





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer Trimestre del 2019

Banco de la República

Abril de 2019

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

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

Juan Sebastián Rojas  
Director

## **Sección Desarrollo de Mercados**

Carlos Andrés Quicazán  
Jefe

Jorge Luis Hurtado  
Laura Viviana León  
Diego Alejandro Martínez  
Julián Camilo Mateus  
Andrés Mauricio Mendoza  
Tatiana Venegas  
Daniel Ricardo Vergara

## **Estudiantes en práctica profesional**

Carlos Mateo Perilla  
Santiago Villamil

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>6</b>
2.1	Entorno Internacional . . . . .	6
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local . . . . .	6
2.3	Mercado cambiario . . . . .	6
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local . . . . .	6
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	7
2.6	Mercado accionario . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Entorno Internacional</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>17</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>22</b>
5.1	Mercado Cambiario Global . . . . .	22
5.2	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	24
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>27</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	27
6.2	Mercado Monetario Colombiano . . . . .	28
6.3	Mercado de Deuda Pública . . . . .	29
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	29
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	32
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	35
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	35
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>38</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>39</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	40
8.2	Europa . . . . .	40
8.3	Asia . . . . .	41
8.4	Latinoamérica y Colombia . . . . .	42
<b>9</b>	<b>Recuadro: Análisis de montos y tasas del mercado de simultáneas</b>	<b>45</b>

## Índice de Gráficos

1	Desempleo en principales economías desarrolladas . . . . .	8
2	Nóminas no agrícolas y Solicitudes Iniciales de Desempleo en EE.UU. . . . .	9
3	Confianza de los consumidores en EE.UU, Reino Unido, la Eurozona y Japón . . . . .	9
4	PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas . . . . .	9
5	Crecimiento en principales economías desarrolladas . . . . .	10
6	Inflación observada, subyacente y objetivo de inflación en principales economías desarrolladas . . . . .	10
7	Crecimiento en economías emergentes . . . . .	11
8	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes . . . . .	11
9	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes . . . . .	11
10	Curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas . . . . .	12
11	Senda esperada por el mercado de la tasa de fondos federales . . . . .	13
12	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	14
13	Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido . . . . .	16
14	Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU. . . . .	16
15	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de América Latina . . . . .	17
16	Mapa de calor de variables macro y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	18
17	Índices de Confianza . . . . .	19
18	Incertidumbre en Política Económica para Colombia . . . . .	19
19	Expectativas de Crecimiento para 2019 (EOF) . . . . .	20
20	Expectativas de Inflación (EOF) . . . . .	20
21	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	20
22	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .	21
23	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	21
24	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	21
25	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .	22
26	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	22
27	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	23
28	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	24
29	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	25
30	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	25
31	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	25
32	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	26
33	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	27
34	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	28
35	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	28
36	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	29
37	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2019I . . . . .	29
38	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	30
39	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	31
40	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	33
41	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	33
42	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	34

43	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	34
44	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .	34
45	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . . .	34
46	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	35
47	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	35
48	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	36
49	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	36
50	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	36
51	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	36
52	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	37
53	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	37
54	Globales USD vs TES locales . . . . .	37
55	TES Globales vs TES locales . . . . .	38
56	Monto Total Colocado en el Mercado Primario de Deuda Privada . . . . .	38
57	Monto Colocado por Sector en el Mercado Primario de Deuda Privada . . . . .	38
58	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	39
59	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	39
60	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	39
61	Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial . . . . .	40
62	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	42
63	COLCAP y Volumen Transado Diario . . . . .	43
64	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	43
65	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB* . . . . .	43
66	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . .	44

## Índice de Tablas

1	Crecimiento 4T18 y Expectativas para 2019 . . . . .	12
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	14
3	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	17
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	22
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	24
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones . . . . .	24
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	24
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a marzo de 2019 para Latam	27
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2019 . . . . .	28
10	Emisiones Deuda Privada 1T19 . . . . .	38

## 1 Introducción

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

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

Durante el primer trimestre de 2019 (1T19), la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo caracterizada por unas menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China, un mayor apetito por activos riesgosos, temores de desaceleración económica, incertidumbre política en Europa y Latinoamérica, y el incremento del precio de algunos *commodities* energéticos e industriales.

En esta coyuntura, el dólar americano se mantuvo relativamente estable frente a sus pares y se debilitó frente a países emergentes, mientras que los mercados de deuda pública y accionario de EE.UU. se valorizaron. En la región se presentó un comportamiento homogéneo en sus mercados, influenciado por la menor percepción de riesgo a nivel global, la dinámica en el precio de algunos *commodities* y eventos políticos idiosincráticos. En Colombia, se observaron valorizaciones tanto en el mercado de deuda pública como en el accionario.

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

Además, en esta edición del reporte se presenta un recuadro en el que se realiza una caracterización del funcionamiento del mercado de simultáneas el cual tiene como objetivo extraer información relacionada con las condiciones de liquidez del mercado monetario y las expectativas de desvalorizaciones de los TES en el mercado secundario.



## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Entorno Internacional

Durante el 1T19, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada por los siguientes factores económicos y políticos: i) las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China; ii) el mayor apetito por activos riesgosos ante una menor percepción de riesgo a nivel global; iii) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica, pese al buen desempeño de los mercados financieros; iv) eventos generadores de incertidumbre política en Europa y Latinoamérica; y v) el comportamiento positivo de los precios de los *commodities*, principalmente el petróleo y los metales industriales.

### 2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el trimestre, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente positiva ante aumentos en la confianza de consumidores, industriales y comerciantes, un mayor crecimiento esperado para 2019, disminuciones de las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, y mayores expectativas de valorizaciones del COLCAP. Sin embargo, se observaron datos mixtos de producción industrial y ventas al por menor, así como una tendencia al alza del desempleo.

### 2.3 Mercado cambiario

En el trimestre, el dólar presentó depreciaciones frente a sus pares durante enero y febrero, y una moderada apreciación en marzo, cerrando en niveles similares a los observados al cierre de 2018. El comportamiento del dólar estuvo influenciado durante enero y febrero por el tono más *dovish* de la Fed y por las expectativas sobre una pronta resolución de las tensiones comerciales entre China y EE.UU. Las monedas de América Latina se fortalecieron frente al dólar influenciadas por la coyuntura internacional, el comportamiento del precio de los *commodities* (principalmente el petróleo y los metales industriales), y factores locales propios de cada país.

