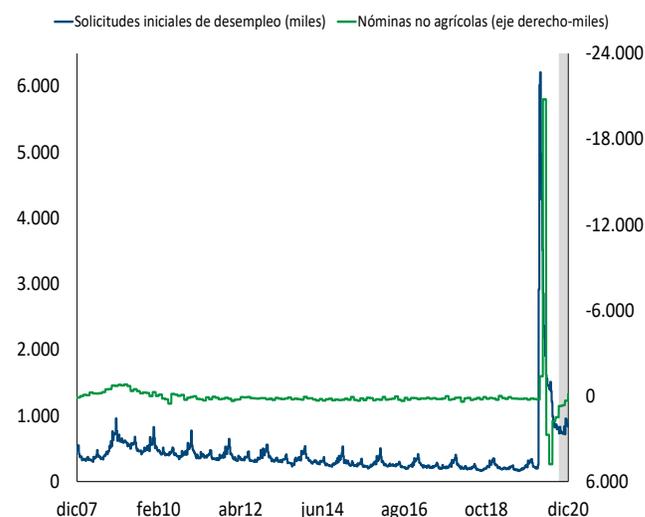


Fuente: Bloomberg. Los datos se encuentran a noviembre, excepto los de EE.UU. que se encuentran a diciembre. Los datos de Reino Unido se encuentran a octubre.

En cuanto a los indicadores de confianza en economías desarrolladas, el *Gráfico 7* muestra un estancamiento de la confianza del consumidor luego de la recuperación observada durante el 3T20. Lo anterior posiblemente asociado al aumento de nuevos casos de Covid-19 y las nuevas medidas de aislamiento adoptadas por varios gobiernos en países desarrollados con el fin de contener el avance del virus. Por su parte, los PMI² manufactureros continuaron aumentando duran-

²El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta ma-

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



Fuente: Bloomberg.

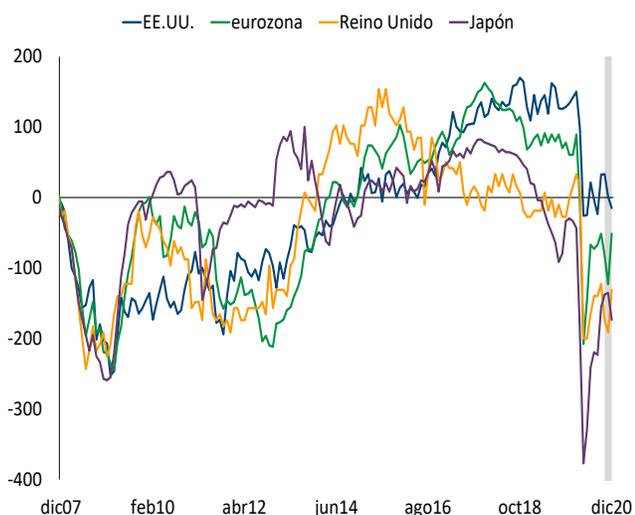
te el trimestre, ubicándose en terreno expansivo en su mayoría (*Gráfico 8*). No obstante, los PMI de servicios presentaron un deterioro durante el trimestre y volvieron a terreno contractivo, excepto en EE.UU, como consecuencia de los cierres parciales en varias regiones (*Gráfico 9*).

Incertidumbre frente a la evolución de la pandemia

Pese a la recuperación gradual de la actividad económica a nivel global, la evolución de la pandemia es una fuente constante de incertidumbre en los mercados financieros. El *Gráfico 10* muestra el número de nuevos casos semanales de Covid-19 para una muestra de países desarrollados y emergentes. En este se observa el aumento del ritmo de contagios en la mayoría de países desarrollados, una vez comenzó el proceso de reapertura en esas economías, lo que llevó a que varios gobiernos tomaran nuevamente medidas de aislamiento hacia el final del 4T20. Por el contrario, las líneas punteadas que presentan el comportamiento

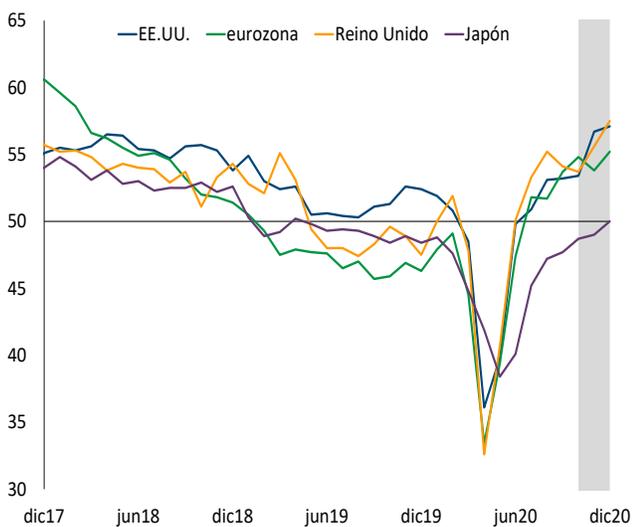
nera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión frente al mes anterior, mientras que un dato por debajo indica contracción frente al mes anterior.

Gráfico 7: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

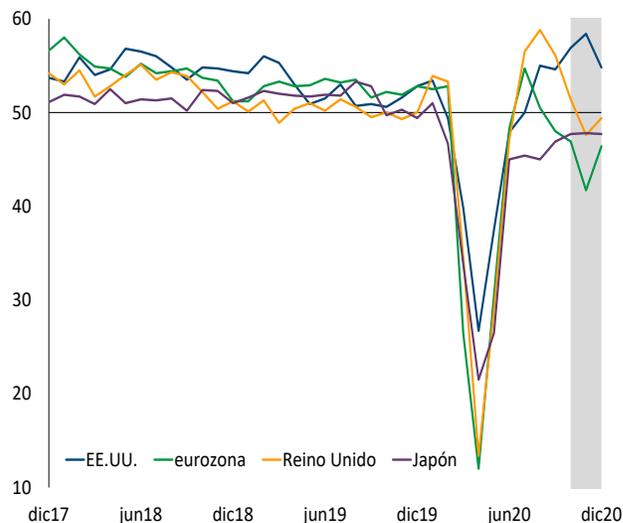
Gráfico 8: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

de los países de la región, muestran en su mayoría una tendencia a la baja durante buena parte del trimestre y un posterior aumento durante la segunda mitad del trimestre. Lo anterior evidencia que mientras no haya

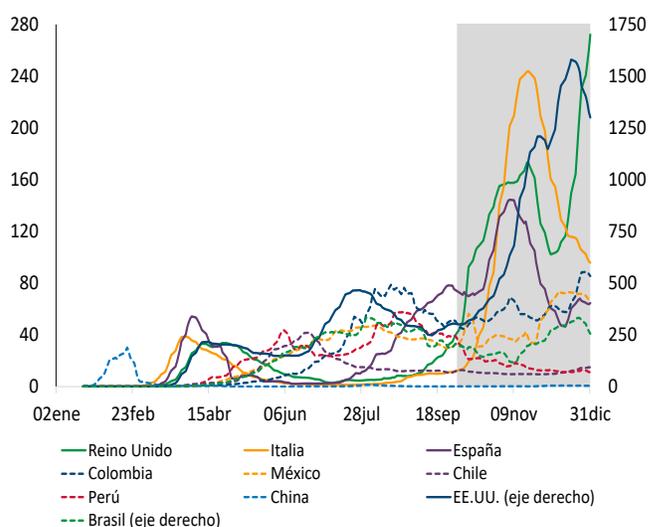
Gráfico 9: PMI de servicios en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

un proceso de vacunación a nivel global, difícilmente la economía retornará a los niveles observados previos a la pandemia.

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



Fuente: Bloomberg.

Aunque la incertidumbre en torno a la pandemia se

mantiene, los mercados financieros se vieron favorecidos durante el trimestre tras el desarrollo y aprobación de varias vacunas. Entre ellas se encuentra la vacuna desarrollada por Pfizer y BioNTech, la desarrollada en conjunto por la Universidad de Oxford y AstraZeneca, la vacuna producida por Moderna, y un par de vacunas más desarrolladas en Rusia y China. A finales del trimestre, varios países aprobaron algunas de estas vacunas con el fin de comenzar el proceso de vacunación. No obstante, aún es incierta la capacidad de los laboratorios para producir el número de dosis necesarias y la capacidad de los gobiernos para almacenar, distribuir y vacunar a sus ciudadanos.

Medidas monetarias y fiscales sin precedentes

Durante el 4T20 la mayoría de las autoridades monetarias y fiscales continuaron con los estímulos sin precedentes adoptados desde el 1T20. No obstante, a la par con la recuperación económica y la menor volatilidad de los mercados, estas autoridades empezaron a discutir desde el 3T20 sobre la sostenibilidad de estas medidas, especialmente sobre las consecuencias que tendrían sobre el nivel de deuda pública, la estabilidad financiera y el desempeño del mercado laboral, así como las reformas estructurales que necesita la economía.

En el frente fiscal, los países desarrollados han anunciado paquetes de estímulo por un valor superior a 10% del PIB y se encuentran trabajando en estímulos adicionales que contribuyan a cubrir la pérdida de ingresos sufrida por la mayoría de los hogares como consecuencia de la crisis actual. Estos estímulos se pueden dividir en estímulos directos (subsidios y transferencias) y garantías que contribuyan al financiamiento de los hogares y las empresas. Es así como la respuesta fiscal adoptada por los Gobiernos en economías desarrolladas durante esta crisis ha sido más amplia y rápida que durante la Crisis Financiera de 2008. En EE.UU, el 4T20 se vio caracterizado por la incertidumbre en torno a la aprobación en el congreso de un nuevo paquete de estímulo fiscal que reemplazará el paquete aprobado a inicios de la pandemia y cuyos beneficios empezaron a agotarse a inicios del

3T20. Finalmente, en diciembre los legisladores republicanos y demócratas acordaron un paquete por un monto cercano a los USD 900 mm que incluye la entrega de un cheque por USD 600 a los ciudadanos.

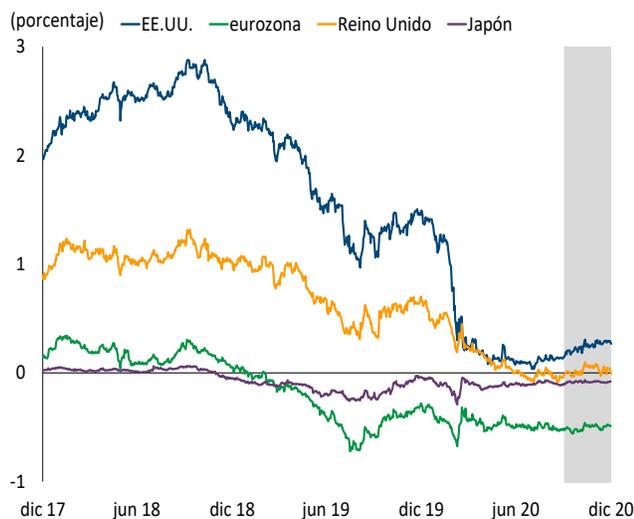
Adicionalmente, durante las semanas previas a las elecciones de EE.UU, el mercado estuvo optimista en torno a un posible *Blue Wave*, es decir, una victoria del candidato demócrata en las elecciones presidenciales y una victoria de los demócratas en las elecciones al Senado, de manera que obtuvieran el control de ambas cámaras del Congreso. De concretarse este escenario, los inversionistas esperaban la aprobación de un estímulo fiscal adicional y más ambicioso durante los próximos meses. Finalmente, luego de la incertidumbre en torno a los resultados electorales, los demócratas efectivamente tomaron el control de la presidencia y el Congreso, de manera que el mercado se encuentra a la espera de más estímulo fiscal en el corto plazo.

Por otro lado, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas continuaron con tasas en niveles mínimos cercanos o incluso inferiores a cero, y con sus programas no convencionales de política monetaria como lo son la compra de activos y la apertura de sus líneas de liquidez a actores del mercado que, en condiciones normales, no tendrían acceso a las mismas. En el caso de la eurozona, durante su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) extendió el periodo en el que comprará activos en el mercado, hasta marzo de 2022, y aumentó el tamaño del programa en EUR 500 mm. En cuanto a expectativas de política monetaria, el *Gráfico 11* evidencia estabilidad de tasas en el mediano plazo tanto en niveles negativos en los países de la eurozona y Japón, así como en niveles cercanos a cero en EE.UU. y el Reino Unido.

En Latinoamérica, la mayoría de los países de la región anunciaron nuevas medidas monetarias y fiscales y continuaron con sus políticas de intervención en el mercado cambiario. En México, el gobierno firmó un convenio con el sector privado para lanzar un paquete de proyectos de infraestructura y energía por cerca de USD 14 mm³ y posteriormente presentó un segundo

³Este plan de inversiones con participación del sector empresa-

Gráfico 11: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

paquete de proyectos de inversión entre los sectores público y privado por alrededor de USD 11 mm, con el fin de dinamizar la economía.

En cuanto a Chile, durante el trimestre el Senado aprobó el proyecto de ley de un segundo retiro de ahorros pensionales respaldado por el Gobierno; el cual, a diferencia del proyecto presentado por la oposición impone pago de impuestos y restricciones sobre quién puede acceder al beneficio. Por otra parte, finalizando diciembre, el Banco Central amplió las operaciones transfronterizas que se pueden realizar con pesos chilenos con el fin de contribuir a la estabilidad de precios y normal funcionamiento del sistema de pagos⁴.

rial es una reactivación de un plan de infraestructura anunciado a finales de 2019.

⁴A partir del 1 de marzo de 2021, se podrán realizar las siguientes operaciones transfronterizas: *i*) contratación de productos derivados cuyas liquidaciones o pagos contemplen la entrega física de pesos; *ii*) apertura y tenencia de cuentas corrientes bancarias en pesos por parte de personas no domiciliadas o residentes en Chile; y *iii*) otorgamiento de créditos por parte de personas domiciliadas o residentes en Chile a personas domiciliadas o residentes en el exterior. Y desde el 1 de septiembre de 2021 se podrán realizar las siguientes operaciones: *i*) operaciones de depósito o inversión en el exterior, por parte de personas domiciliadas o residentes en

Finalmente, en Perú, el Banco Central decidió incorporar, como parte de sus instrumentos monetarios, las Operaciones Condicionadas a la Expansión del Crédito a Largo Plazo, que incluyen repos y *swaps*, y operaciones de reporte con facturas negociables a plazos de 1 y 2 meses. Así mismo, se firmó una ley que permite una segunda ronda de retiros de fondos privados de pensiones y el Congreso aprobó la devolución parcial de aportes al fondo estatal de pensiones.

Eventos generadores de incertidumbre

Luego del aumento inusitado de los indicadores de percepción de riesgo internacional durante marzo, en especial el *Vix*⁵ y el *Vstox*⁶, durante el resto del año se presentó una recuperación gradual y parcial de estos indicadores, caracterizada por una alta volatilidad y unos niveles todavía por encima de lo observado antes de la crisis. Por el contrario, el *Move*⁷ se recuperó totalmente durante el 2T20 y continuó disminuyendo durante el año hasta alcanzar mínimos históricos como consecuencia del mayor consenso del mercado frente a la estabilidad del rango de los fondos federales por parte de la Fed durante un tiempo prolongado (*Gráfico 12*).

Los niveles del *Vix* y el *Vstox* se explican por la alta incertidumbre que aún existe en torno a la recuperación de la actividad económica global y la evolución de la pandemia luego del aumento del ritmo de contagios. A lo anterior se sumó la incertidumbre asociada a las elecciones presidenciales en EE.UU., las negociaciones del Brexit, y las tensiones entre EE.UU. y China. En el frente electoral, los resultados que dieron como ganador a Biden tomaron varios días en ser conocidos, dados los cambios que sufrió el proceso electoral a raíz de la pandemia. Incluso tras conocer-

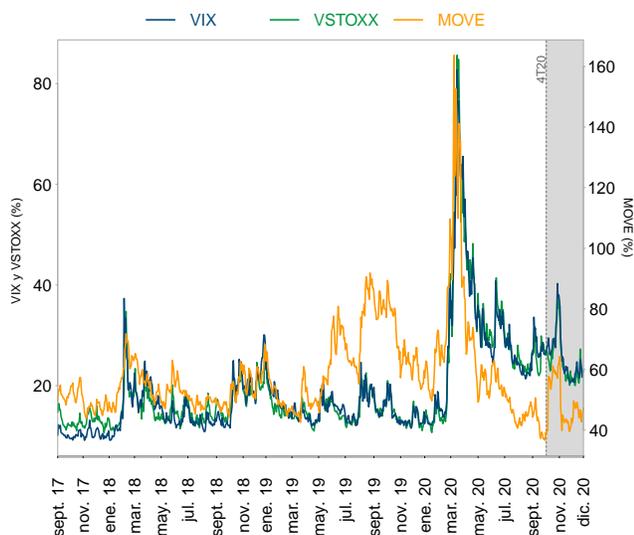
Chile; y *ii*) otorgamiento o realización de créditos, depósitos, inversiones y aportes de capital en Chile, por parte de personas no domiciliadas o residentes en el país.

⁵El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

⁶El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

⁷El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los *Treasuries*.

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



Fuente: Bloomberg.

se los resultados, el presidente Trump los desconoció por varias semanas e intentó modificarlos por diversos medios legales. Finalmente, tras varias semanas de retraso empezó el proceso de traspaso del poder entre los equipos de ambas partes.