### 2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

Durante el trimestre, los pares de la región mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia, excepto Chile que la aumentó 25 puntos básicos (p.b). En Colombia no se observaron desviaciones significativas entre la tasa de política, el IBR *overnight* y la TIB lo cual implica unas condiciones de liquidez adecuadas.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el trimestre, la deuda pública denominada en pesos se valorizó ante datos de inflación por debajo de las expectativas del mercado, la operación de canje de deuda por parte de la Tesorería que favoreció los títulos de más corto plazo, un menor ritmo esperado de incrementos de la tasa de política por parte del Banco de la República, el mayor apetito por referencias de más largo plazo por parte de algunos agentes y el comportamiento de los *Treasuries*. Por su parte, los TES UVR se desvalorizaron, especialmente en el tramo corto, lo cual se explicó por las menores expectativas de inflación y el componente cíclico del nivel de precios que hace que hacia el segundo trimestre del año los títulos indexados a la inflación empiecen a perder valor.

A nivel internacional, la curva de EE.UU. se invirtió por primera vez en más de una década y presentó valorizaciones que se explicaron principalmente por el tono más *dovish* de la Fed, lo que hizo pensar a los analistas de mercado que la entidad estaría viendo un panorama económico más débil e implicaría menores tasas de interés en el futuro. En la región, los títulos de deuda pública se valorizaron de manera importante en línea con el comportamiento de los *Treasuries*.

Por su parte, los títulos de deuda externa tanto de Colombia como de los demás países de la región registraron valorizaciones, lo cual estuvo en línea con la menor percepción de riesgo hacia economías emergentes y el comportamiento favorable de los precios de algunos *commodities*.

## 2.6 Mercado accionario

Los principales índices accionarios a nivel global se valorizaron durante el 1T19, recuperándose de las pérdidas observadas durante el 4T18, debido a menores tensiones comerciales entre EE.UU y China, expectativas de que la Fed mantenga inalterada su tasa de política monetaria en el año y expectativas de mayores estímulos a la economía China. A nivel regional, el mercado accionario de EE.UU y Europa presentó el mejor comportamiento durante el trimestre.

### 3 Entorno Internacional

En el 1T19, los principales determinantes de la dinámica de los mercados financieros internacionales fueron: i) las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China; ii) el mayor apetito por activos riesgosos ante una menor percepción de riesgo a nivel global; iii) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica, pese al buen desempeño de los mercados financieros; iv) eventos generadores de incertidumbre política en Europa y Latinoamérica; y v) el comportamiento positivo de los precios de los *commodities*, principalmente el petróleo y los metales industriales.

#### Contexto Macroeconómico

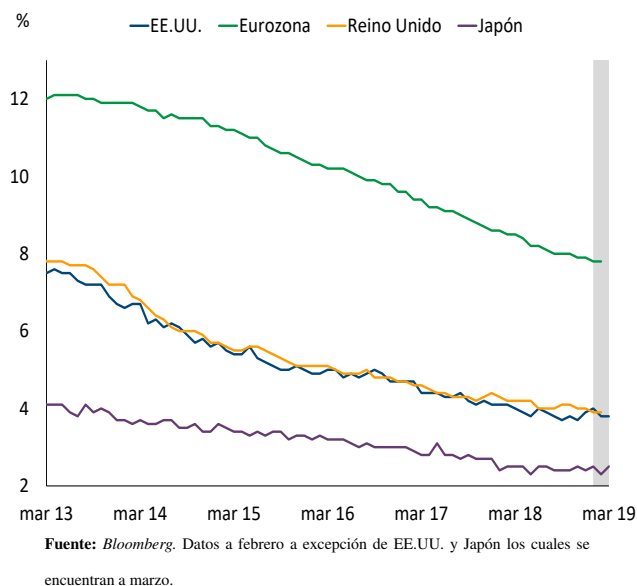
Durante el 1T19, en las economías desarrolladas resultó relevante la continuación del comportamiento favorable de su mercado laboral, la desaceleración de la actividad económica, la divergencia de los indicadores de sentimiento del mercado entre EE.UU. y el resto de economías, y la publicación de menores cifras de inflación, en línea con la debilidad de la demanda en estos mercados.

Frente al mercado laboral, las principales economías desarrolladas continuaron evidenciando un buen dinamismo, pese a la publicación de unas menores cifras de actividad económica. De esta manera, se destaca que: i) entre el 4T18 y el 1T19, el promedio de la tasa de desempleo se redujo en la Eurozona y Reino Unido, se mantuvo estable en Japón, y aumentó ligeramente en EE.UU. aunque cerró el trimestre en mínimos históricos<sup>1</sup> (*Gráfico 1*); ii) los niveles de contratación y las solicitudes iniciales de desempleo en el mercado estadounidense continuaron siendo favorables, lo cual ratifica la solidez del mercado laboral (*Gráfico 2*); y iii) los salarios se aceleraron en EE.UU. de acuerdo con los altos niveles de contratación y las bajas tasas

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

de desempleo<sup>2</sup>. Por su parte, en Reino Unido los salarios volvieron a acelerarse alcanzando máximos de una década, mientras que en Japón los salarios se desaceleraron durante el trimestre<sup>3</sup>.

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas



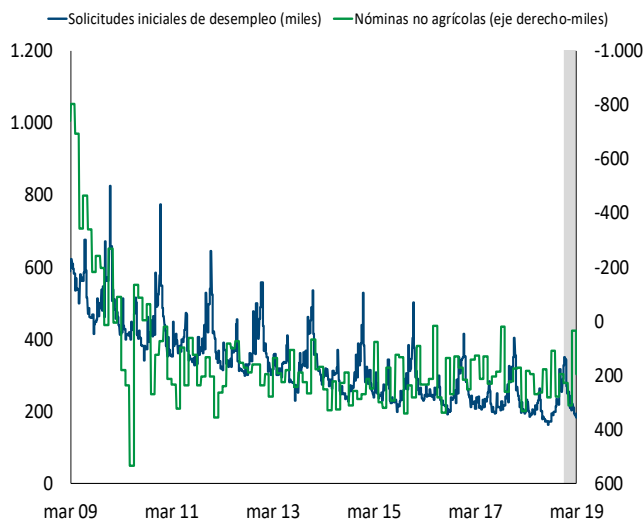
En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado: i) frente al 4T18, en promedio, la confianza de los consumidores se redujo en EE.UU., la Eurozona, Reino Unido y Japón (*Gráfico 3*); y ii) durante el 1T19, el PMI manufacturero<sup>4</sup> promedio se redujo en las principales economías desarrolladas, excepto Reino Unido, cerrando el trimestre en 56,6 en EE.UU., 53,5 en el Reino Unido, 51,7 en Japón y 51,2 en la

<sup>2</sup>Según el Departamento de Trabajo de EE.UU., en promedio, los salarios aumentaron a una tasa de 3,3% a/a durante el 1T19, superior al 3,1% a/a durante el 4T18, y a la inflación promedio de 1,7% a/a durante el mismo periodo.

<sup>3</sup>En Reino Unido, el crecimiento promedio de los salarios pasó de 3,4% a 3,5% entre 4T18 y 1T19. Por su parte, en Japón, el crecimiento promedio de los salarios pasó de 1,8% durante el 4T18 a 0,2% durante el 1T19.

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

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

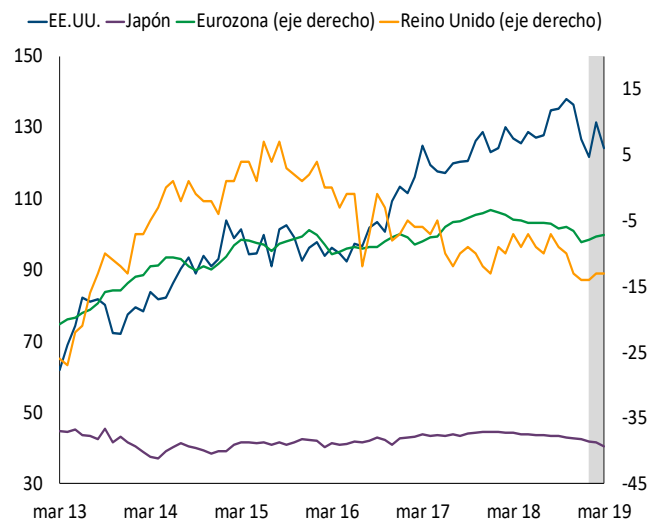


Fuente: Bloomberg.

Eurozona. De acuerdo con varios analistas, el mayor PMI del Reino Unido se debió a la acumulación de inventarios por parte de varias empresas como respuesta ante una eventual salida de la Unión Europea sin acuerdo. De esta manera, los indicadores de sentimiento del mercado estuvieron en línea con la publicación de otros datos macroeconómicos que evidencian un deterioro de la actividad económica en estas economías (Gráfico 4).

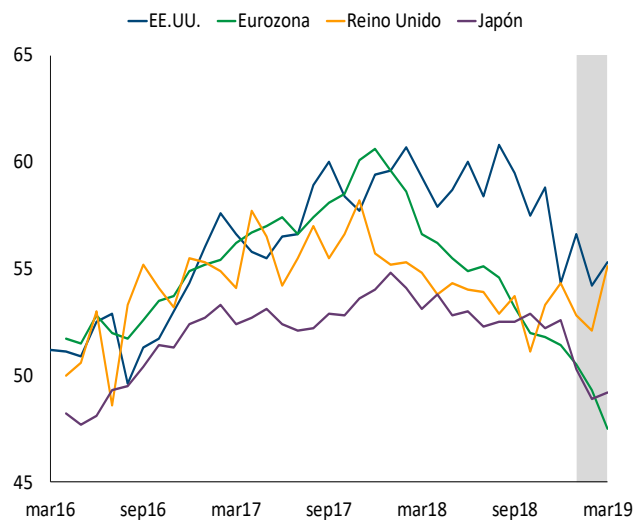
Los datos publicados del 4T18 muestran que el crecimiento del producto en economías desarrolladas presentó una disminución frente a los niveles observados en el 3T18 en la Eurozona y Reino Unido, mientras que en Japón aumentó y en EE.UU. se mantuvo en niveles elevados (Gráfico 5). En EE.UU., la economía continuó ubicándose por encima de las demás economías desarrolladas, impulsada principalmente por el estímulo fiscal proveniente de la reforma tributaria aprobada en diciembre de 2017 y un mercado laboral sólido que ha contribuido al buen desempeño del consumo privado. No obstante, el cierre parcial del Gobierno que comenzó a finales de diciembre y tras durar 35 días se convirtió en el más largo de la historia,

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: PMI Manufacturero en Economías Desarrolladas

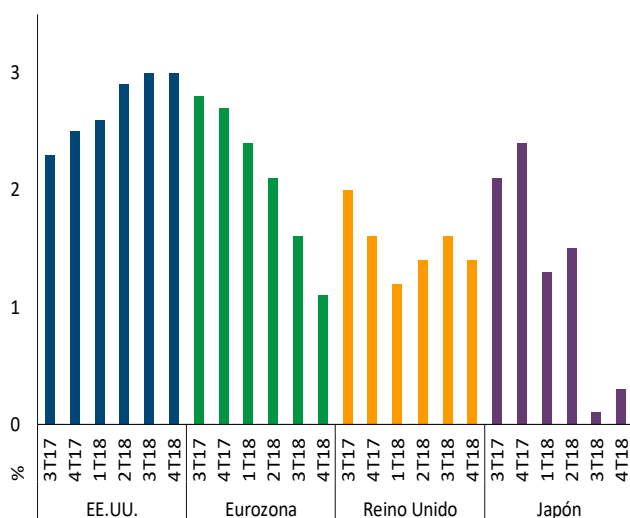


Fuente: Bloomberg.

podría afectar el desempeño de la actividad económica durante el 1T19. En la Eurozona, y especialmente en Alemania, el dato del PIB del 4T18 volvió a ubicarse por debajo de lo esperado y de lo observado en

el trimestre anterior como consecuencia de una menor demanda externa ante las tensiones comerciales y la desaceleración económica a nivel global. Por último, la economía japonesa se recuperó durante el 4T18, tras los desastres naturales que la afectaron durante el trimestre inmediatamente anterior.