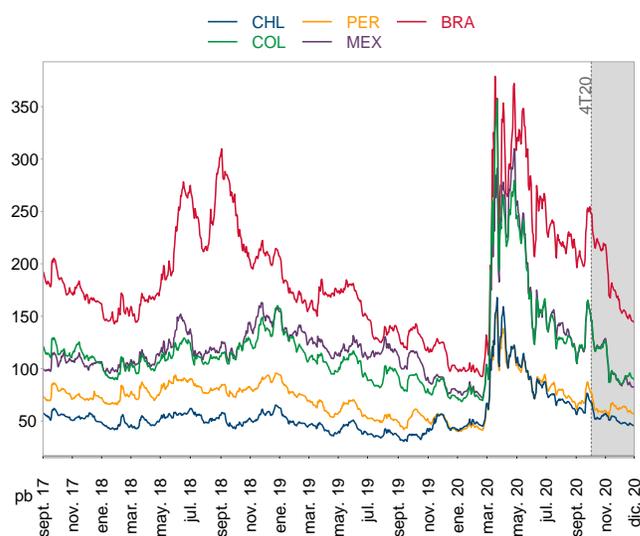
En cuanto al Brexit, las negociaciones entre el Reino Unido y la Comisión Europea se llevaron a cabo durante todo el año, y pese a las interrupciones ocasionadas por la pandemia, una semana antes de culminar el año ambas partes lograron firmar un acuerdo que impidió una salida desordenada de la Unión Europea a partir del 1 de enero de 2021.

Por último, las tensiones entre EE.UU. y China se han mantenido a pesar de haber pasado a un segundo plano como consecuencia de la pandemia. En este sentido, durante el trimestre el Gobierno Trump incluyó a varias compañías chinas en una lista negra que les impide hacer inversiones y ser proveedores en EE.UU. Además, la bolsa de valores de Nueva York excluyó a varias de estas compañías del mercado bursatil estadounidense. Pese a que el Gobierno Trump está próximo a terminar, las futuras relaciones entre el Gobierno

chino y el Gobierno Biden son inciertas dado el apoyo bipartidista a las sanciones impuestas a China.

En este contexto, durante el 4T20 las primas de riesgo de los países de la región continuaron corrigiendo a la baja, pero sin alcanzar los niveles previos al Covid-19. Así, durante el trimestre, el CDS a 5 años disminuyó 107 pb en Brasil, 70 pb en México, 63 pb en Colombia, 24 pb en Chile y 21 pb en Perú (Gráfico 13). Por otra parte, en promedio, los EMBI para la muestra de países de la región disminuyeron 71 pb (-23,4%)⁸ y el EMBI+ cayó 73,9 pb (-17,9%) (Gráfico 14).

Gráfico 13: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica

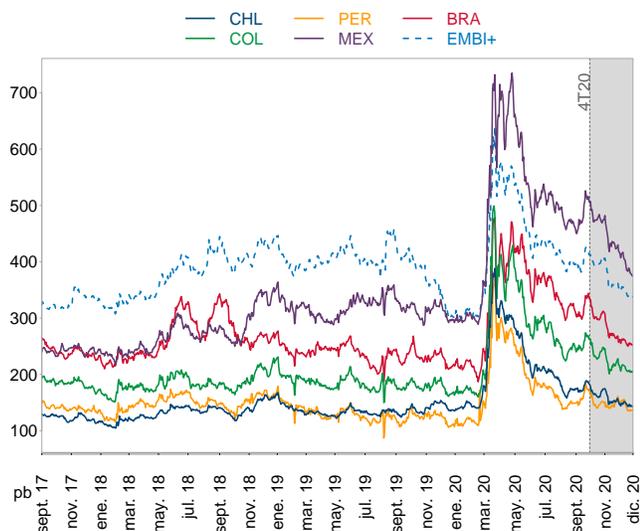


Fuente: Bloomberg.

Pese a la reducción de las primas de riesgo de la región, algunos activos financieros se vieron afectados por eventos idiosincráticos en varios de estos países. En Brasil, la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) las inquietudes sobre la capacidad del gobierno para cumplir con el límite de gasto; *ii*) el aplazamiento para 2021 de un proyecto de ley de austeridad que propone crear mecanismos para ayudar al gobierno a cumplir con su regla fiscal; y *iii*) el hecho de que el Congreso terminara el año sin votar sobre

⁸Variaciones EMBI países: Colombia: -57 pb (-21,8%), Brasil: -86 pb (-25,6%), México: -147 pb (-29,0%), Perú -26 pb (-19,3%) y el EMBI Global Chile: -39 pb (-21,3%).

Gráfico 14: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

un proyecto de ley que aumentaría los pagos federales a las ciudades. En este contexto, Fitch Ratings confirmó la calificación soberana del país en *BB-* y mantuvo una perspectiva *negativa* debido a la incertidumbre persistente sobre la perspectiva de consolidación fiscal, incluida la sostenibilidad del límite de gasto.

En México, iniciando octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) pidió al país implementar apoyo fiscal y monetario a corto plazo para limitar las consecuencias de la pandemia y asegurar una recuperación económica más rápida; lo anterior, teniendo en cuenta que de acuerdo con el FMI la respuesta del Gobierno al brote de Covid-19 fue muy modesta. Así mismo, se generó incertidumbre frente a una polémica reforma a la ley del Banco Central aprobada por el Senado, que plantea que las divisas que no sean repatriadas a su país de origen puedan formar parte de las reservas internacionales. No obstante, la Cámara de Diputados pospuso hasta febrero de 2021 el debate de este proyecto.

En el caso de Chile, la incertidumbre política se generó como consecuencia de: *i*) la disputa entre el Gobierno y los legisladores frente a la propuesta de una

segunda ola de retiros de ahorros pensionales; y *ii*) nuevas manifestaciones sociales antes del plebiscito de octubre, en el cual los chilenos escogieron iniciar el camino hacia una nueva constitución. Por otra parte, Fitch Ratings rebajó la calificación crediticia del país a *A-* desde *A*, con perspectiva estable, citando que el gasto público y la deuda se dispararon luego del estallido social en octubre y noviembre de 2019 y la pandemia.

Por último, en el caso de Perú, la agitación política surgió después de que el pleno del Congreso admitió la moción de vacante presidencial contra Martín Vizcarra y lo destituyó por las acusaciones de corrupción⁹. Además, Fitch Ratings cambió el panorama para la economía del país desde *estable* a *negativo*, teniendo en cuenta su debilitada hoja de balance tras la emergencia del Covid-19 y la inestabilidad política (sin embargo, mantuvo el perfil de deuda soberana en *BBB+*).

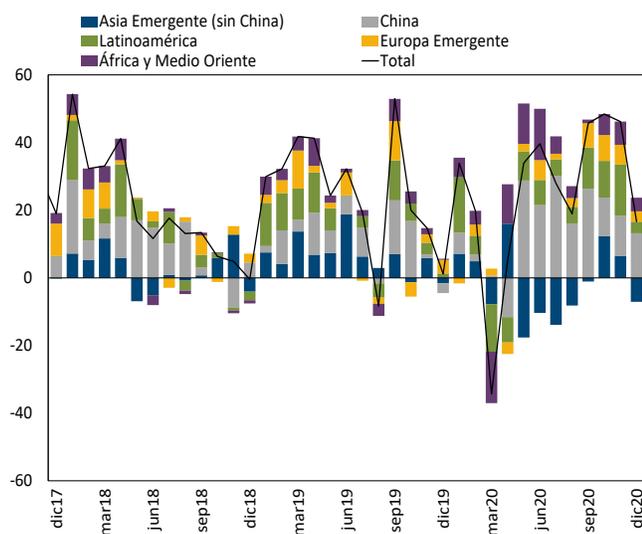
En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 4T20 se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes de USD 179,6 mm (en el 3T20 se reportaron entradas de USD 86,6 mm), de las cuales USD 83,4 mm se presentaron en noviembre y representaron las mayores entradas mensuales desde que se tiene historia (enero de 2010). Las entradas del trimestre se explican por: *i*) USD 111,3 mm de entradas al mercado de deuda y *ii*) USD 68,3 mm de entradas al mercado accionario (USD 37,2 mm en noviembre, los mayores flujos mensuales a este mercado desde octubre de 2010) (Gráficos 15 y 16).

Al analizar por regiones, Asia emergente tuvo el mayor flujo de entradas de capital de portafolio durante el 4T20, con unas entradas netas de USD 90,5 mm, de las cuales USD 24,6 mm corresponden a entradas al mercado de renta variable en noviembre (sus mayores entradas mensuales a este mercado desde que se tienen datos en enero de 2010). Por su parte, Latinoamérica

⁹Inicialmente, la presidencia fue asumida por el jefe del Congreso, Manuel Merino (quien renunció a su cargo a los seis días) y posteriormente por Francisco Sagasti.

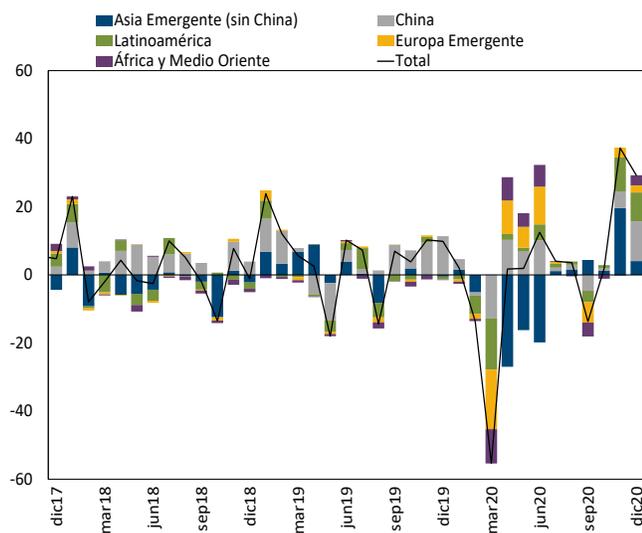
ca tuvo entradas netas de USD 48,7 mm, de las cuales USD 9,9 mm corresponde a entradas al mercado de renta variable en noviembre (las mayores entradas mensuales desde octubre de 2010).

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



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

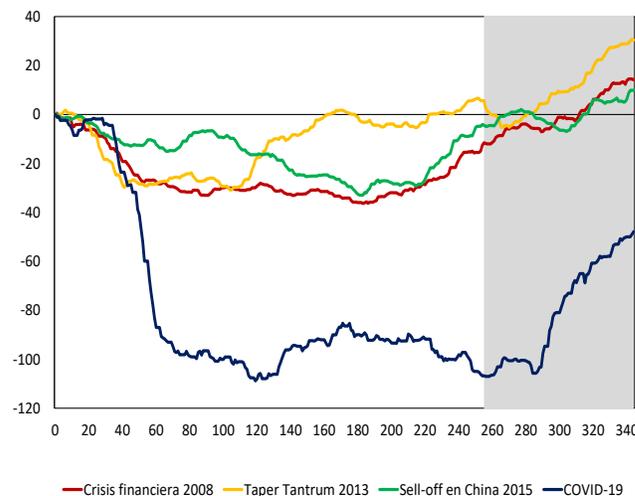
Gráfico 16: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



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

Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF¹⁰, se puede evidenciar una recuperación de aproximadamente USD60 mm a partir de noviembre, explicada principalmente por flujos positivos hacia el mercado de renta variable (Gráfico 17). No obstante, el 2020 cerró con flujos negativos al mercado accionario de economías emergentes sin China. De acuerdo con el IIF, este resultado puede explicarse por la diferenciación en los flujos de capital hacia los mercados emergentes durante los últimos meses, ya que mientras algunos mercados están beneficiándose de una alta liquidez, otros aún se encuentran rezagados.

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



Fuente: IIF. Cifras en miles de millones de dólares. Flujos acumulados de portafolio de no residentes a economías emergentes hasta 162 días después de la fecha de inicio de cada evento (8-sep-08 para la crisis financiera de 2008; 17-may-13 para el Taper Tantrum de 2013; 26-jul-15 para el sell-off de acciones en China en 2015; 21-ene-20 para el COVID-19)

Recuperación de los precios de los commodities

Iniciando el 2020, el precio del petróleo descendió tras la reducción de las tensiones entre EE.UU. e Irán, la guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia y la incertidumbre en relación con la duración de los cierres a nivel mundial por el Covid-19, lo que llevó a una

¹⁰Los flujos diarios del IIF cubren un grupo de países más pequeño que los flujos mensuales, para los cuales se utilizan variables adicionales.

reducción de la demanda, en medio de un excedente de oferta¹¹. Posteriormente, el precio del crudo se vio favorecido por algunos factores como: *i*) la entrada en vigor de los recortes de la OPEP+; *ii*) los recortes adicionales anunciados por Arabia Saudita, Emiratos Árabes y Kuwait; *iii*) el optimismo sobre la reapertura gradual de las economías; y *iv*) la reducción en la producción de crudo como consecuencia de algunos huracanes.

Durante el 4T20, el precio del petróleo mostró un comportamiento favorable¹². Hasta finales de octubre, las cotizaciones de crudo estuvieron presionadas a la baja debido a: *i*) las menores perspectivas de recuperación de la demanda; y *ii*) el incremento del suministro de Libia e Irán. A partir de noviembre, los precios del petróleo incrementaron y alcanzaron sus niveles más altos desde principios de marzo de este año, en respuesta al mayor optimismo y a las expectativas del mercado de que la OPEP+ retrasaría o limitaría los aumentos de producción previstos para enero de 2021¹³

En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) en sus perspectivas energéticas a corto plazo de inicios del mes de diciembre, pronosticaba precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 41,43 y USD 48,53 en 2020 y 2021, respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, se esperaba un precio promedio anual de USD 38,96 y USD 45,78 para estos mismos años. Estos pronósticos de mayores precios en 2021 reflejan la expectativa de la Agencia de que si bien los inventarios se mantendrán altos, disminuirán con el aumento de la demanda mundial y la producción restringida de petróleo de la OPEP+. No obstante, al cierre del año los precios promedio *spot*

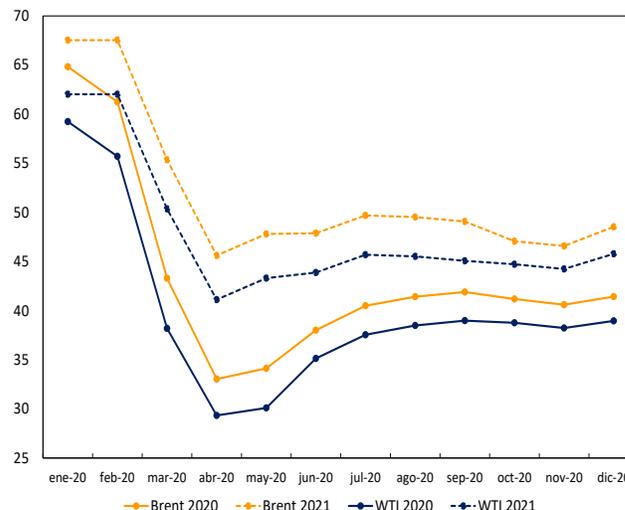
¹¹En abril, como consecuencia del alto nivel de inventarios en EE.UU, del déficit en la capacidad de almacenamiento y de la expiración del contrato de futuros de mayo, la cotización del WTI alcanzó por primera vez en la historia un valor negativo.

¹²Los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron 20,6% y 22,5%, respectivamente

¹³Tras la reunión del 3 de diciembre, los miembros de la OPEP+ acordaron elevar el suministro de crudo en 500.000 barriles por día a partir de enero de 2021, una cuarta parte de lo que se había acordado en el plan anterior.

del 2020 fueron superiores a los esperados y se ubicaron en USD 41,69 y USD 39,17 para el Brent y el WTI, respectivamente(Gráfico 18).

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



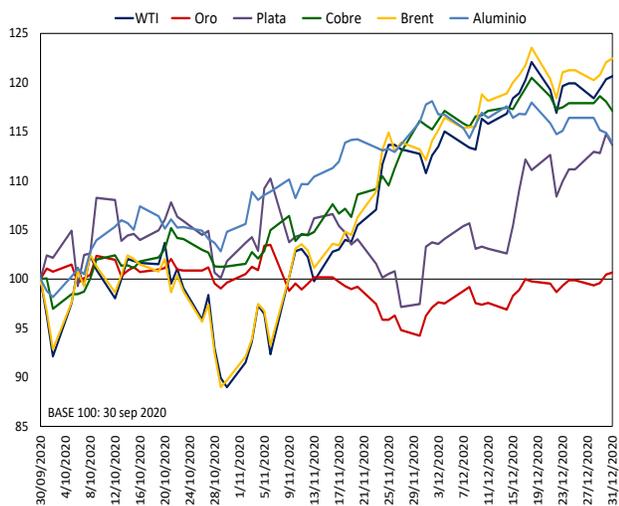
Fuente: AIE.

En general, durante el 4T20 se presentaron valorizaciones de los productos industriales, productos agrícolas y metales preciosos. Los precios de los metales industriales presentaron aumentos, en particular el precio del cobre superó su valor máximo de siete años ante el incremento de la demanda y publicación de datos económicos optimistas de China en noviembre (el mayor consumidor mundial del metal)¹⁴. Así mismo, los precios de algunas materias primas agrícolas como el trigo, la soya y el maíz aumentaron impulsados por una mayor demanda. Por su parte, los precios de los metales preciosos como el oro y la plata que son considerados activos refugio continuaron en niveles elevados y se incrementaron hacia finales de diciembre, como consecuencia de incertidumbre global en torno a las nuevas cepas del virus y nuevas medidas de ais-

¹⁴La primera semana de diciembre se publicaron datos favorables de PMI de China de noviembre. El indicador compuesto se ubicó en 57,5, frente a 55,7 del mes anterior; mientras que el de sector de servicios se ubicó en 57,8 frente a lo que registró en el mes de octubre de 56,8.

lamiento en algunos países (Gráfico 19).