Gráfico 5: Crecimiento en principales economías desarrolladas



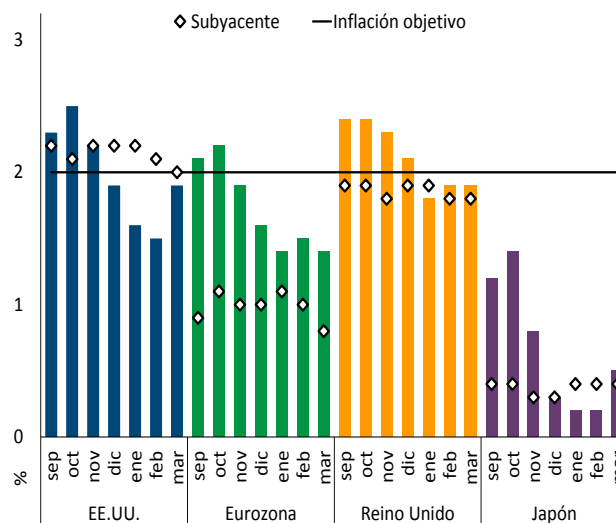
Fuente: Bloomberg.

En cuanto al comportamiento del nivel de precios, durante el 1T19 se observó en EE.UU. que la inflación general se mantuvo por debajo del objetivo del 2% de la Fed, mientras que la inflación núcleo<sup>5</sup> se redujo 20 p.b. durante el trimestre hasta ubicarse en el objetivo de la Fed. De manera similar, en la Eurozona, Reino Unido y Japón, las medidas de inflación general y núcleo se vieron afectadas por un menor dinamismo de la demanda, de manera que se ubicaron por debajo de lo observado durante el 4T18 y por debajo del objetivo de los bancos centrales. Por lo anterior, se redujeron las expectativas de una política monetaria más contractiva por parte de los bancos centrales en las principales economías desarrolladas (Gráfico 6).

En cuanto a las economías emergentes, los datos del

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

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

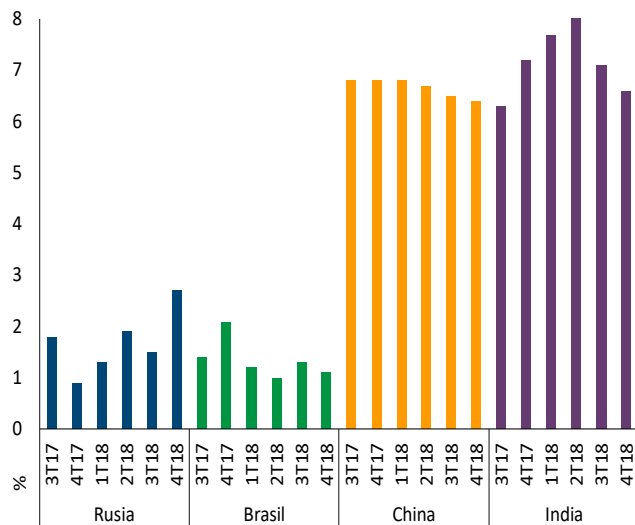


Fuente: Bloomberg.

PIB de 4T18 muestran que India se desaceleró, pero continuó ubicándose como la economía de mayor crecimiento entre las principales economías a nivel global. En cuanto a China, se continuó evidenciando una desaceleración de su producto como consecuencia de las iniciativas de desapalancamiento financiero emprendidas por parte de las autoridades en 2018, y la imposición de tarifas arancelarias a sus exportaciones por parte de EE.UU. en un contexto de tensiones comerciales entre las dos economías más grandes del mundo. No obstante, las cifras de inversión y crecimiento del crédito, entre otras, han empezado a evidenciar una recuperación de la actividad económica durante el 1T19, en línea con los esfuerzos del Gobierno por flexibilizar sus políticas monetaria y fiscal para impulsar la economía (Gráfico 7).

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 1T19 se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD109,2 miles de millones (mm) (en el 4T18 se reportaron entradas por USD33,1 mm), de las cuales hubo entradas de USD68,9 mm hacia el mercado de renta

Gráfico 7: Crecimiento en economías emergentes



Fuente: Bloomberg.

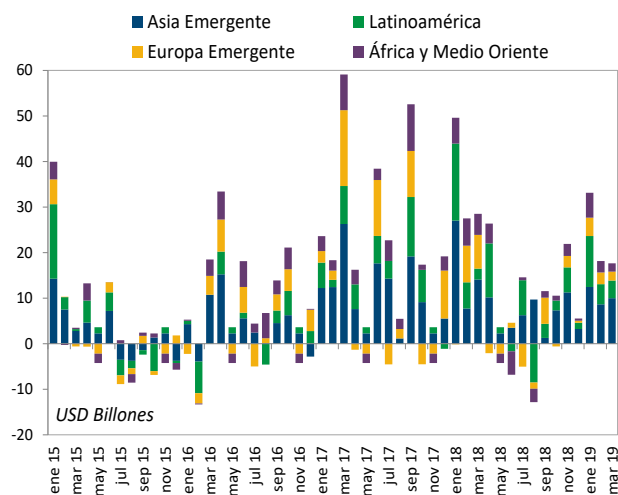
fija y de USD40,2 mm hacia el mercado de renta variable (Gráficos 8 y 9). Los flujos de capitales entrantes se presentaron principalmente hacia los mercados de deuda y accionario de Asia emergente (USD31,1 mm y USD38,5 mm, respectivamente).

En el caso de Latinoamérica, las cifras esperadas de crecimiento de los países presentaron un comportamiento mixto. En particular, el dato observado de crecimiento anual del 4T18 fue inferior al esperado para Brasil y Chile, superior para México, e igual para Perú y Colombia. Entre diciembre de 2018 y marzo de 2019, la expectativa de crecimiento para 2019 aumentó para Perú, disminuyó para Brasil, Chile y México, y se mantuvo estable para Colombia (Cuadro 1).

Por su parte, en el 1T19, los indicadores de riesgo en los países de la región medidos a través de los CDS, presentaron reducciones en línea con la menor percepción de riesgo a nivel internacional, y el aumento en los precios de las principales materias primas de exportación.

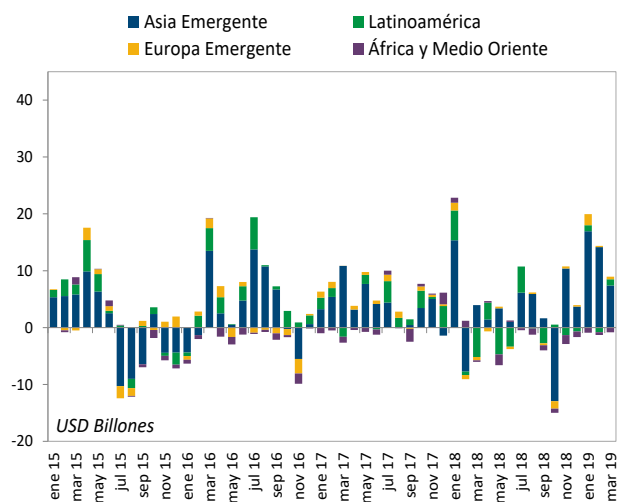
Al igual que en la mayoría de países emergentes, en el periodo se presentaron entradas de capital en el mer-

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



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

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



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

cado de deuda a América Latina (USD19,5 mm) y al mercado accionario (USD1,4 mm).

Cuadro 1: Crecimiento 4T18 y Expectativas para 2019

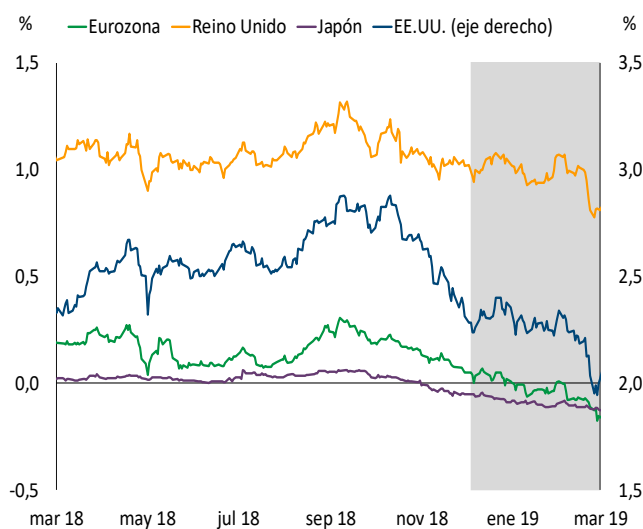
País	Esp. 1T19	Obs. 4T18	Esp. 2019 (Dic. 18)	Esp. 2019 (Mar. 19)
COL	2,90%	2,90%	3,20%	3,20%
BRA	1,40%	1,07%	2,50%	2,20%
CHL	2,90%	2,75%	3,40%	3,30%
MEX	1,70%	1,71%	2,00%	1,68%
PER	4,80%	4,80%	3,89%	3,94%

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg

### Política monetaria

En cuanto a la política monetaria, durante el 1T19 se redujeron las expectativas de una política monetaria más contractiva en economías desarrolladas como consecuencia de la publicación de cifras macroeconómicas débiles que aumentaron los temores de una mayor desaceleración económica durante 2019. De esta manera, el comportamiento de la curva *Overnight Index Swap* (OIS) a 5 años evidencia una caída de las tasas, destacándose el caso de la Eurozona y Japón con tasas inferiores al 0%, en ambos casos niveles similares a las tasas de política observadas actualmente (*Gráfico 10*).

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



Fuente: Bloomberg.

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, de acuerdo con las débiles cifras de actividad económica e inflación, los bancos centrales de EE.UU, la Eurozona, Reino Unido y Japón mantuvieron sus tasas de interés inalteradas. Adicionalmente, tras su reunión de marzo el Banco Central Europeo (BCE) anunció la implementación a partir de septiembre de un nuevo programa de operaciones de liquidez de largo plazo (TLTROs-III, por sus siglas en inglés) con el fin de proveer un estímulo adicional a la economía.

En el caso de EE.UU, la reducción de las expectativas de una política monetaria más contractiva, que se evidenció con las menores proyecciones de la tasa de fondos federales para 2019 estimadas por el *FOMC*<sup>6</sup> y el mercado<sup>7</sup>, estuvieron motivadas principalmente por tres razones. En primer lugar se destacan las menores proyecciones de crecimiento económico e inflación<sup>8</sup>. En segundo lugar, algunos comentarios del presidente de la Fed, así como la actualización del *dot plot* en marzo por parte de la misma entidad, han dado señales sobre una política menos contractiva en EE.UU<sup>9</sup>. Por último, la inflación observada durante el trimestre se desaceleró y se ubicó por debajo de las proyecciones de diciembre de la Fed, lo cual es coherente con una senda de política menos contractiva durante los próximos años (*Gráfico 11*).

Frente al BCE, dado que la inflación general y núcleo

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

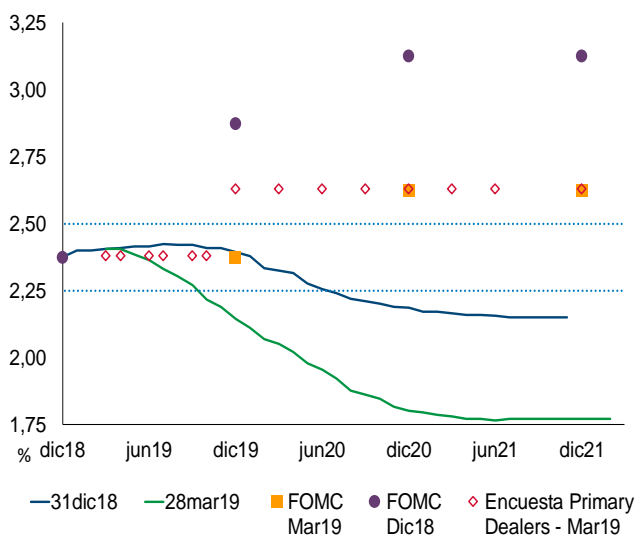
<sup>7</sup>De acuerdo con CME Group, para el cierre de 2019, la probabilidad asignada por el mercado de que la tasa de fondos federales se ubique al menos en el rango actual de 2,25%-2,50%, se redujo desde 90,7% el 31 de diciembre a 35,5% el 29 de marzo. Por su parte, entre diciembre y marzo, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente a la tasa de fondos federales para el 2019 y 2020 pasó de 2,9% a 2,4%, y 3,6% a 3,1%.

<sup>8</sup>Entre diciembre y marzo, la mediana de las proyecciones de los miembros del *FOMC* frente al crecimiento del producto pasó de 2,3% a 2,1% para 2019 y 2,0% a 1,9% para 2020. Entre las mismas fechas, la mediana de las proyecciones de inflación PCE se redujo de 1,9% a 1,8% para 2019 y 2,1% a 2,0% para 2020.