Gráfico 19: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

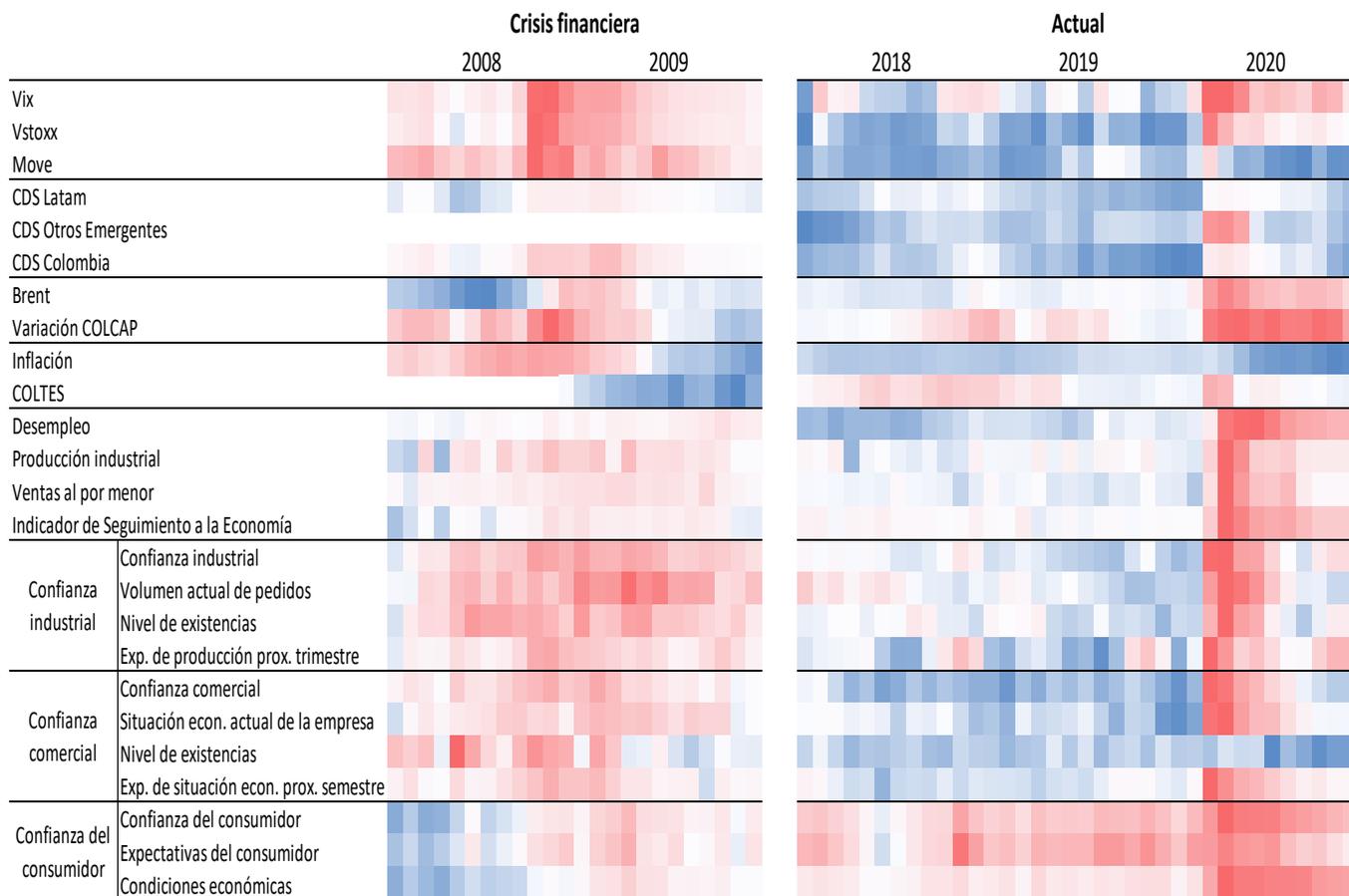
ccionaron al mercado, la percepción de riesgo tuvo un buen comportamiento durante el trimestre, asociado con el optimismo a nivel global.

4 Percepción de riesgo a nivel local

En el 2020, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento negativo como consecuencia del choque producto del Covid-19. Lo anterior se vio reflejado en los niveles mínimos históricos de los índices de confianza empresarial y del consumidor, la fuerte contracción de las ventas al por menor, la producción industrial, y la actividad económica en general, así como el deterioro de las expectativas de crecimiento e inflación en el mediano plazo. De acuerdo con el Gráfico 20, el deterioro de los indicadores de percepción de riesgo a nivel local fue superior a lo observado durante la Crisis Financiera de 2008.

Durante el 4T20, las cifras de confianza y actividad económica continuaron evidenciando una recuperación gradual de la economía colombiana, luego del fuerte deterioro observado en marzo y abril, producto de las medidas adoptadas para hacer frente a la pandemia. Pese a que hubo meses en que estas cifras de-

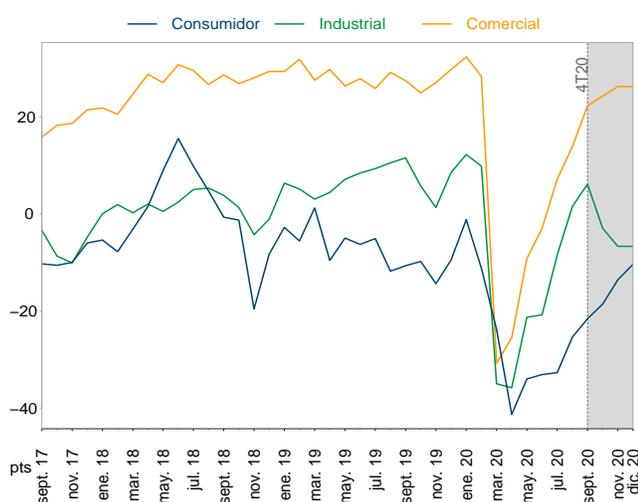
Gráfico 20: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banco de laública. Cálculos: Banco de la República. Nota: Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable. Datos a diciembre de 2020.

En el *Gráfico 21* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo¹⁵. Se observa una continuación en la recuperación de los índices de confianza comercial y del consumidor luego de los niveles mínimos históricos alcanzados en marzo y abril, respectivamente. Por el contrario, la confianza industrial presentó un deterioro durante octubre y noviembre, luego de la recuperación que venía presentando tras tocar su mínimo histórico en abril. Este deterioro estuvo asociado con unas expectativas de menor producción durante el trimestre y un incremento del nivel de existencias.

Gráfico 21: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 4T20 se publicaron cifras de crecimiento anual de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) que evidenciaron una recuperación gradual de la actividad económica, en línea con la reapertura de la economía colombiana. En agosto (obs: -10,3%; esp: -7,3%; ant: -8,5%), el crecimiento de la producción manufacturera se ubicó por debajo del dato anterior y de lo esperado por el mercado, mientras que en sep-

¹⁵ 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.

tiembre (obs: -3%; esp: -4%; ant: -10,3%) se ubicó por encima de lo observado en agosto y de lo proyectado por los analistas, y en octubre (obs: -2,7%; esp: -1,7%; ant: -3%) volvió a ubicarse por debajo de lo estimado por el mercado pero por encima del dato previo. De manera similar, en agosto (obs: -17,1%; esp: -10,8%; ant: -12,4%) el crecimiento de las ventas al por menor se ubicó por debajo del dato anterior y de lo esperado por el mercado, mientras que en septiembre (obs: -0,8%; esp: -9,3%; ant: -17,1%) se ubicó por encima y en octubre (obs: 3%; esp: 3%; ant: -0,8%) volvió a ubicarse por encima de la cifra previa, por primera vez en terreno positivo desde febrero y en línea con lo proyectado por los analistas. Por último, el ISE no cumplió con las expectativas de los analistas en agosto (obs: -10,6%; esp: -10%; ant: -9,5%) y septiembre (obs: -7,2%; esp: -6,7%; ant: -10,6%), pero se ubicó por encima de lo esperado en octubre (obs: -4,5%; esp: -5,3%; ant: -7,2%)¹⁶.

En la Encuesta de Opinión Financiera¹⁷ se observó que entre septiembre y diciembre, las expectativas de crecimiento para Colombia durante 2020 se mantuvieron estables al pasar de -7,1% a -7,2%. Sin embargo, para 2021 los analistas prevén que la economía colombiana crezca 4,7%, por encima del 4,2% estimado en septiembre (*Gráfico 22*). Respecto a las expectativas de inflación, estas se redujeron para 2020 de 1,75% a 1,49%, en línea con la tendencia bajista de la inflación durante el trimestre. En enero el DANE dio a conocer que la inflación de 2020 se ubicó en 1,61%. Para 2021, las expectativas de inflación se mantuvieron estables en 2,8% (*Gráfico 23*).

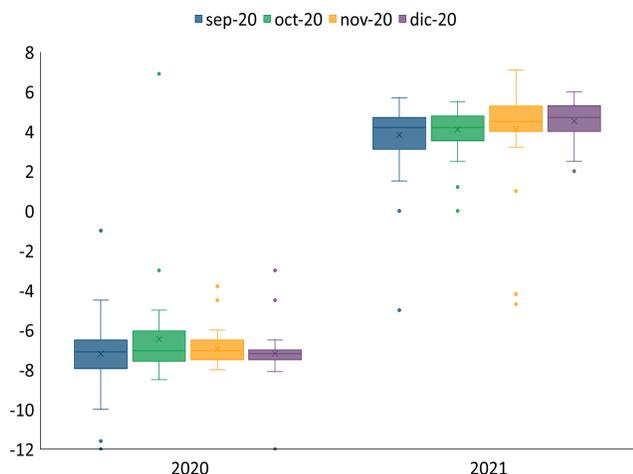
Finalmente, durante el 4T20, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para todos los plazos¹⁸. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los

¹⁶ Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

¹⁷ Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

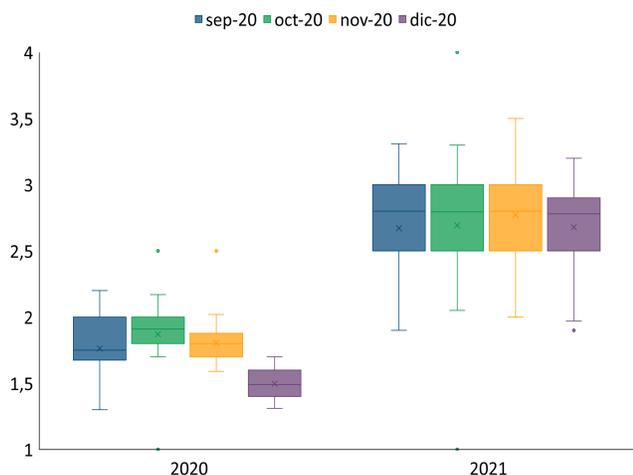
¹⁸ En particular, para plazos inferiores a 1 año: -18 pb, entre 1 y 3 años: -42 pb, entre 3 y 5 años: -43 pb y 5 años o más: -13 pb

Gráfico 22: Expectativas de crecimiento (EOF)



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

Gráfico 23: Expectativas de inflación (EOF)



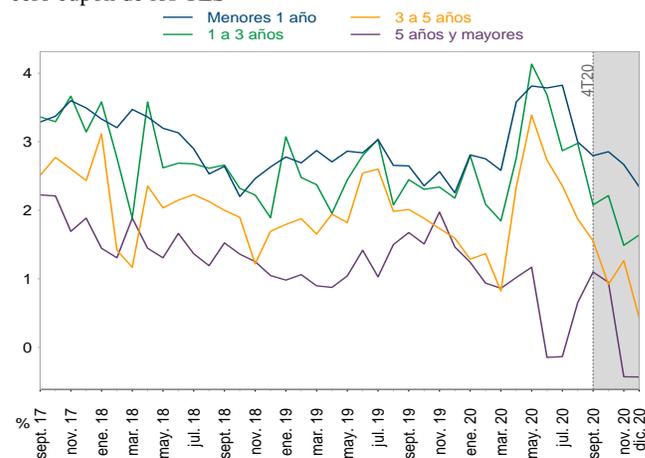
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

TES durante el 4T20, frente al promedio del 3T20, también se observó una reducción para todos los plazos. En general, las disminuciones del promedio de los *spreads* se explican principalmente por reducciones de las tasas de la cartera preferencial superiores a las reducciones de las tasas de los TES¹⁹ (Gráfico 24

¹⁹En particular, para plazos inferiores a 1 año: -49 p.b, entre 1 y 3 años: -86 p.b, entre 3 y 5 años: -83 pb y 5 años o más: -17 pb

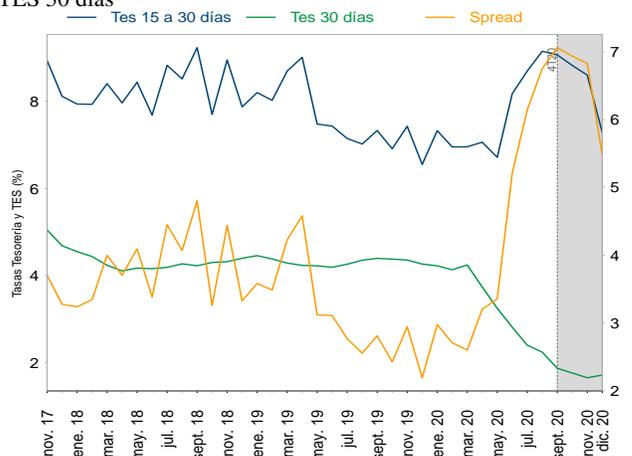
y Gráfico 25).

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



Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

5 Mercado cambiario

5.1 Mercado cambiario global

Durante el 2020 el dólar se debilitó frente a la mayoría de las monedas de sus pares desarrollados. Iniciando el año, el dólar se fortaleció tras el aumento importante de percepción de riesgo a nivel global. A partir

de finales de mayo, el dólar se debilitó dado el mayor optimismo en los mercados financieros.

El DXY²⁰ al finalizar el 2020, alcanzó su menor nivel en dos años y medio; no obstante, el debilitamiento del dólar estuvo contenido debido a las preocupaciones por los incrementos en los contagiados en varios países y la incertidumbre mundial en algunos frentes.

En comparación con el 3T20, durante el 4T20 el dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y emergentes (de acuerdo con el DXY, el dólar se debilitó 4,2 %) principalmente por una disminución de la percepción de riesgo a nivel global ante los factores internacionales anteriormente mencionados (Cuadro 1 y Gráfico 26).

Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: el rand sudafricano (12,8 %), el peso colombiano (11,2 %), el peso mexicano (10 %), el peso chileno (9,2 %) y la corona sueca (8,5 %).

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

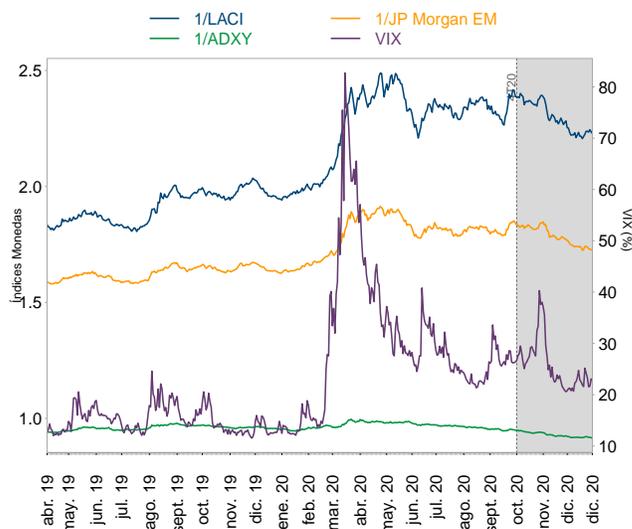
Pais	4T 2020	2020	Pais	4T 2020	2020
Monedas Principales			Asia		
Eurozona	-4,7%	-8,9%	Corea del Sur	-7,2%	-6,0%
Gran Bretaña	-5,1%	-3,8%	India	-0,6%	2,8%
Australia	-6,8%	-9,0%	Hong Kong	0,0%	-0,5%
Nueva Zelanda	-8,1%	-6,6%	China	-3,9%	-6,6%
Canadá	-4,2%	-2,4%	Malasia	-2,9%	-1,7%
Suecia	-8,5%	-12,3%	Tailandia	-5,2%	-0,1%
Suiza	-4,3%	-9,1%	Indonesia	-5,6%	0,9%
Japón	-2,2%	-5,2%	I/ADXY	-3,6%	-3,8%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-11,2%	4,7%	Islandia	-8,3%	4,6%
Brasil	-7,4%	29,1%	Rusia	-4,3%	19,9%
México	-10,0%	5,1%	Polonia	-3,5%	-1,9%
Argentina	10,5%	40,5%	Turquía	-4,3%	24,1%
Perú	0,5%	9,1%	Israel	-6,1%	-7,0%
Chile	-9,2%	-5,3%	Sudáfrica	-12,8%	3,5%
I/LACI	-6,7%	14,5%			

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

Durante el trimestre la mayoría de monedas de América Latina se apreciaron frente al dólar: el peso colombiano (11,2 %), el peso mexicano (10 %), el peso chileno (9,2 %) y el real brasilero (7,4 %); mientras que

²⁰Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro pondera 57,6 %; el yen japonés 13,6 %; la libra esterlina 11,9 %; el dólar canadiense 9,1 %; la corona sueca 4,2 % y el franco suizo 3,6 %.