<sup>9</sup>Al cierre de la reunión de política monetaria de marzo, el *dot plot* de la Fed estima que no haya incrementos durante el 2019 (en vez de los dos estimados en diciembre) y un incremento adicional en 2020 (el mismo que se estimó en diciembre).



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



Fuente: Bloomberg.

aún se encuentra lejos y por debajo del objetivo del 2% y la economía de la Eurozona no repuntó durante el trimestre, sino que continuó evidenciando una debilidad mayor a la observada durante el 4T18, las expectativas del mercado siguen sugiriendo que las tasas de interés se mantendrán en los niveles actuales por lo menos hasta el 2020. Durante su reunión de marzo, el BCE mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0%, la de depósitos en -0,4% y la marginal en 0,25%, y modificó su *forward guidance* al anunciar que mantendría las tasas en los niveles actuales hasta finalizar 2019, un tiempo más prolongado que el previamente estimado. Adicionalmente, el banco anunció una tercera etapa de TLTROS con vencimiento a dos años y una tasa mínima aplicable equivalente a la de depósitos con el fin de continuar ofreciendo nuevos préstamos a los bancos de la Eurozona y de esta manera proveer un estímulo adicional a la economía y mantener una transmisión eficiente de la política monetaria. Finalmente, tras su reunión de marzo, redujo sus proyecciones de crecimiento e inflación para la Eurozona<sup>10</sup>.

<sup>10</sup>La tasa de crecimiento proyectada por el BCE para 2019 y 2020 pasó de 1,7% en diciembre a 1,1% y 1,6% en marzo. La tasa de

En el Reino Unido, durante el trimestre el Banco de Inglaterra (*BoE*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en 0,75%, y su programa de compra de activos en £435.000 millones en bonos gubernamentales, y £10.000 millones en bonos corporativos. Adicionalmente, el *BoE* se alejó de la postura *hawkish* que había adoptado en el pasado y reconoció que la incertidumbre frente al *Brexit* estaría teniendo unos efectos negativos sobre el crecimiento más grandes de lo esperado, por lo que decidió adoptar una política cautelosa, al menos mientras se mantenga la incertidumbre frente a la salida del Reino Unido de la Unión Europea. En línea con lo anterior, de acuerdo con la actualización de los pronósticos del *BoE*, la proyección de crecimiento se redujo para 2019 y 2020 a 1,2% y 1,5%, desde los niveles de 1,7% estimados previamente. Así mismo, la proyección de inflación se redujo para 2019 de 2,1% a 2,0%, y se mantuvo constante en 2,1% para 2020.

Por último, durante el trimestre el Banco de Japón (*BoJ*) mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en -0,1%, su objetivo de rendimiento de los bonos a 10 años en 0%, y las compras de bonos y de ETFs<sup>11</sup> en ¥80 billones y ¥6 billones, respectivamente. Además, ante unos niveles de inflación cada vez más alejados del objetivo de 2% y unas cifras de actividad económica que reflejan una mayor debilidad de la demanda, varias autoridades japonesas han hecho un llamado al *BoJ* para que implemente estímulos monetarios adicionales, aunque las autoridades monetarias han dicho que continuarán por ahora con la política actual dados los efectos adversos que podrían tener los programas de flexibilización cuantitativa por un tiempo tan prolongado.

Durante el 1T19 la mayor parte de los países, tanto de economías emergentes como desarrolladas, mantuvie-

desempleo proyectada para 2019 y 2020 pasó de 7,8% y 7,5% en diciembre a 7,9% y 7,7% en marzo. Respecto a las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, estas pasaron de 1,6% y 1,7% en diciembre a 1,2% y 1,5% en marzo.

<sup>11</sup>Los Exchange Traded Funds (ETFs) o fondos que cotizan en bolsa, son un conjunto diversificado de activos, como un fondo de inversión, que cotizan en bolsa como si se tratara de una sola acción.



ron estable su tasa de política monetaria (*Cuadro 2*).

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

	Dic 2018	Mar 2019	Δ 1T19 (P.b)
Argentina	59.39%	68.16%	877
Vietnam	6.25%	9.00%	275
Pakistan	10.50%	11.25%	75
Noruega	0.75%	1.00%	25
Chile	2.75%	3.00%	25
Estados Unidos	2.25-2.50%	2.25-2.50%	0
Colombia	4.25%	4.25%	0
Perú	2.75%	2.75%	0
Brasil	6.50%	6.50%	0
Japón	-0.10%	-0.10%	0
Zona Euro	0.00%	0.00%	0
China	4.35%	4.35%	0
Reino Unido	0.75%	0.75%	0
Corea del Sur	1.75%	1.75%	0
Canadá	1.75%	1.75%	0
México	8.25%	8.25%	0
India	6.50%	6.25%	-25
Egipto	16.75%	15.75%	-100

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

### Políticas proteccionistas en EE.UU.

Durante el 1T19, las delegaciones de EE.UU. y China sostuvieron varios diálogos con el fin de alcanzar un acuerdo comercial que evite la imposición de aranceles adicionales por parte de las dos economías más grandes del mundo. Lo anterior contribuyó a una reducción significativa de las tensiones comerciales entre ambas naciones. De esta manera, actualmente el mercado está descontando que los dos países resuelvan sus diferencias comerciales y está pendiente los nuevos términos que regirán las relaciones comerciales entre ambas partes. Conforme las tensiones comerciales entre EE.UU. y China han ido disminuyendo, el mercado está atento a las nuevas tensiones comerciales que podrían presentarse entre EE.UU. y dos de sus aliados comerciales más importantes: La Eurozona y Japón.

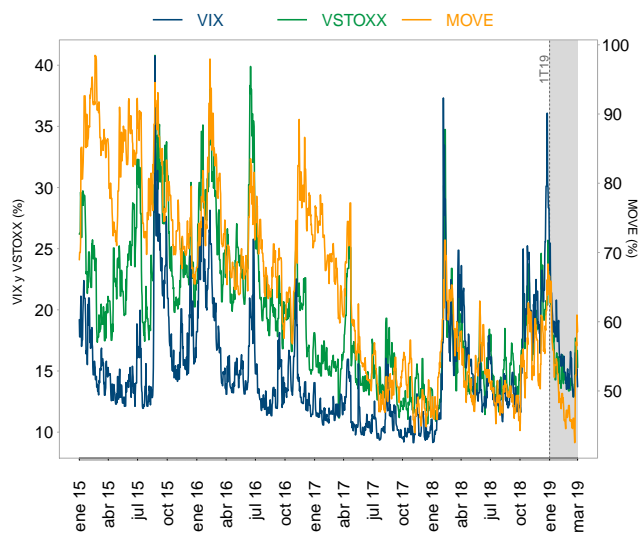
Tras la cumbre del G20 en Buenos Aires, celebrada a finales de septiembre del año pasado, los presidentes de EE.UU. y China lograron ponerse de acuerdo en un cese bilateral por 90 días durante los cuales no se impondrían tarifas adicionales por ninguna de las

dos partes mientras intentan resolver sus disputas comerciales en nuevas rondas de negociación. Durante el trimestre se llevaron a cabo varios diálogos comerciales donde se intentó resolver estas disputas, y al cabo de los 90 días de tregua, ambas partes se mostraron satisfechas con los resultados obtenidos por lo que decidieron extender de forma indefinida el periodo de tregua con el fin de alcanzar un acuerdo. Aunque los resultados de estas negociaciones aún son inciertos, se conoció que China reanudó la compra de productos agrícolas y energéticos a EE.UU. con el fin de reiterar su voluntad de diálogo.

### Incertidumbre en mercados financieros

Durante el 1T19, los mercados financieros tuvieron un desempeño positivo generalizado a nivel global como corrección frente a la turbulencia observada durante el último trimestre del año pasado. De esta manera la percepción de riesgo en los mercados accionarios de EE.UU. y Europa, y en el mercado de renta fija estadounidense, disminuyó de manera importante, lo que contribuyó a que hubiera un mayor apetito por activos riesgosos a nivel mundial (*Gráfico 12*).

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



Fuente: *Bloomberg*.

La percepción de riesgo en los mercados accionarios estadounidense y europeos, medida a través de los indicadores *Vix* y *Vstox* presentó una reducción importante durante el trimestre y unos menores niveles de volatilidad, en línea con una recuperación de los mercados de renta variable en países desarrollados. En cuanto al indicador *Move* que mide la volatilidad en el mercado de renta fija estadounidense, este presentó una reducción, en línea con las mayores expectativas de que la Fed mantenga inalteradas sus tasas de política monetaria por un tiempo prolongado.

### ***Incertidumbre en política y en política económica***

Durante el 1T19 se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política económica. En Europa, Reino Unido, Italia y Francia concentraron la mayor parte de estos eventos. En primer lugar, aunque la Unión Europea (UE) y el Reino Unido lograron llegar a un acuerdo del *Brexit* en septiembre del año pasado, el principal reto para la primera ministra Theresa May ha sido lograr que el acuerdo sea aprobado por el Parlamento. Lo anterior debido a que el Parlamento rechazó en tres ocasiones dicho acuerdo por lo que la primera ministra se vio obligada a solicitar una extensión de la fecha límite de salida del Reino Unido de la UE con el fin de evitar una salida desordenada. De esta manera, se postergó hasta el 31 de octubre la incertidumbre sobre el futuro del *Brexit*. En segundo lugar, sigue existiendo incertidumbre frente al futuro de las relaciones entre el Gobierno de coalición italiana y la Comisión Europea ya que Italia entró formalmente en recesión y por ende el déficit fiscal como relación del PIB sería mayor al inicialmente estipulado, violando así las reglas fiscales impuestas por la UE. Finalmente, desde mediados de noviembre del año pasado Francia ha presentado una serie de protestas en todo el país, inicialmente en contra del aumento planteado por el Gobierno al impuesto a la gasolina. Esto obligó al Gobierno a retractarse y realizar además una serie de concesiones que podrían llevarlo a violar las reglas fiscales de la UE, sin conseguir un cese de las protestas<sup>12</sup>.

<sup>12</sup>Entre las concesiones hechas por el Gobierno francés se encuentra aumentar el salario mínimo en USD100 y abolir los impuestos

Frente a lo observado en el 4T18, el indicador de incertidumbre sobre la política económica disminuyó en promedio en Reino Unido, Francia, Italia y España, y se mantuvo estable en Alemania<sup>13</sup> (Gráfico 13). En EE.UU, el indicador agregado y los indicadores específicos<sup>14</sup> de política monetaria y fiscal presentaron un aumento en promedio, mientras que el indicador específico de comercio exterior se redujo de manera importante ante el desarrollo de los diálogos comerciales entre las delegaciones de EE.UU. y China<sup>15</sup> (Gráfico 14).

En Latinoamérica, disminuyó la incertidumbre política interna en los países, respecto a lo que se había observado en el último trimestre de 2018. En México, la incertidumbre giró en torno a los temores de ciertos empresarios respecto al futuro de la economía mexicana dada la cancelación del proyecto de construcción del nuevo aeropuerto a finales del año pasado y cierto retroceso en las reformas energéticas y educativas en el país. De igual forma, la crisis de producción de Pemex dada la falta de inversión en proyectos de exploración durante los años anteriores influyó en la incertidumbre del país; ante este último punto el gobierno mexicano propuso un plan para rescatar a Pemex con mayor inversión pública, la rehabilitación de algunas de sus refinerías y la construcción de una nueva. No obstante, las propuestas del gobierno fueron vistas por algunos analistas como insuficientes para salvar la compañía.

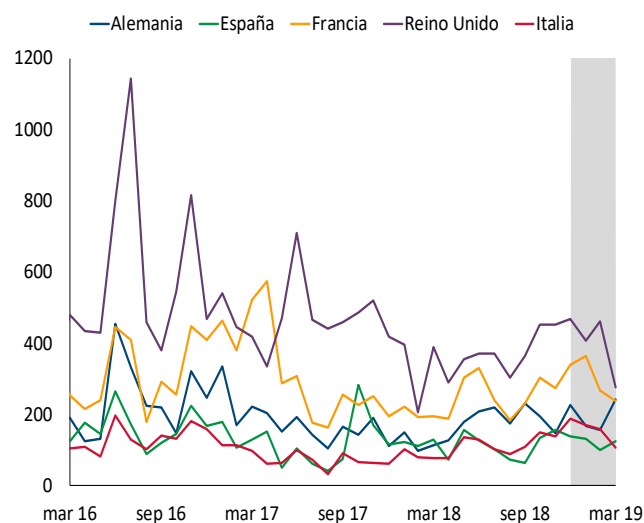
sobre las pensiones. De acuerdo con el Gobierno, las medidas para calmar las propuestas tendrían un impacto de 0,5 puntos porcentuales (p.p) sobre el déficit fiscal de 2019, lo que podría ubicarlo por encima del 3% que estipulan las reglas de la Unión Europea.