Gráfico 26: VIX vs índices de monedas



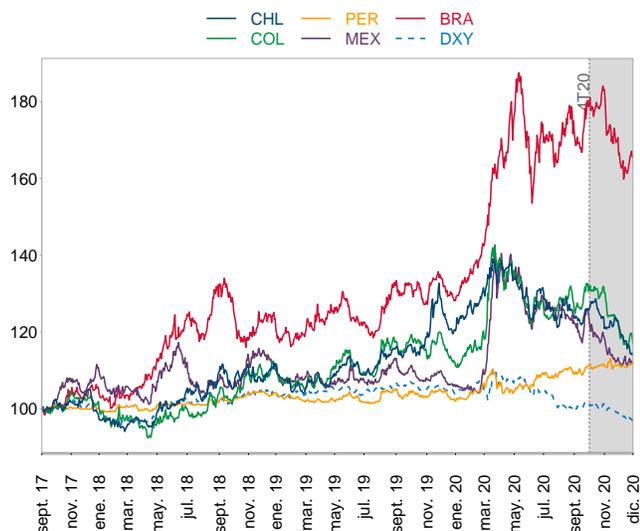
Fuente: Bloomberg.

se depreciaron el peso argentino (10,5 %) y el sol peruano (0,5 %) (Gráfico 27). El comportamiento de las monedas de la región estuvo explicado por: i) un mayor apetito por riesgo de los inversionistas; ii) el alza del precio de algunos *commodities* como el petróleo y el cobre; y iii) factores idiosincráticos.

En este período, las tasas de cambio de Colombia y México frente al dólar alcanzaron niveles no observados desde finales de febrero e inicios de marzo de este año, respectivamente; la tasa de cambio de Brasil alcanzó niveles no vistos desde junio y la del peso chileno se ubicó en su nivel más bajo frente al dólar en el 2020. En contraste, el sol peruano se debilitó y marcó una tasa récord histórico como consecuencia de la crisis política.

Después del peso colombiano, el peso mexicano lideró las apreciaciones de las monedas de la región. Entre los factores idiosincráticos que contribuyeron al fortalecimiento de la moneda mexicana, se destacan la presentación del plan de inversiones en proyectos de infraestructura y energía con participación del sector privado y el optimismo tras el triunfo de Joe Biden en las elecciones presidenciales estadounidenses, lo cual

Gráfico 27: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

podría representar una mejora en las relaciones entre México y EE.UU.

Iniciando el trimestre, el peso chileno se debilitó en medio de la incertidumbre por el plebiscito, el resurgimiento de manifestaciones sociales y la discusión en el Congreso sobre la propuesta de una segunda ola de retiros de ahorros pensionales. Luego, desde mediados de octubre, la moneda se fortaleció ante la publicación de indicadores económicos positivos del país²¹. Así mismo, la moneda se vio favorecida por el aumento del precio del cobre (especialmente desde la última semana de noviembre) y las expectativas de monetizaciones de las administradoras de fondos de pensiones.

En el caso de Brasil, inicialmente el real brasileño se debilitó debido a las preocupaciones en torno a un mayor gasto público que sobrepase los límites fiscales establecidos. No obstante, a partir de noviembre el real se fortaleció ante las señales de que el gobierno no aumentaría el gasto con un nuevo programa social y en menor medida por los buenos resultados de PMI del

²¹Como el déficit de cuenta corriente en septiembre en niveles inferiores a los esperados y el crecimiento del PIB del 3T20 que presentó una expansión de 5,2% con respecto al trimestre anterior

país de octubre (en especial el indicador referente a sector de servicios que se ubicó en 52,3). Sin embargo, la apreciación de la moneda estuvo contenida tras conocerse el dato del PIB de 3T20 que cayó más de lo esperado²² y como consecuencia de la incertidumbre política luego que finalizara el 2020 sin el trámite de algunos proyectos fiscales.

Finalmente, en cuanto a Perú, a pesar del incremento del precio del cobre, la moneda se vio afectada por los riesgos políticos locales, en medio de los debates en el Congreso del proyecto de ley de retiro anticipado de pensiones y la admisión de la moción de vacante presidencial contra el presidente Martín Vizcarra.

Con respecto al promedio registrado en el 3T20, en el 4T20 la volatilidad condicional promedio disminuyó para todas las monedas de los países de la región analizados a excepción del peso colombiano. Durante el trimestre, el real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad, seguida por la del peso mexicano, el peso colombiano, el peso chileno, y el sol peruano (Gráfico 28).

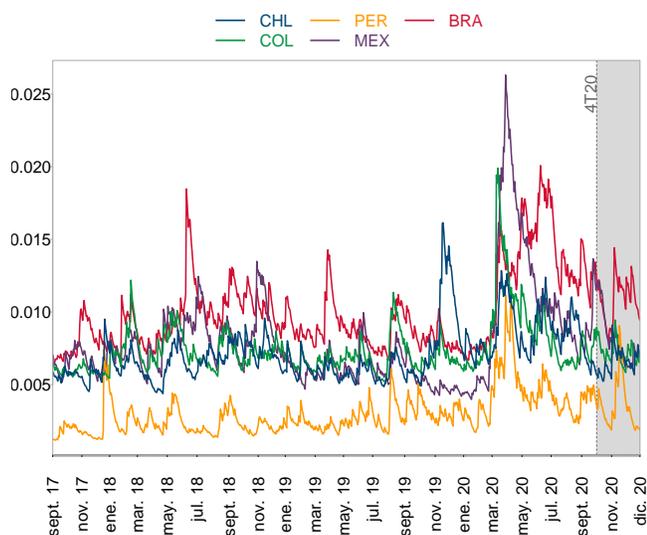
En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre los Bancos Centrales de los países de la región analizados realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos. En Brasil, el Banco Central de Brasil (BCB) realizó operaciones de venta en el mercado *spot* y en *Non-Delivery Cross Currency Swap*, por un total de USD 2.919 millones (m) y USD 89 m, respectivamente. Así mismo, tuvo una posición vendedora a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por un monto de USD 1.600 m (Cuadro 2).

En Chile, el Banco Central de Chile (BCCh) presentó una posición compradora en *forward NDF* por USD 350 m, debido a vencimientos de forwards de venta. Con esto el BCCh finalizó su programa de ventas de *forward NDF* (Cuadro 3).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tu-

²²El PIB del 3T20 marcó una contracción de 3,9% en relación con el mismo período de 2019.

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



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

vo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 183 m y en *Non-Delivery Cross Currency Swap* por un monto de USD 782 m. Adicionalmente, el BCRP realizó ventas de dólares a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 358 m (*Cuadro 4*).

Por su parte, durante el trimestre, el Banco de México (Banxico) continuó con las renovaciones del saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*). Así mismo, se llevaron a cabo dos subastas de crédito en dólares en diciembre para renovar los vencimientos de las operaciones celebradas en septiembre. En total se adjudicaron USD 1.130 m y se vencieron USD 1.815 m en estas subastas (*Cuadro 5*).

Finalmente, el Banco de la República tuvo una posición compradora en *forward NDF* por USD 378 m, debido a vencimientos de las operaciones de venta que no fueron renovados. Adicionalmente, el 2 de diciembre el Banco le compró al Gobierno USD 1.500 m a la TRM vigente (*Cuadro 6*).

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

	Compras netas de contado (A)	FX-Repos y CCS (B)*	Repos con títulos denominados en dólares (C)**	Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***	Cambio en la posición cambiaria (A+D)
3T20	-3.032	6.950	205	-1.269	-4.301
Oct	-1.602	0	0	107	-1.495
Nov	-787	400	0	-334	-1.121
Dic	-530	-2.000	0	138	-392
4T20	-2.919	-1.600	0	-89	-3.008
2020	-24.768	3.600	0	-23.291	-48.059

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos
 *Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tiene un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.
 **Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales.
 ***Denominados por el BCB como FX-interest rate swaps o FX swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

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

	Compras netas de contado (A)	FX Repos (B)*	Venta Forward NDF (C)	Cambio en la posición cambiaria (A+C)
3T20	0	0	3.325	3.325
Oct	0	0	350	350
Nov	0	0	0	0
Dic	0	0	0	0
4T20	0	0	350	350
2020	-100	190	4.240	4.140

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.
 *El BCCh se refiere a este instrumento como compras swap de divisas. Altera temporalmente el nivel de reservas.

5.2 Mercado cambiario colombiano

En el 2020 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se depreció 4,7 %, siguiendo el comportamiento del precio del petróleo²³. Durante el 4T20 la tasa de cambio peso colombiano-dólar se apreció un 11,2 % en línea con el comportamiento de las demás monedas de la región y el aumento del precio del petróleo. Adicionalmente, el peso estuvo influenciado por la ratifica-

²³En el año la correlación entre la tasa de cambio y el Brent fue de -0,92.

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

	Compras netas de contado (A)	Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*	CDR's (C)	CDL's (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)
3T20	-1	-265	-727	0	-993
Oct	-22	-503	-519	0	-1.044
Nov	0	-356	-103	0	-459
Dic	-161	77	264	0	180
4T20	-183	-782	-358	0	-1.323
2020	-159	-1.817	-1.768	0	-3.744

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. Se tienen en cuenta los vencimientos y las renovaciones.

*Denominados por el BCRP como Swaps Cambiario de Venta (o de Compra). No afecta el nivel de reservas internacionales.

**Tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

Cuadro 5: Intervención cambiaria del Banxico

	Compras netas de contado (A)*	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF(C)*	Subasta de crédito en USD (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
3T20	0	0	0	3.095	0
Oct	0	0	0	0	0
Nov	0	0	0	0	0
Dic	0	0	0	685	0
4T20	0	0	0	685	0
2020	0	0	-1.991	-1.130	-1.991

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

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

**Los recursos provienen de la línea swap que estableció el BCM con la Fed el 19 de marzo de 2020 por hasta USD 60.000 m, por lo que no altera el nivel de reservas.

ción de la calificación del país por parte de las distintas agencias calificadoras²⁴ y expectativas de monetizaciones del Gobierno dado el desembolso de parte de la línea de crédito flexible con el FMI (Gráfico 29).

En el mercado *forward* peso-dólar²⁵ el monto pro-

²⁴El 28 de octubre la agencia calificadora S&P mantuvo la calificación de deuda en moneda local a largo plazo en *BBB-* con perspectiva negativa. El 6 de noviembre Fitch Ratings ratificó la calificación crediticia de la deuda a largo plazo de Colombia en *BBB-* con perspectiva negativa. El 3 de diciembre la calificadora Moody's confirmó la calificación de Colombia en *Baa2* y cambió la perspectiva de estable a negativa.

²⁵Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones

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

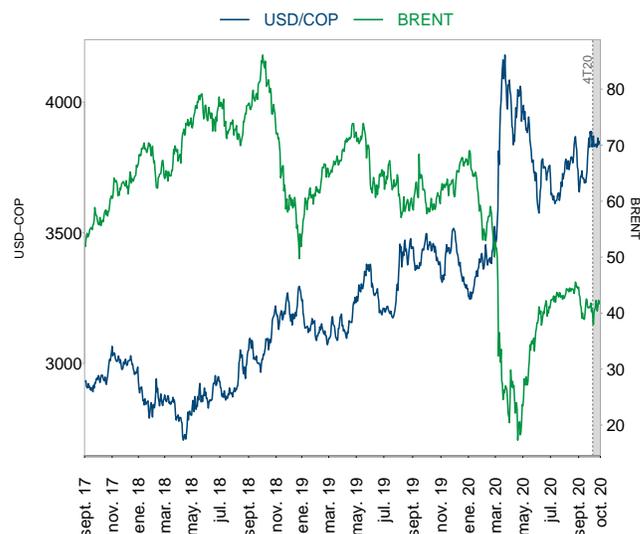
	Compras netas de contado (Gobierno) (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos* (D)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
3T20	0	0	883	0	883
Oct	0	0	199	0	199
Nov	0	0	137	0	137
Dic	1.500	0	43	0	1.543
4T20	1.500	0	378	0	1.878
2020	3.500	0	-91	0	3.409

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

Nota: Tiene en cuenta vencimientos y renovaciones.

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

Gráfico 29: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

medio diario negociado en el 4T20 se ubicó en USD 2.309 m, mayor al observado en el 3T20 y al de un año atrás²⁶. Así mismo, al analizar los montos de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio negociado en contratos *forward* aumentó

entre IMC con sus clientes.

²⁶Promedios diarios: 3T20: USD 2.246 m, 4T19: USD 2.046 m. Fuente: Banco de la República.

durante el 4T20 respecto al 3T20 y al de un año atrás, ubicándose en USD 4.293 m²⁷.

En cuanto al mercado *spot* peso-dólar²⁸ el promedio diario de negociación²⁹ durante el 4T20 fue de USD 1.181 m, cifra levemente superior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD 1.158 m) e inferior a la observada durante el mismo periodo hace un año (4T19: USD 1.399 m).

Por otra parte, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) disminuyeron de USD 24,8 mm en el 3T20 a USD 23,5 mm en el 4T20 (Gráfico 30). Con respecto a los derivados estandarizados, durante el 4T20 se negociaron un total de 47.130 futuros de TRM³⁰, volumen inferior al negociado durante el 3T20 (59.056 contratos), por un monto total de USD 2.356,5 m.

Respecto a los mini futuros de TRM³¹, se negociaron un total de 5.126 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (4.438 contratos), por un monto total de USD 25,6 m (Gráfico 30). Por otra parte, se negociaron 14 contratos de opciones de TRM por un monto de USD 0,70 m.

En este mismo periodo, la diferencia promedio entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a un mes y la devaluación teórica³² continuó disminuyendo. La disminución desde julio puede estar asociada a la oferta de dólares en el mercado *forward* del sector real con IMC entre julio y septiembre y de los agentes *offshore* a partir de octubre (Gráfico 31).

En adición a lo anterior, al analizar las operaciones

²⁷Promedios diarios: 3T20: USD 3.944 m, 4T19: USD 3.850 m. Fuente: Banco de la República.

²⁸Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones de registro.

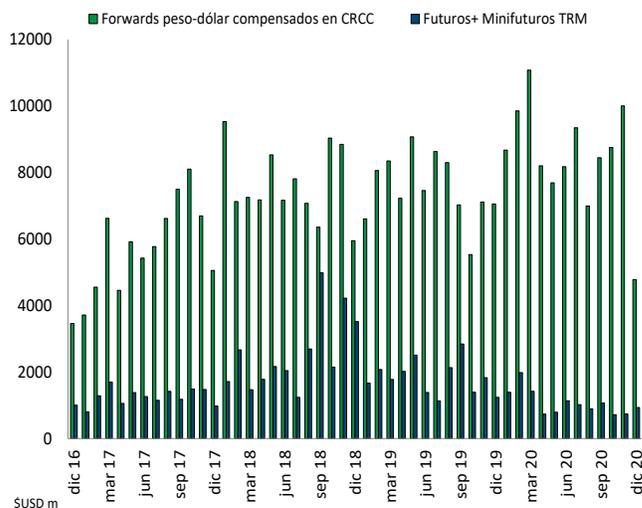
²⁹Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

³⁰Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

³¹Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

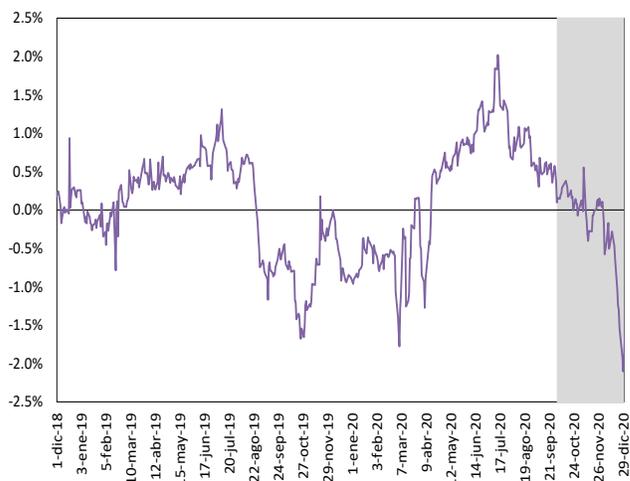
³²Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días.

Gráfico 30: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 31: Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)



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

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

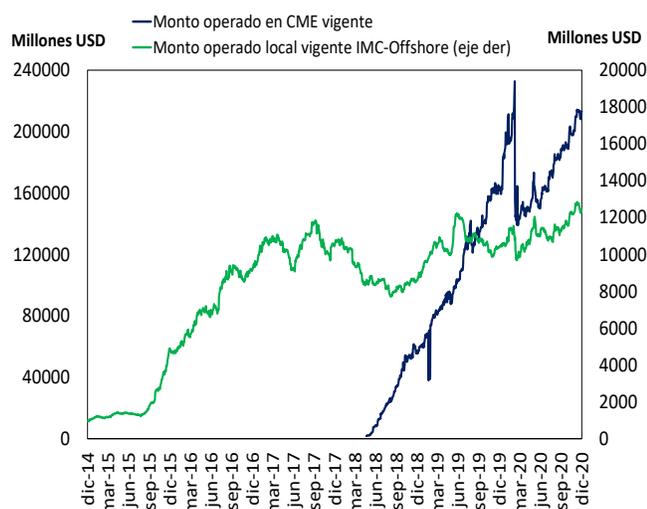
COP – OIS³³ negociadas en *Chicago Mercantile Ex-*

³³El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap - OIS el cual es un contrato swap de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija en por un índice de tasa de interés de referencia flotante (IBR overnight

change (CME), el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 872,4 m, cifra inferior al volumen promedio diario transado durante el 3T20 (USD 1.311,8 m). El saldo vigente de este tipo de operaciones en el CME al 31 de diciembre de 2020 se ubicó en USD 213.126 m (el saldo vigente promedio durante el 4T20 se ubicó en USD 199.826 m). Por su parte, el saldo vigente promedio de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior alcanzó los USD 12.093,3 m en el 4T20, mientras el promedio durante el 3T20 se ubicó en USD 11.164,9 m.

Adicionalmente se destaca que, tras la caída del saldo vigente de estos contratos en CME observada a inicios de año, el saldo se ha recuperado durante los últimos dos trimestres, acercándose al nivel máximo alcanzado el 9 de marzo de 2020 (USD 232.688 m) (Gráfico 32).

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



Fuente: CME, reportes enviados por los IMC al Banco de la República. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de las operaciones de compra y venta menos vencimientos. Para calcular el monto operado local vigente se tienen en cuenta las operaciones de swaps que intercambien flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo a la duración del contrato (de 1 a 20 años, se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

do con las cifras de la balanza cambiaria³⁴, en el 4T20 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 2.653 m, de los cuales USD 2.694 m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD 41 m a egresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 601 m, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 6.520 m, reintegros netos de capital oficial por USD 2.857 m y entradas por otras operaciones especiales por USD 3.062 m.

En el 4T20 en la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta³⁵ por USD 1.380 m, por inversión extranjera de portafolio neta³⁶ por USD 1.050 m, por préstamo neto por USD 969 m, y se observaron salidas netas de divisas por operaciones especiales del sector privado por USD 9.919 m³⁷.

Frente a los flujos presentados en el 3T20, se destacan las menores salidas de divisas en la cuenta de capital (3T20: salidas por USD 2.894 m vs. 4T20: salidas por USD 601 m), las cuales estuvieron explicadas principalmente por mayores ingresos por concepto de inversión extranjera de portafolio neta (3T20: salidas por USD 204 m vs. 4T20: entradas por USD 1.050 m) y por operaciones especiales (3T20: salidas por USD 542 m vs. 4T20: entradas de USD 3.062 m).

6 Mercado monetario y renta fija

³⁴La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

³⁵Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

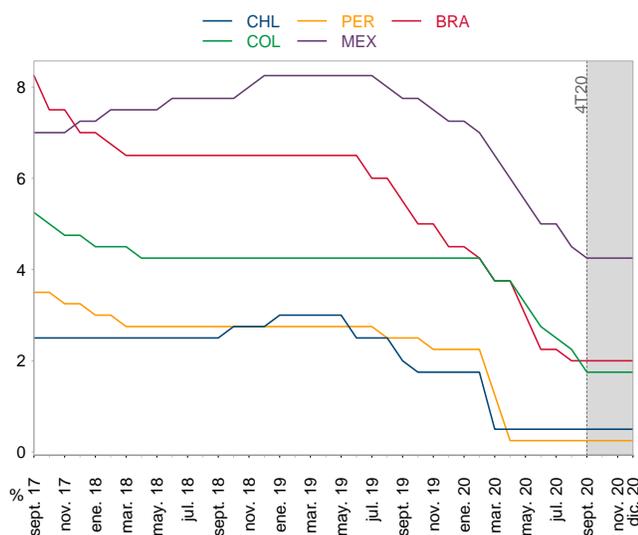
³⁶Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

³⁷Registra 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.

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 4T20, los bancos centrales de la región mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos históricos, excepto el Banco de México (Banxico) que mantuvo su tasa de política en 4,25 %, un nivel alto comparado con sus pares de la región. Sin embargo, durante el año el Banxico fue el banco que más recortó su tasa de interés en la región (300 pb) como respuesta al choque ocasionado por el Covid-19. Por su parte, los bancos centrales de Colombia, Brasil, Chile y Perú también respondieron a este choque mediante, entre otras medidas, recortes de sus tasas de intervención en 250 pb, 300 pb, 125 pb y 200 pb, respectivamente (Gráfico 33 y Cuadro 7).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

A nivel local, durante el trimestre la Junta Directiva del Banrep (JDBR) mantuvo su tasa de política inalterada en 1,75 %, un mínimo histórico, luego de haberla recortado en 250 pb durante el año. Durante su reunión de diciembre, cinco miembros de la JDBR votaron por mantener la tasa inalterada mientras que los dos miembros restantes votaron por una reducción adicional de 25 pb. De acuerdo con el comunicado del Banrep, esta decisión tomó en consideración que:

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

País	Variación 4T20*	TPM Dic-20**
COL	0	1,75 %
BRL	0	2,00 %
MEX	0	4,25 %
PER	0	0,25 %
CHL	0	0,50 %

Fuente: Bloomberg.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 30 de septiembre y el 31 de diciembre de 2020.

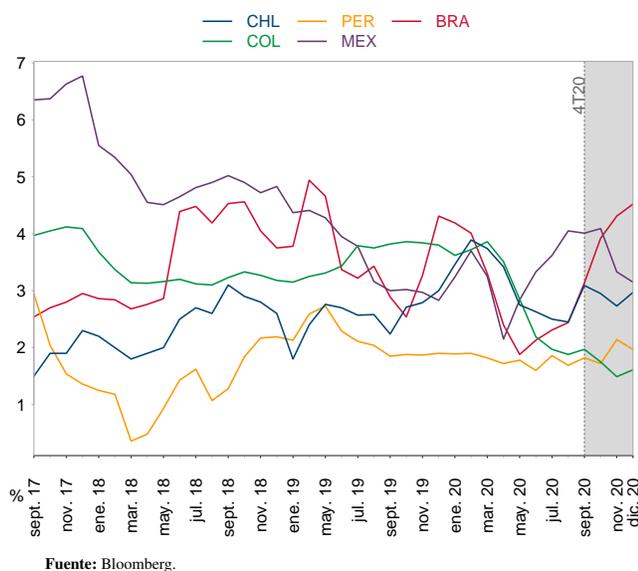
** Nivel al cierre de diciembre de 2020.

- La inflación de noviembre fue de 1,49 % menor a lo esperado por analistas y autoridades económicas.
- La proyección de la trayectoria de la inflación prevé niveles bajos durante el primer trimestre de 2021 y una aceleración posterior durante el resto del año.
- Las expectativas de inflación para fin de 2021 y 2022 son de 2,7 % y 3 % respectivamente.
- Los indicadores de crecimiento económico más recientes confirman la recuperación de la actividad y se espera que esta evolución continúe en el 2021.
- La cartera de crédito y las tasas de interés siguen respondiendo a los estímulos de política monetaria.
- Las condiciones financieras externas se mantienen favorables para la financiación de la economía colombiana.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia ésta continuó reduciéndose durante el 4T20, se ubicó nuevamente por debajo del límite inferior del rango meta del Banco (2 % - 4 %) durante los últimos tres meses del año y alcanzó en noviembre un nivel mínimo histórico (1,49 %). Este comportamiento estuvo asociado principalmente a la debilidad de la demanda, la cual se vio reflejada en rubros como el de educación superior ante las importantes reducciones de las tarifas por parte de las instituciones universitarias. En

los demás países de la región se observó un comportamiento divergente. Por un lado, la inflación continuó fluctuando alrededor del punto medio del rango meta en Chile y Perú. En México, la inflación corrigió desde un nivel por encima del rango objetivo del Banxico en septiembre hasta ubicarse cerca a la meta en diciembre. De esta manera, se espera que las próximas lecturas de inflación continúen evidenciando que el aumento del 3T20 fue un evento transitorio, lo cual permitiría al Banxico continuar reduciendo su tasa de política. Por el contrario, la inflación en Brasil pasó de ubicarse en la parte inferior del rango meta del Banco Central de Brasil (BCB) a culminar el año en la parte superior del mismo. Esto último ha llevado a mayores expectativas de un aumento de la tasa de intervención por parte del BCB durante los próximos meses (Gráfico 34 y Cuadro 8).

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 2020 la JDBR disminuyó su tasa de interés en 250 pb (de 4,25 % a 1,75 %), además adoptó un conjunto de medidas encaminadas a reforzar la liquidez del sistema de pagos, garantizando el adecuado

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2020

País	Sep 2020	Dic 2020	Rango meta 2020*
COL	1,97 %	1,61 %	2,00 % - 4,00 %
BRA	3,14 %	4,52 %	2,50 % - 5,50 %
CHL	3,10 %	3,0 %	2,00 % - 4,00 %
MEX	4,01 %	3,15 %	2,00 % - 4,00 %
PER	1,82 %	1,97 %	1,00 % - 3,00 %

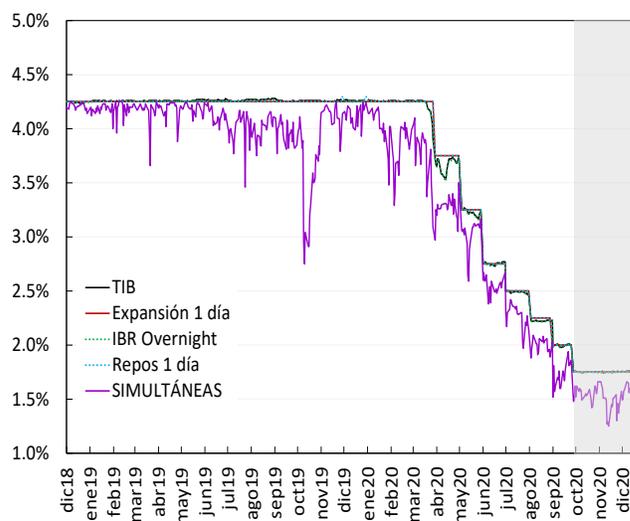
Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

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

funcionamiento de la economía y así contribuyendo a que las empresas, los hogares y el sistema financiero se afecte lo menos posible ante las consecuencias que trajo consigo la expansión del Covid-19.

En el 4T20 la JDBR mantuvo su tasa de interés en 1,75 %. En este periodo la tasa IBR *overnight*, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia (Gráfico 35). La tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de referencia lo que pudo estar motivado por un mayor apetito de algunos agentes de cubrir operaciones en corto.

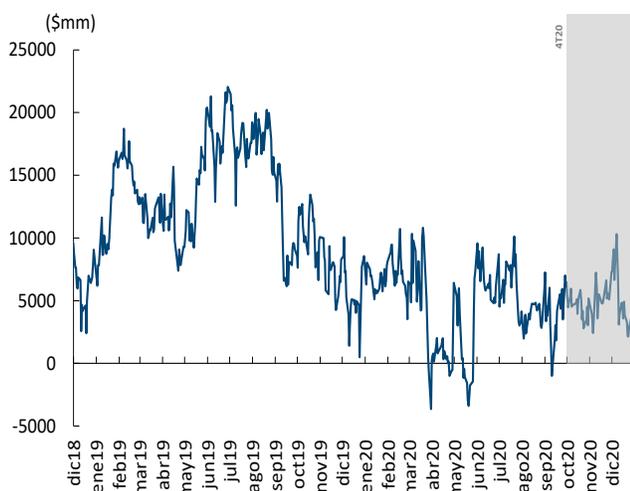
Gráfico 35: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



Durante el 4T20 la posición del Banco con el sistema financiero fue acreedora. El promedio diario de la po-

sición neta se ubicó en COP 4.765 mm cifra superior al promedio diario observado durante el 3T20 (COP 4.691 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 7 de diciembre, momento en el cual se registró un nivel de COP 11.525 mm (Gráfico 36). Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 3.122 (cifra inferior al saldo máximo de COP 5.672 mm observado en el 3T20).

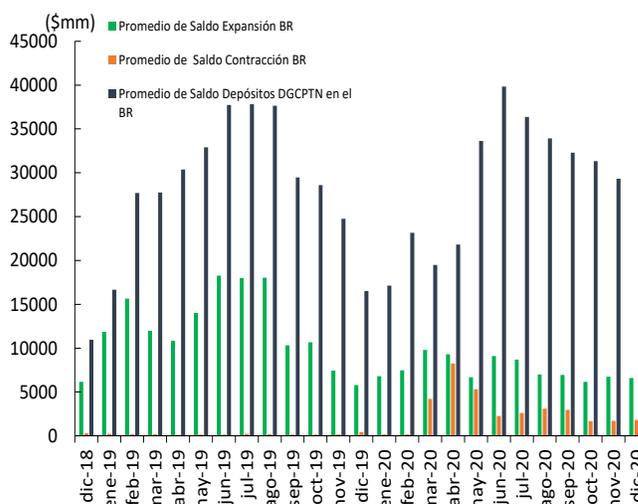
Gráfico 36: Posición neta del BR en el mercado monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, durante el 4T20 el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación en el Banco de la República se ubicó en COP 29.306 mm cifra inferior al promedio observado durante el 3T20 (COP 34.209 mm) (Gráfico 37), lo cual pudo estar asociado a las transferencias y pagos que hace el gobierno normalmente a final de año.

Gráfico 37: Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2020



Fuente: Banco de la República. Nota: Información al 30 de diciembre de 2020. El saldo de disponibilidades de la DTN en el BR incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

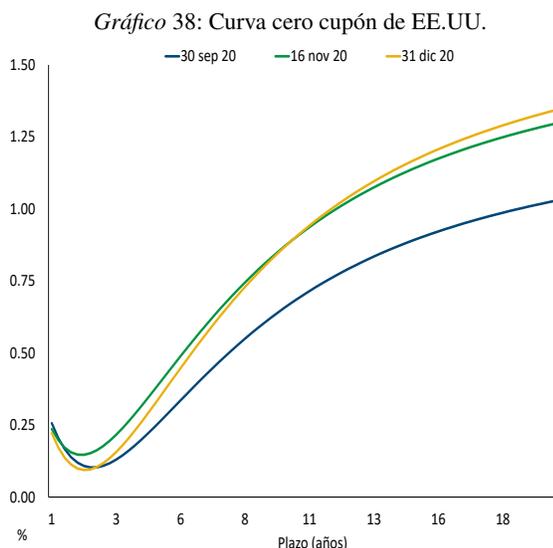
6.3 Mercado de deuda pública

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

En 2020, las curvas de rendimientos de EE.UU. y los demás países de la región se empujaron ante valorizaciones del tramo corto superiores a las valorizaciones del tramo largo. El comportamiento del tramo corto se explica por los recortes de las tasas de política por parte de los bancos centrales de estos países durante el año. Por su parte, el tramo largo de las curvas también se vio favorecido por las medidas de política adoptadas por los bancos centrales, aunque en menor medida dada la alta volatilidad ante la incertidumbre en los mercados internacionales durante el año, consecuencia del Covid-19. Por el contrario, el tramo largo de la curva de Brasil se desvalorizó durante el año como consecuencia de la incertidumbre ante la posibilidad de que el gasto público supere los límites fiscales establecidos.

Durante el 4T20, la curva de EE.UU. continuó empujándose ante desvalorizaciones importantes del tramo largo. Este comportamiento se dio principalmente como consecuencia de las expectativas de mayor estímulo fiscal ante las negociaciones de un nuevo paquete de estímulo en el Congreso durante el trimestre y las elecciones presidenciales donde el candidato demócrata resultó ganador. Por su parte, el tramo corto presentó leves cambios durante el trimestre ante las expectativas de que la Reserva Federal mantenga el rango de los Fondos Federales en el nivel actual durante un tiempo prolongado con el fin de soportar la recuperación económica (*Gráfico 38*).

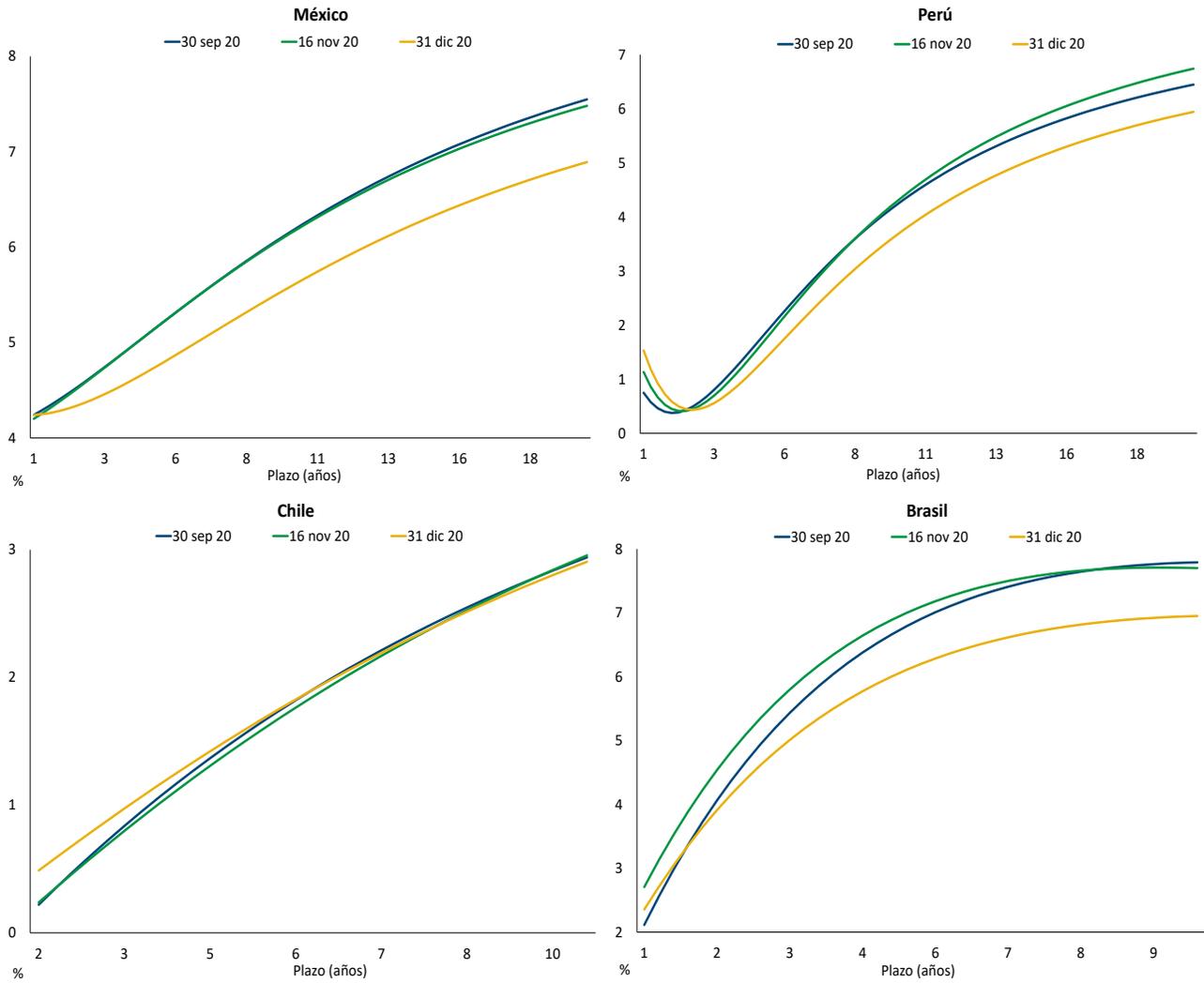
aprobación en el Congreso de una segunda ronda de retiros de los fondos de pensiones (*Gráfico 39*).



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a las curvas de los países de la región, en el 4T20 estas presentaron un aplanamiento en su mayoría ante valorizaciones del tramo largo. Estas valorizaciones se explican por el mayor apetito por activos riesgosos como consecuencia del mayor optimismo a nivel global durante el trimestre. Por su parte, los tramos cortos de las curvas presentaron ligeras variaciones ante las expectativas de que haya pocos cambios en la orientación de la política monetaria durante los próximos meses en la mayoría de los países de la región. En el caso de Chile, el mayor apetito internacional se vio contrarrestado por el trámite y posterior

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 30 de septiembre y el 31 de diciembre del 2020 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de COP 338,9 billones a COP 348,0 billones. En el trimestre se emitieron COP 10,0 billones³⁸ de TES de largo plazo de los COP 44,1 billones aprobados para 2020 (de los cuales, en total, se colocaron COP 43,0 billones). Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2020 fue de COP 23 billones y al 30 de diciembre se habían expedido COP 13,0 billones y cancelado COP 17,3 billones.

A continuación se describen algunos eventos relevantes que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

Durante el trimestre se publicaron los datos de inflación de septiembre, octubre y noviembre del 2020, los cuales se ubicaron por debajo de las expectativas del mercado para los meses de octubre y noviembre, y por encima de lo esperado en el caso del dato de inflación de septiembre³⁹.

El 19 de octubre, las plenarias del Senado y Cámara aprobaron el Presupuesto General de la Nación (PGN) para 2021 por COP 314 billones, con el rubro de in-

³⁸Valores nominales. COP 7,8 billones de TES en pesos y COP 2,2 billones de TES UVR.

³⁹El Dane publicó el 5 de octubre la variación del índice de precios al consumidor en septiembre, ubicándose en 0,32% mes a mes, por encima del dato de la encuesta del BR (0,11%), de las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,12%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,23%). La variación anual fue 1,97% (esp: 1,76%). Posteriormente, el 5 de noviembre esta entidad dió a conocer la variación del índice de precios al consumidor en octubre, el cual se ubicó en -0,06% mes a mes, por debajo del dato de la encuesta del Banrep (0,14%), de las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,15%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,16%). La variación anual fue 1,75% (esp: 1,96%). Por último, el Dane publicó el 5 de diciembre la variación del índice de precios al consumidor en noviembre, la cual se ubicó en -0,15% mes a mes también por debajo del dato de la encuesta del Banrep (0,08%), de las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,06%) y de la inflación registrada en el mismo mes del año 2019 (0,1%). La variación anual fue 1,49% (esp: 1,71%).

versión más alto registrado en la historia por COP58,6 billones, orientado a la reactivación de la economía.

El 21 de octubre, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció que adelantaría la séptima operación de manejo de deuda interna en lo que iba del año, en esta ocasión con las instituciones integrantes del Programa de Creadores de Mercado. El MHCP indicó que recibiría TES UVR con vencimiento en 2021 y TES Pesos con vencimiento en 2022, y entregaría TES UVR con vencimiento en 2027, 2029, 2033, 2035 y 2037 y TES Pesos con vencimiento en 2027, 2032 y 2034. Posteriormente, el 23 de octubre el MHCP publicó que la operación había alcanzado un monto de COP 2 billones, correspondiente al 70% del total de las ofertas de intercambio recibidas.

El 6 de noviembre la agencia calificadora de riesgo Fitch Ratings ratificó la calificación crediticia de la deuda a largo plazo de Colombia en *BBB-* con perspectiva *negativa*, señalando una sólida trayectoria de políticas macroeconómicas prudentes que habían asegurado la estabilidad macroeconómica y financiera, y respaldado la resiliencia de la economía. No obstante, junto con la decisión la entidad resaltó la importancia de aumentar los ingresos para lograr la consolidación fiscal en el mediano plazo que permita estabilizar y posteriormente reducir la deuda, tras el choque de la pandemia. La firma detalló que la calificación está acotada por la alta dependencia de la economía a los productos básicos, una carga de deuda pública en aumento, debilidades estructurales en términos de un PIB per cápita más bajo e indicadores de gobernanza más débiles en comparación con nuestros pares.

El Comité Consultivo de la Regla Fiscal se reunió el día 13 de noviembre con el fin de realizar seguimiento a las finanzas públicas. En particular, el MHCP revisó la proyección contenida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo para 2020, estimando una contracción del PIB de 6,8% para 2020 y una expansión de 5,0% para 2021 (frente a sus estimaciones previas de -5,5% y 6,6%, respectivamente). En consecuencia, el déficit fiscal proyectado para 2020 se ubicó en 8,9% del PIB, y en 7,6% del PIB para 2021 (vs. 8,2% y 5,1%,

respectivamente). Esta actualización frente a lo planteado en junio reflejó la duración más prolongada de los efectos de la pandemia.

El 17 de noviembre el Dane informó que el PIB durante el 3T20 presentó una contracción de 9% (ant. -15,8%) y se ubicó por debajo del 3,3% que experimentó en el 3T19. De esta manera, al completar dos trimestres consecutivos con variaciones negativas, Colombia entró en un periodo de recesión. De acuerdo con esta entidad, los sectores de comercio, construcción y explotación de minas y canteras explicaron una caída de 6,9 puntos porcentuales de la variación anual. Por su parte las actividades de agricultura, financieras e inmobiliarias presentaron variaciones positivas.

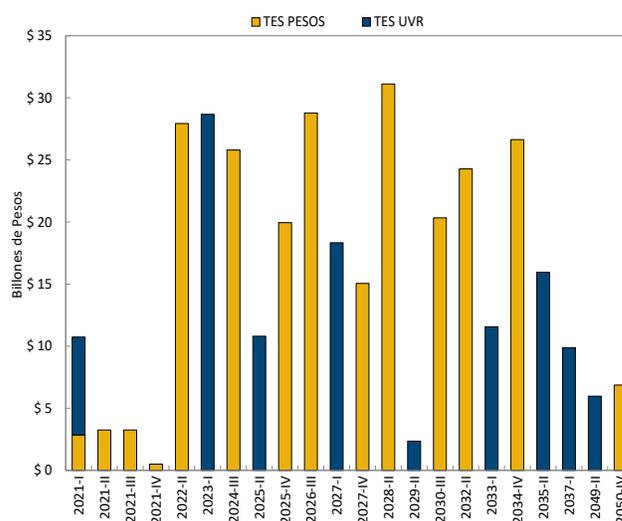
Por último, el 3 de diciembre la agencia calificadora de riesgo Moody's confirmó la calificación de Colombia en *Baa2* pero cambió la perspectiva de *estable* a *negativa*. Su decisión estuvo respaldada por el historial del gobierno de políticas macroeconómicas prudentes que respaldan la capacidad de la economía para soportar choques; sin embargo, el cambio en la perspectiva reflejó los riesgos asociados a los efectos económicos y fiscales del impacto del coronavirus, que podrían dejar un impacto duradero en la fortaleza fiscal y el perfil crediticio en general. Adicional a lo anterior, esta calificadora indicó que la trayectoria de las métricas de Colombia dependerá del éxito de los esfuerzos del Gobierno en la implementación de un programa de ajuste fiscal completo.

Moody's señaló que los riesgos de vulnerabilidad externa se han mantenido contenidos a pesar del choque externo experimentado en 2020, y destacó que el déficit en cuenta corriente se ha reducido. Por otro lado, consideró que la estrategia de financiamiento del Gobierno ha sido eficaz para minimizar los riesgos financieros al diversificar las fuentes de financiamiento y limitar los aumentos en los costos de endeudamiento. Además, la calificadora actualizó sus proyecciones macroeconómicas proyectando una caída de 7,2% del PIB para 2020 (ant. -7,3%), mientras que para 2021 espera un crecimiento de 4,8% (ant. 5,3%); sobre el déficit fiscal previó que terminará el 2020 en 9,7% del

PIB (ant. 9,2%) y para 2021 en 7,6% del PIB (ant. 5,1%); en cuanto a la inflación, mantuvo su pronóstico para 2020 en 2% pero redujo su proyección para 2021 de 3,2% a 2,8%.

En el 4T20 se presentaron vencimientos de TES en pesos por un valor cercano a COP 3,85 billones y, con datos al 31 de diciembre, se proyectan vencimientos para el 2021 por COP 17,73 billones correspondientes al 5,13% del saldo en circulación. En el *Gráfico 40* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 40: Proyección de vencimientos TES



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

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre del trimestre con las del cierre del trimestre anterior, estas presentaron variaciones de 3 pb, -9 pb y -22 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente⁴⁰ (*Gráficos 41* y *42*). Por su parte, los TES UVR presentaron variaciones de -48 pb, -39 pb y -41 pb para estos mismos plazos (*Gráfico 43*).

El comportamiento de la deuda pública estuvo en línea con las valorizaciones observadas en el segundo y ter-

⁴⁰Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

cer trimestre del año de tal manera que, al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos entre el cierre del 2019 y el del 2020, estas presentaron variaciones de -215 pb, -129 pb y -66 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente; al tiempo que las de los TES UVR variaron -77 pb, -74 pb y -36 pb para estos mismos plazos. Lo anterior correspondió principalmente a las correcciones frente al choque adverso registrado en el 1T20 por el efecto de la propagación del coronavirus sobre la economía global y la fuerte caída de los precios del petróleo. Estas valorizaciones estuvieron en línea con el mayor apetito por activos riesgosos y expectativas de una normalización gradual de la actividad económica tanto a nivel local como global. Además, también fueron soportadas por los recortes en la tasa de política monetaria y, en el caso particular de los TES denominados en pesos, por la demanda importante de inversionistas extranjeros en el segundo semestre del año.

Por su parte, durante el 4T20 las valorizaciones en la parte media y larga de la curva de rendimientos de los TES denominados en pesos tuvieron lugar particularmente hacia al final del periodo ante la demanda importante de las entidades públicas por estos títulos en un escenario de baja liquidez. Adicionalmente, los analistas del mercado también atribuyeron las valorizaciones de diciembre a los mejores pronósticos sobre la recuperación de la economía china y su efecto sobre el comportamiento de los *commodities*, y a expectativas de posibles entradas de inversionistas extranjeros favorecidos por el *carry-trade* y por la alta liquidez en los mercados internacionales. Las valorizaciones en el tramo largo de la estructura a término de los TES Pesos también incorporaron la demanda importante de los inversionistas extranjeros a lo largo del periodo, en línea con lo observado en el transcurso del 3T20.

Por su parte, las mayores valorizaciones de los TES UVR incorporaron correcciones frente a unas desvalorizaciones importantes que se observaron entre marzo y abril de 2020, y llevaron a que las tasas reflejaran con mayor precisión sus fundamentales.

En línea con lo anterior, la inflación implícita (*Break-*

Even Inflation, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR tuvieron variaciones de 51 p.b, 30 pb y 19 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 30 de diciembre el BEI se ubicó en 2,32 %, 3,25 % y 3,65 % para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior reflejó las mayores valorizaciones (y el mayor empinamiento) de los tramos corto, medio y largo de la curva de los títulos de deuda pública denominados en UVR frente a las de los TES en pesos. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de septiembre contra las tasas promedio de diciembre, se observan variaciones del BEI de 40 p.b, 46 pb y 34 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

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

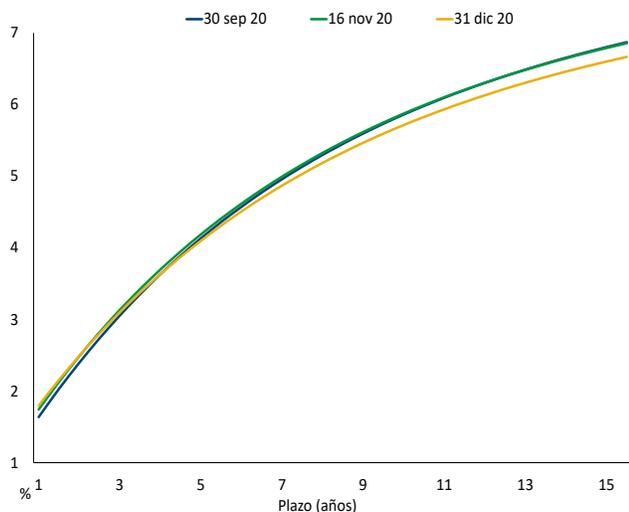


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Tal como se indicó, en el 4T20 continuó la demanda de los inversionistas extranjeros en deuda pública en el mercado de contado, de tal manera que registraron compras netas de TES pesos por COP 4.477 mm y ventas netas de TES UVR por COP 47 mm. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes incrementaron su posición compradora a través de contratos *Non Delivery Forward (NDF)*⁴¹ en TES pesos y

⁴¹Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el

Gráfico 42: Curva spot en pesos, Colombia



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

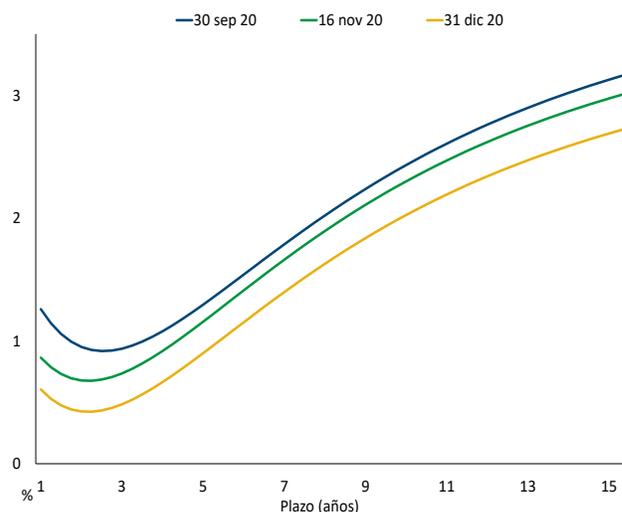
TES UVR en COP 1,0 billón y COP 1,7 billones, respectivamente. Así, en lo corrido del 2020 los flujos netos de estos inversionistas en TES pesos y TES UVR en el mercado de contado ascendieron a COP 11.280 mm y a COP -525 mm, respectivamente, contrastando con los registrados en el 2019 por COP -1.843 mm y a COP 727 mm, respectivamente. Por su parte, en el mercado a futuro estos agentes compraron en neto TES pesos y TES UVR por COP 2.115 mm y a COP 2.642 mm, respectivamente, mientras que el año anterior vendieron en neto COP 1.177 mm y COP 160 mm, respectivamente.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 4T20 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pe-

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

ros en circulación pasó de 34,9% a 36,1%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,8% a 1,7% (Gráficos 44 y 45). Sobre el saldo total de TES, su participación pasó de 24,2% a 25,1%, y el 31 de diciembre del 2019 esta se ubicaba en 24,4%.

Gráfico 43: Curva spot en UVR, Colombia



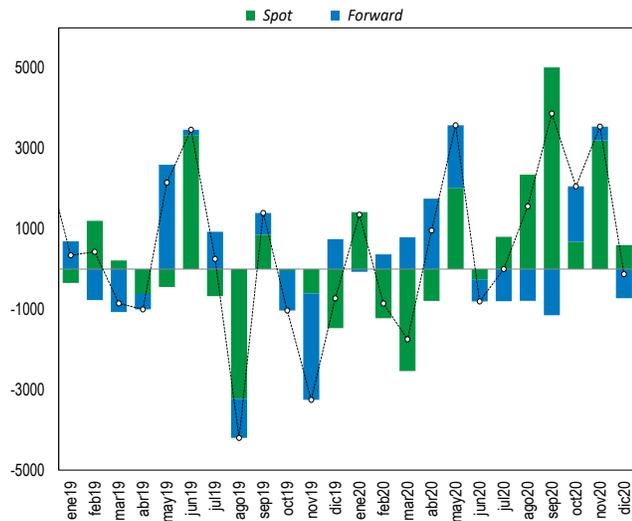
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

Durante el 4T20 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 3T20. El promedio diario de negociación fue COP 2,81 billones⁴², inferior a lo observado en el trimestre anterior (COP 3,11 billones) e inferior al mismo período del año 2019 (COP 3,15 billones) (Gráfico 47), en línea con el bajo dinamismo típico de fin de año. Los títulos más tranzados fueron aquellos que vencen en octubre del 2034, cuya participación pasó de 9% a 15% entre el 3T20 y el 4T20, seguidos de los que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 19% a 14%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva de rendimientos de los TES denominados en pesos fue el más negociado (Gráfico 46).

Por su parte, el número de contratos negociados de fu-

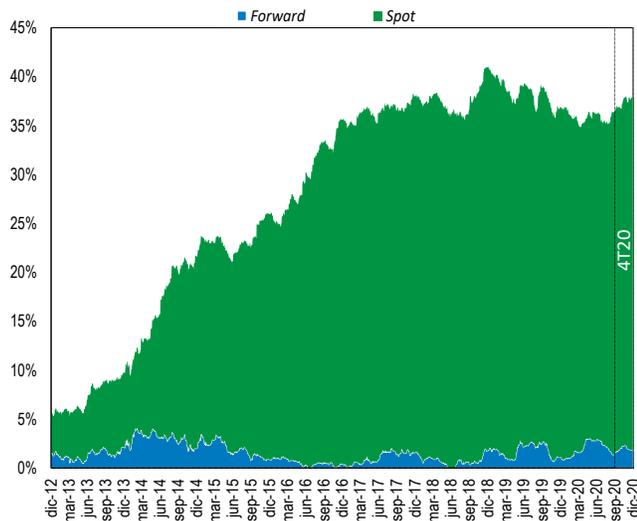
⁴²Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

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



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

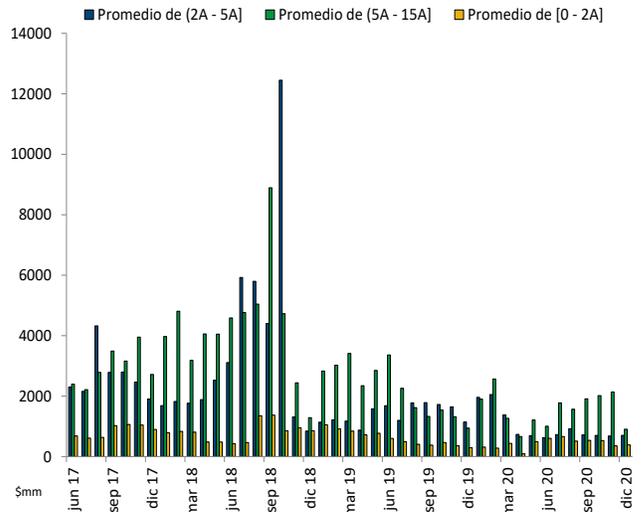
Gráfico 45: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación



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

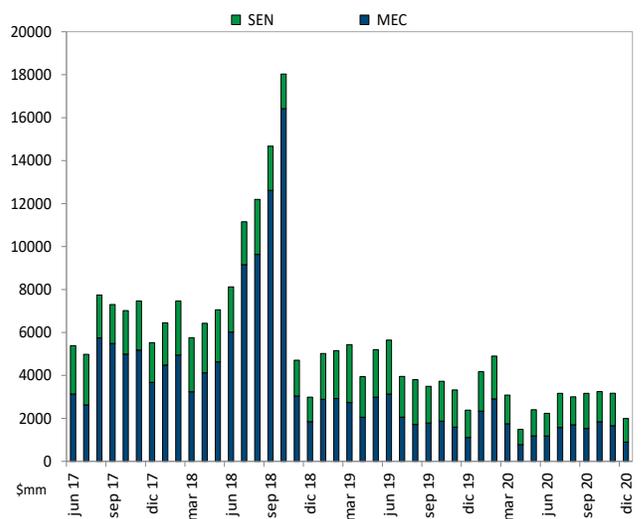
turos de TES disminuyó al pasar de 43.943 contratos en el 3T20 a 33.544 contratos en el 4T20 (cada uno por COP 250 m) que equivalen a COP 8.386 mm.

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

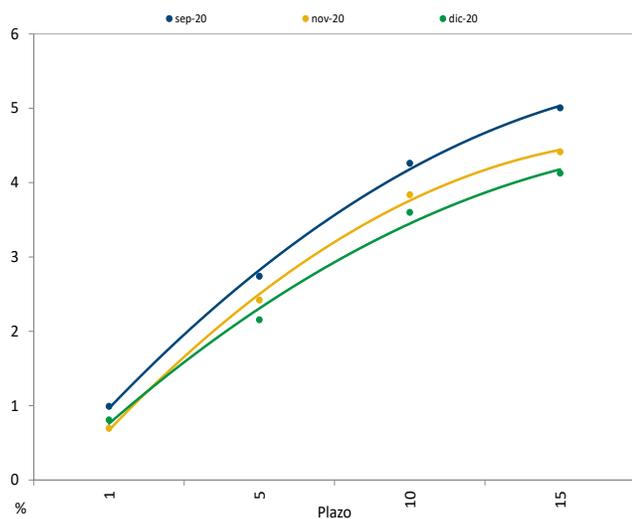


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República. Billones de pesos.

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

En línea con el comportamiento de la deuda pública interna de la mayoría de los países de la región, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares registraron valorizaciones durante el 4T20, continuando las ganancias registradas en el trimestre anterior y reflejando la reducción en sus primas de riesgo (*Gráficos 51, 52, 48, 49 y 50*). Al observar el comportamiento de la deuda externa durante el 2020, esta registró valorizaciones en todos los casos en línea con la recuperación de la economía global posterior al choque del Covid-19 en el 1T20.

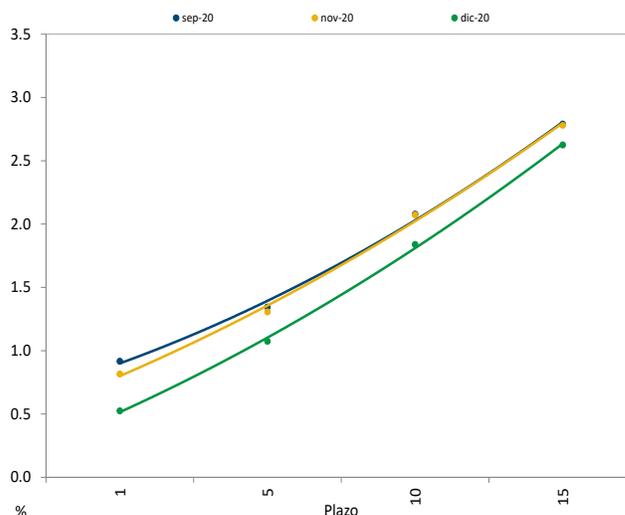
Gráfico 48: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

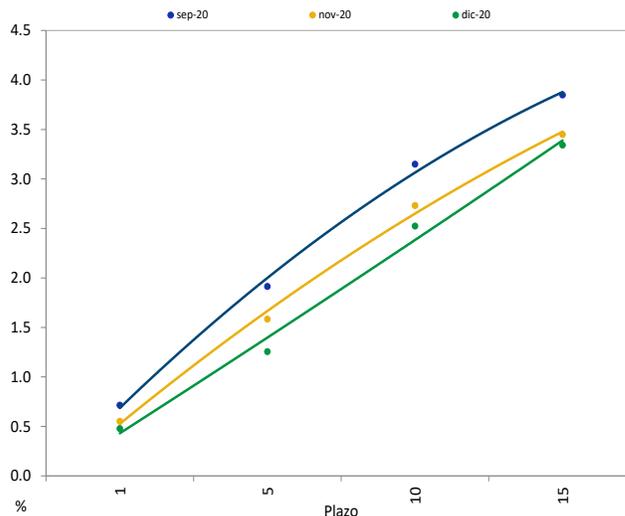
Para el caso de Colombia, en el *Gráfico 53* se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que en el 4T20 estos *spreads* presentaron variaciones de 76 p.b, 12 pb y 9 pb para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respectivamente, como resultado de las mayores valorizaciones de los bonos externos frente a

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



Fuente: Bloomberg.

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

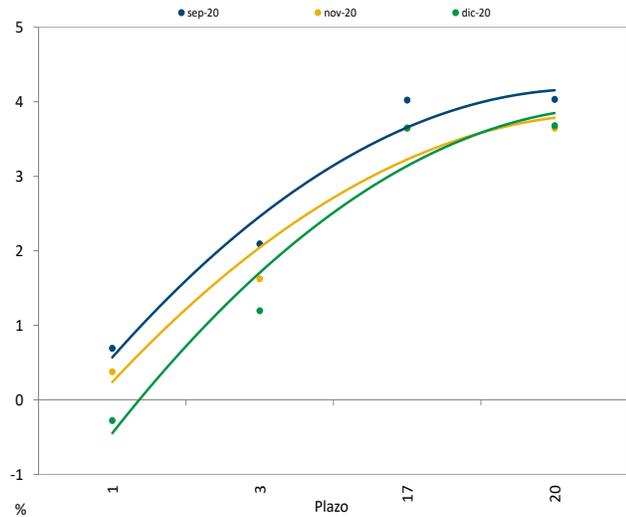


Fuente: Bloomberg.

las de los TES.

Así mismo, en el *Gráfico 54* se muestra la diferencia

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 52: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

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

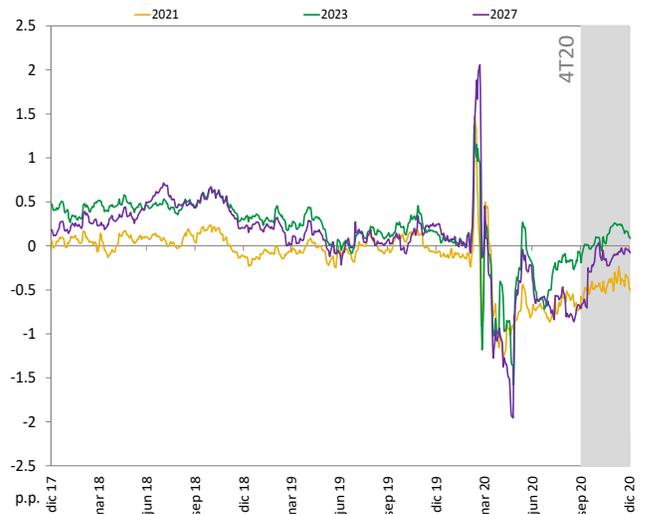
Gráfico 53: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

márgenes presentaron variaciones de 16 p.b, 24 pb y 64 pb para los títulos que vencen en 2021, 2023 y 2027, reflejando también las mayores valorizaciones de los bonos externos frente a la deuda local.

Gráfico 54: TES Globales vs TES locales

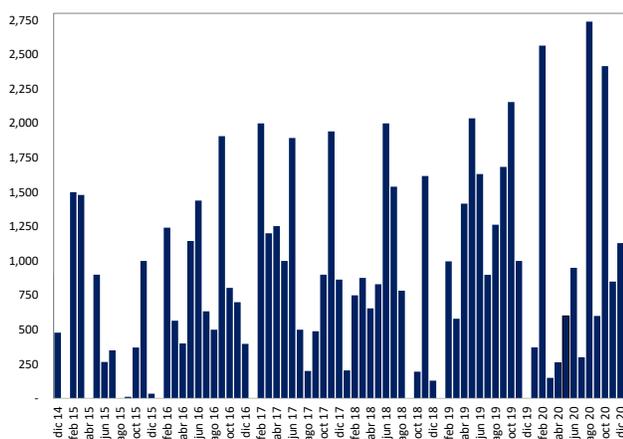


Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

7 Mercado de deuda privada

En 2020 las colocaciones en el mercado de deuda privada alcanzaron un monto de COP 12,9 billones, explicadas principalmente por emisiones del sector no financiero (56,9%), seguidas por el sector financiero que correspondieron al 35,4%, y el sector público (7,7%). En el 4T20 las colocaciones en el mercado de deuda privada se ubicaron por encima de las presentadas el trimestre anterior con un total adjudicado de COP 4,4 billones (3T20: COP 3,6 billones), este comportamiento estuvo soportado por unas altas colocaciones en el mes de octubre, que ascendieron a COP 2,4 billones (Gráfico 55).

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

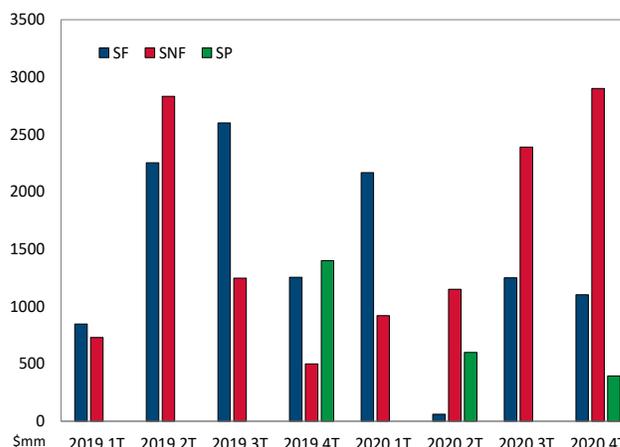


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Las colocaciones del trimestre fueron principalmente realizadas por empresas del sector no financiero que realizó el 66%, seguidas por el sector financiero que realizó el 25,1% y el sector público que realizó el 9% (Gráfico 56). Este comportamiento es similar al presentado los dos trimestres anteriores, en los cuales el sector no financiero lideró las emisiones (Cuadro 9).

Por otra parte, se observó que las empresas en el trimestre estuvieron emitiendo principalmente a tasas indexadas a la inflación (IPC: 42,4% y UVR: 45%), se-

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



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 9: Emisiones deuda privada 4T20

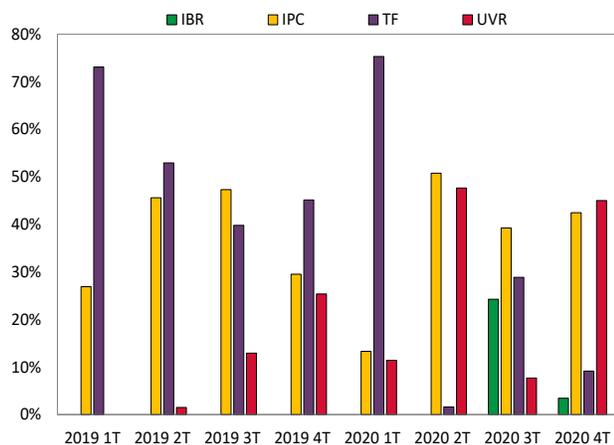
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Cementos Argos S.A.	250	2 a 5	IPC
ODINSA S.A.	280	2 a 5	TF
Promigas S.A. E.S.P.	600	2 a >20	IPC, UVR
Financiera de Desarrollo Nacional S.A.	1000	2 a 20	UVR, IBR, IPC
Grupo Bolívar S.A.	1000	2 a >20	IPC, UVR
Grupos Argos S.A.	136.5	5 a 10	IPC
Latam Logistic Col Opco S.A.	20	0 a 2	TF
Distrito Especial, Industrial y Portuario De Barranquilla	394.4	2 a 20	IPC, UVR
Primax Colombia S.A.	250	2 a 10	IPC, UVR
ICETEX	363.9	2 a 20	IPC, UVR
Corporación Interamericana Para El Financiamiento De Infraestructura S.A.	102	2 a 5	TF

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

guidas por las colocaciones a tasa fija (9,1%) y a IBR (3,4%) (Gráfico 57).

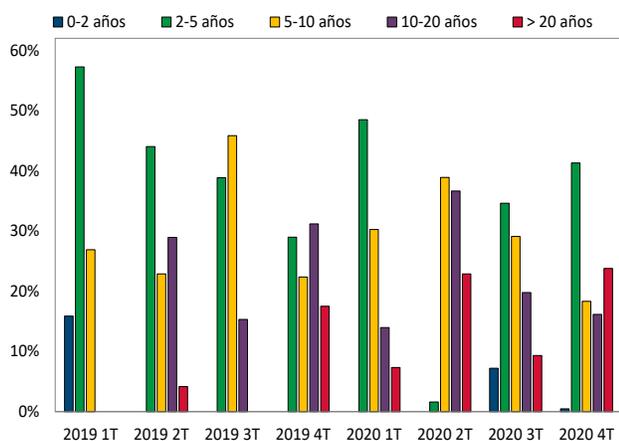
Las colocaciones se realizaron principalmente a un plazo de 2 a 5 años (41,3%), seguidas por el plazo de >20 años 23,8%, el de 5 a 10 años (18,3%), el de 10 a 20 años (16,2%) y el de 0 a 2 años (0,5%) (Gráfico 58). Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas permaneció por debajo del nivel del trimes-

Gráfico 57: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 58: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

tre anterior y se ubicó en 1.6 (ant: 2). La demanda por colocaciones fue de COP 7,1 billones.

8 Mercado accionario

En 2020 los principales índices de renta variable a nivel global presentaron un comportamiento mixto que

estuvo caracterizado por *i)* caídas importantes en los mercados durante el 1T20, tras el brote del Covid 19 a nivel global y *ii)* valorizaciones durante el resto del año, recuperando parte del terreno perdido.

Los mercados de EE.UU y Asia presentaron el mejor comportamiento y se valorizaron 22,4%⁴³ y 12,8%, respectivamente, debido al desempeño positivo que presentó el sector tecnológico, el cual se ha favorecido por la coyuntura actual y tiene una participación importante en ambos mercados. Mientras que, los mercados de Latinoamérica y Europa cayeron en el año 0,3% y 4%, respectivamente.

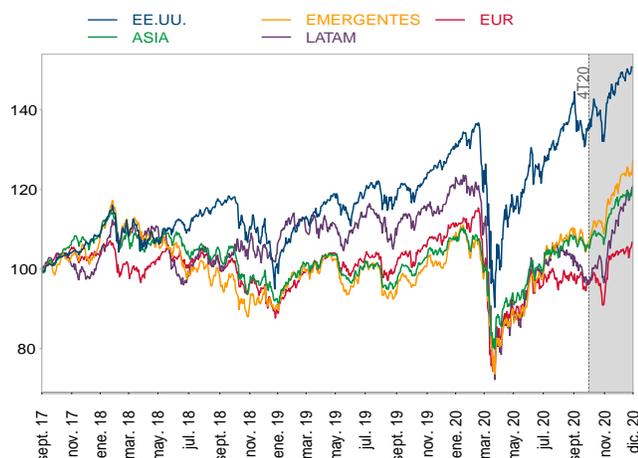
En el 4T20 los mercados accionarios a nivel global presentaron valorizaciones, continuando con el impulso observado en los trimestres anteriores. A nivel regional, el mercado bursátil latinoamericano presentó el mejor comportamiento en el periodo con una valorización de 23,3%, seguido por el mercado asiático (14,5%), el mercado estadounidense (12,4%) y el mercado europeo (10,5%)⁴⁴ (Gráfico 59).

Los principales índices accionarios de EE.UU presentaron un comportamiento volátil en octubre en un entorno de mayor aversión al riesgo a nivel global ante el aumento de casos de coronavirus e incertidumbre respecto al resultado de las elecciones presidenciales y la aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal en el país. Adicionalmente, estuvieron influenciados por

⁴³Se utilizó la variación promedio durante el 2020 de los índices S&P 500, Dow Jones y el Nasdaq Composite los cuales registraron valorizaciones de 16,3%, 7,2% y 43,6%, respectivamente.

⁴⁴Al 31 de diciembre de 2020, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del MSCI AC Asia Pacific Local Index (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio durante el 4T20 de los índices S&P 500, Dow Jones y el Nasdaq Composite los cuales registraron valorizaciones de 11,7%, 10,2% y 15,4% respectivamente. Para Europa se utilizó el Stox 600 y para América Latina la MSCI Emerging Markets Latin America Local Index (al 31 de diciembre de 2020, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

Gráfico 59: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

la publicación de resultados corporativos mixtos de los grandes bancos del país⁴⁵ y la caída de algunas acciones de las grandes empresas del sector tecnológico como Apple⁴⁶, Netflix⁴⁷ y Amazon⁴⁸

En noviembre y diciembre el mercado bursátil de EE.UU. se recuperó y los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *NASDAQ* alcanzaron nuevos máximos históricos⁴⁹. Las valorizaciones estuvieron soportadas, además de los factores internacionales mencionados, por la publicación de reportes alentadores por parte de Disney⁵⁰ y

⁴⁵Los bancos *JPMorgan Chase & Co* y *Citigroup* reportaron resultados que se ubicaron por encima de lo esperado por los analistas, mientras que los bancos *Wells Fargo* y *Bank of America* reportaron resultados por debajo de lo esperado.

⁴⁶La acción cayó luego de que el 30 de octubre registrara el mayor descenso en ventas trimestrales del iPhone en dos años.

⁴⁷La acción cayó tras el anuncio el 20 de octubre de la desaceleración en el crecimiento de sus suscriptores.

⁴⁸La acción cayó luego de que el 29 de octubre la compañía pronosticara un aumento de los costos relacionados con el Covid 19.

⁴⁹El 28 de diciembre el índice *NASDAQ* alcanzó un nivel máximo de 12.899,42. El 31 de diciembre los índices *S&P 500* y *Dow Jones* alcanzaron máximos de 3.756,07 y 30.606,48.

⁵⁰El 12 de noviembre la empresa reportó resultados corporativos que se ubicaron por encima de lo esperado por los analistas y el 10 de diciembre anunció novedades sobre su servicio *streaming* y aumentó sus pronósticos de suscriptores para 2024 de entre 60 y 90 millones de suscriptores a entre 230 y 260 millones.

la publicación de los resultados de la segunda ronda de pruebas de estrés de la Fed en los cuales se concluyó que los grandes bancos del país mantienen sólidos niveles de capital bajo dos escenarios hipotéticos de recesión económica y que para el primer trimestre de 2021 se permitirán pagos de dividendos y recompras de acciones, limitadas a una cantidad basada en los ingresos que hayan obtenido durante 2020.

Por su parte, el mercado bursátil europeo presentó desvalorizaciones durante octubre soportadas por un entorno de mayor aversión al riesgo a nivel global, nuevas restricciones económicas en la región ante el aumento de casos de Covid 19 e incertidumbre respecto al *Brexit*. Adicionalmente, estuvieron influenciadas por la caída de más del 20% de SAP, la firma tecnológica de mayor valor de Europa, tras la publicación de decepcionantes resultados corporativos en los que recortó su pronóstico de ganancias para 2020.

Posteriormente, las acciones presentaron valorizaciones influenciadas por un entorno internacional más favorable, la valorización de las acciones relacionadas a materias primas, los adelantos en el acuerdo comercial *post-Brexit*, el inicio de la vacunación en Reino Unido, la publicación de resultados corporativos optimistas⁵¹ y anuncios de fusiones y adquisiciones⁵². Sin embargo, parte de las ganancias se vieron contenidas por la extensión de las restricciones, ante el aumento de casos de coronavirus y la caída del sector bancario luego de que el BCE pronosticara un repunte más lento en 2021.

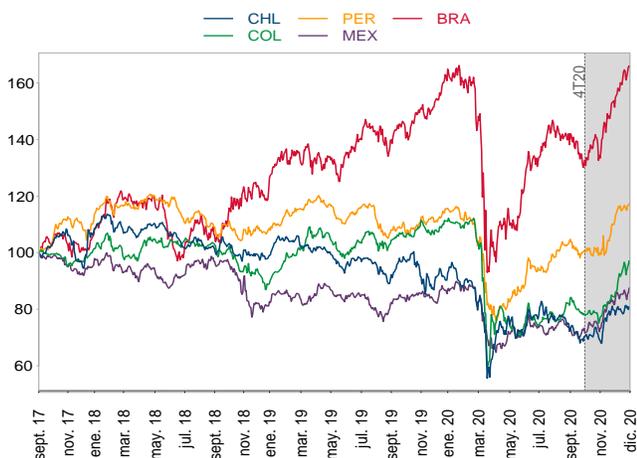
El comportamiento positivo del índice agregado latinoamericano, adicional a los factores que movieron los mercados internacionales, estuvo influenciado principalmente por el desempeño del mercado de Brasil que se valorizó un 25,8%, seguido por Colombia (22,7%), México (17,6%), Perú (16%) y Chile

⁵¹El 5 de noviembre Societe Generale reportó resultados por encima de lo esperado por los analistas, debido a una recuperación de su negocio de intermediación.

⁵²El 18 de noviembre La empresa británica RSA Insurance aceptó la oferta de 7.200 m de libras en efectivo de la empresa canadiense Intact Financial y la empresa danesa Tryg.

(14,8%). Adicionalmente, se observó un comportamiento favorable de las empresas pertenecientes a sectores cíclicos como el de materiales y el financiero (Gráfico 60).

Gráfico 60: Evolución de los índices accionarios de la región



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

El comportamiento positivo del índice *Ibovespa* de Brasil estuvo explicado principalmente por las valorizaciones observadas en las acciones pertenecientes a los sectores financiero, energía y materiales, los cuales presentaron el mejor comportamiento promedio en la región y ponderan más de un 55 % del índice. (Gráfico 61).

De manera similar, el comportamiento del índice *S&P BMV IPC* de México estuvo influenciado por el buen desempeño promedio de los sectores financiero, materiales e industrial, los cuales tienen una participación en el índice de cerca de un 50 %. (Gráfico 61).

El comportamiento del índice *S&P BVL* de Perú estuvo explicado principalmente por las valorizaciones del sector materiales debido a la alta ponderación que tiene dentro del índice⁵³. Adicionalmente, el sector financiero contribuyó en menor medida a las valorizaciones del periodo (Gráfico 61).

⁵³Al 31 de diciembre la participación de este sector dentro del índice era del 40,1 %

De igual manera, la valorización del índice *IPSA* de Chile estuvo soportada por el comportamiento de los sectores financiero y materiales, que en conjunto ponderan cerca de un 40 % del índice. Sin embargo, el bajo desempeño del sector financiero, en comparación al de otros países de la región, junto con la caída de los sectores de telecomunicaciones y tecnología de la información pudieron contribuir al menor desempeño del índice (Gráfico 61).

Finalmente, en el 4T20 el índice *Colcap* recuperó parte del terreno perdido en los trimestres pasados, aunque continua presentando un rezago importante frente a sus pares regionales. Las valorizaciones del periodo estuvieron explicadas por el comportamiento de las empresas del sector financiero y servicios públicos, las cuales ponderan cerca de un 70 % del índice. (Gráfico 61).

En línea con lo anterior en el 4T20 todas las acciones pertenecientes al *Colcap* presentaron valorizaciones y las acciones que tuvieron el mejor desempeño fueron Bancolombia (44,1 %), PF-Bancolombia (42,1 %) y Cementos Argos (33,5 %), mientras que las de menor desempeño fueron Canacol (1,8 %), Celsia (2,6 %) y ETB (2,8 %).

Gráfico 61: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (4T20)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	8.8	11.6	-9.8		2.8
Consumo discrecional	8.3	17.0	8.6		5.7
Consumo básico	5.9	4.5	1.3	10.2	15.0
Energía	45.1		22.5	7.8	10.1
Financiero	29.7	30.2	12.5	13.6	25.1
Salud	12.6	-12.9			
Industrial	25.5	28.0	36.2	0.3	
Tecnología de la información	3.9		-22.0		
Materiales	35.4	20.7	31.1	19.2	18.3
Industria inmobiliaria	17.9	16.4	2.6		
Servicios públicos	18.7	16.4	1.2	-1.4	12.7

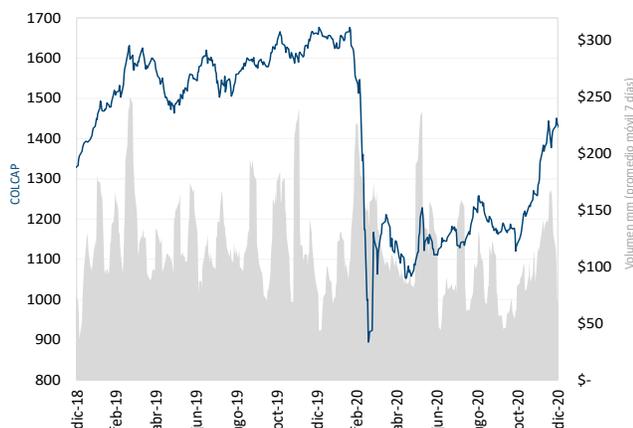
Fuente: Bloomberg. Los sectores corresponden a la clasificación GICS y el comportamiento de cada uno está calculado como la variación promedio de las acciones que

constituyen cada sector, los valores están en porcentaje

En el año el índice *Colcap* cayó 13,5 % debido al bajo desempeño de los sectores financiero, de energía y materiales, los cuales tienen una participación de más

del 65 % del índice. Las acciones que presentaron el comportamiento más bajo fueron Ecopetrol (-32,3 %), Grupo Sura (-25,5 %) y PF-Grupo Sura (24,9 %).

Gráfico 62: COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos⁵⁴ aumentó en el trimestre y en promedio se ubicó por encima del dato observado el trimestre anterior, aunque aún se encuentra por debajo del observado a principios de año. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 1,58 %), seguida por Perú (*S&P/BVL*: 1,47 %), Chile (*S&P/CLX IPSA*: 1,40 %), México (*S&P/BMV IPC*: 1,26 %) y Colombia (*COLCAP*: 1,23 %) (Gráfico 63).

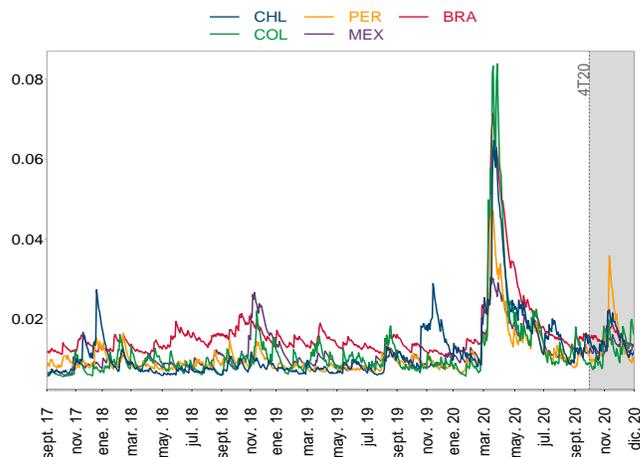
Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁵⁵ como porcentaje del PIB⁵⁶ se observa que, en línea con el comportamiento de los mercados descrito anteriormente, el indicador aumentó en el trimestre para México, Chile y Colombia mientras disminuyó para Perú. En diciembre el dato más alto fue el de Chile (25,4 %), seguido por México (20,1 %), Colombia (11,8 %) y Perú (11,1 %) (Gráfico 64).

⁵⁴Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

⁵⁵Ajustada por flotante disponible.

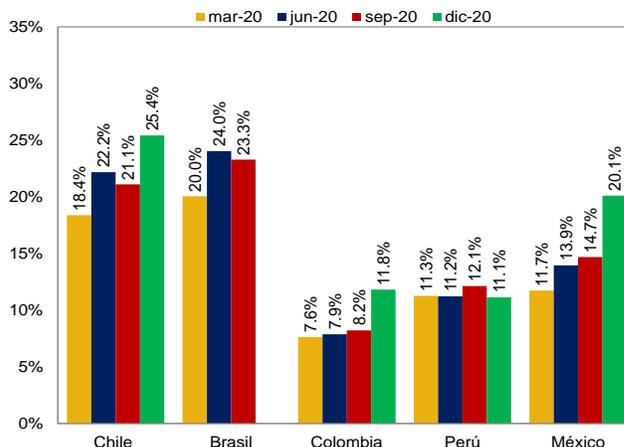
⁵⁶Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* de Octubre de 2020 para el año 2019 y que publica el Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 63: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Gráfico 64: Capitalización bursátil ajustada/PIB*



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

Cálculos: Banco de la República.

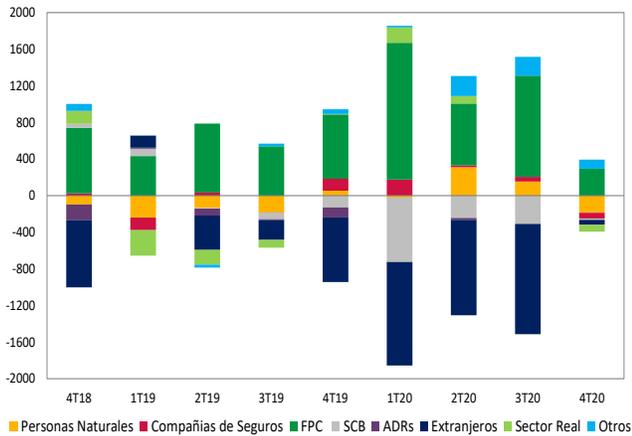
*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2019.

**Para diciembre de 2020 no hay información disponible para Brasil

Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el año los inversionistas extranjeros fueron los mayores vendedores en este mercado, sin embargo, las salidas del 4T20 disminuyeron con respecto a las observadas

los trimestres anteriores⁵⁷. Durante el 4T20 los mayores vendedores netos de acciones fueron *i)* las personas naturales por un monto de COP 187,2 mm, cambiando la posición que presentaron los trimestres anteriores y *ii)* el sector real por un monto de COP 74,3 mm. La posición de estos agentes fue contrarrestada principalmente por la demanda neta de los fondos de pensiones (COP 294,3 mm). (Gráfico 65).

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



Fuente: BVC. Cifras en miles de m de pesos

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, se negociaron 17.122 contratos de Mini Futuro COLCAP⁵⁸ durante el 4T20 (en el 3T20 se habían negociado 22.083 contratos).

⁵⁷ 4T20: salidas por COP 54,9 mm, 3T20: salidas por COP 1.205 mm, 2T20: salidas por COP 1.041 mm, 1T20: salidas por COP 1.130,3 mm

⁵⁸ El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del COLCAP.