<sup>13</sup>El indicador de incertidumbre política económica de *Baker, Bloom y Davis* (2016) se redujo en promedio entre el 4T18 y el 1T19 en Reino Unido desde 457 a 381, en Francia desde 305 a 290, en Italia desde 159 a 145, y en España desde 142 a 119, mientras que en Alemania se mantuvo constante en 189.

<sup>14</sup>Para EE.UU, *Baker, Bloom y Davis* (2016) construyeron un indicador general e índices específicos en materia de política monetaria, fiscal, salud, comercial, entre otras.

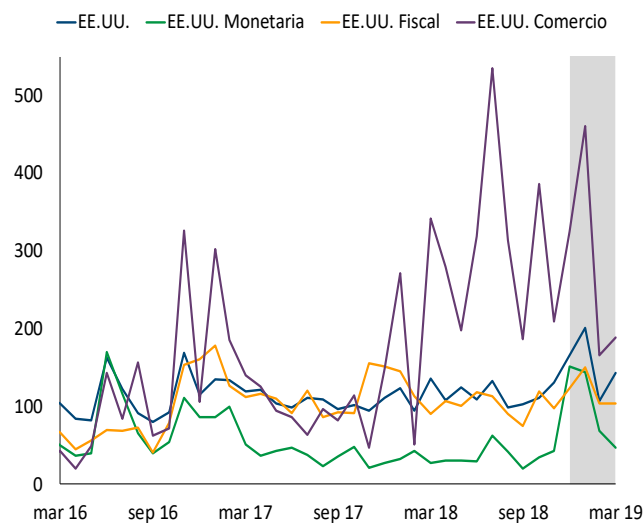
<sup>15</sup>En EE.UU. el promedio del indicador agregado de *Baker, Bloom y Davis* (2016) aumentó al pasar de 136 en el 4T18 a 150 en el 1T19, al igual que los indicadores específicos de política fiscal y monetaria que pasaron de 113 a 119 y de 76 a 87, respectivamente. Por su parte, el indicador específico de comercio exterior disminuyó en promedio 36 puntos desde 307 a 271.

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Por su parte en Brasil, la incertidumbre se centró en la presentación y futuro de la reforma pensional requerida en el país. Durante el mes de febrero el presidente

del país Jair Bolsonaro presentó la propuesta de reforma pensional al congreso la cual incluye entre otras cosas una edad mínima de pensión de 62 años para mujeres y 65 para hombres, cuando en el actual sistema no existe edad de pensión; y un requisito de contribución al sistema pensional durante cuarenta años para recibir el beneficio integral. El futuro de esta reforma es incierto dados los enfrentamientos políticos en el país, por lo que las negociaciones entre el ministro de economía y el congreso brasileño fueron aplazadas para el mes de abril. Adicionalmente a finales de marzo la Cámara de Diputados brasileña aprobó una propuesta de modificación de la constitución que obliga al gobierno federal a realizar todos los gastos previstos del presupuesto, cuando actualmente solo se requieren satisfacer ciertos gastos, esta propuesta fue dirigida al senado para su aprobación. La propuesta fue vista como una derrota a Bolsonaro que aún no ha establecido confianza en los mercados.

En Perú continúa la incertidumbre referente a las investigaciones del caso de corrupción de Odebrecht. Durante el trimestre, el fiscal general del país renunció dada la pérdida de su apoyo político tras destituir a dos fiscales claves en la investigación contra líderes políticos peruanos involucrados en actos de corrupción.

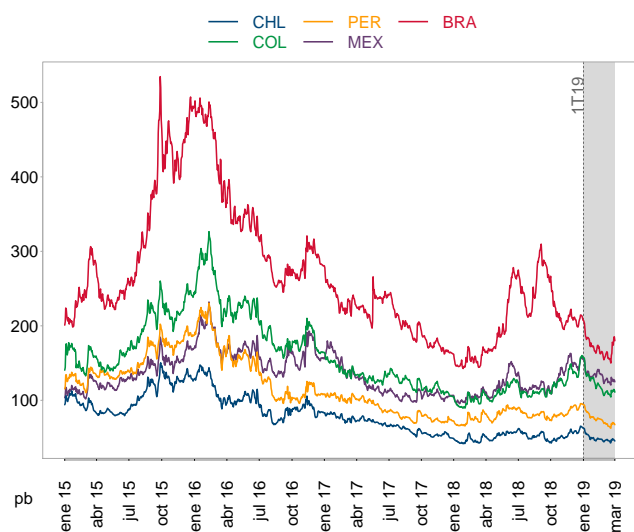
Lo anterior se vió reflejado en una menor percepción de riesgo de los países latinoamericanos (Gráfico 15).

### Comportamiento del precio de los Commodities

Durante el 1T19, los precios del petróleo revirtieron el comportamiento observado a finales del año 2018 y presentaron valorizaciones<sup>16</sup>. El comportamiento del precio del petróleo estuvo explicado por: i) disminuciones récord en el suministro de crudo de la OPEP desde diciembre de 2018; ii) el anuncio de Arabia Saudita de disminuir su producción más allá de lo acordado; iii) las sanciones impuestas por EE.UU a la industria petrolera venezolana, y (iv) las expectativas sobre una extensión del acuerdo de la OPEP más allá de ju-

<sup>16</sup>En el caso del Brent entre el 31 de diciembre de 2018 y el 31 de marzo de 2019 los precios aumentaron en 27% al pasar de USD53,8 por barril a USD68,4 por barril.

Gráfico 15: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

nio.

Por otra parte, los precios de los metales industriales presentaron aumentos, influenciados por la disminución en las tensiones comerciales, así como la debilidad del dólar. Por su parte los metales preciosos presentaron un comportamiento relativamente estable en el trimestre y cerraron en niveles similares a los observados a finales de 2018.

Finalmente, los productos agrícolas presentaron desvalorizaciones durante el trimestre explicadas por un aumento de la oferta de producción mundial, particularmente en Brasil y Argentina (Cuadro 3).

Cuadro 3: Precio de Productos Básicos (en dólares)

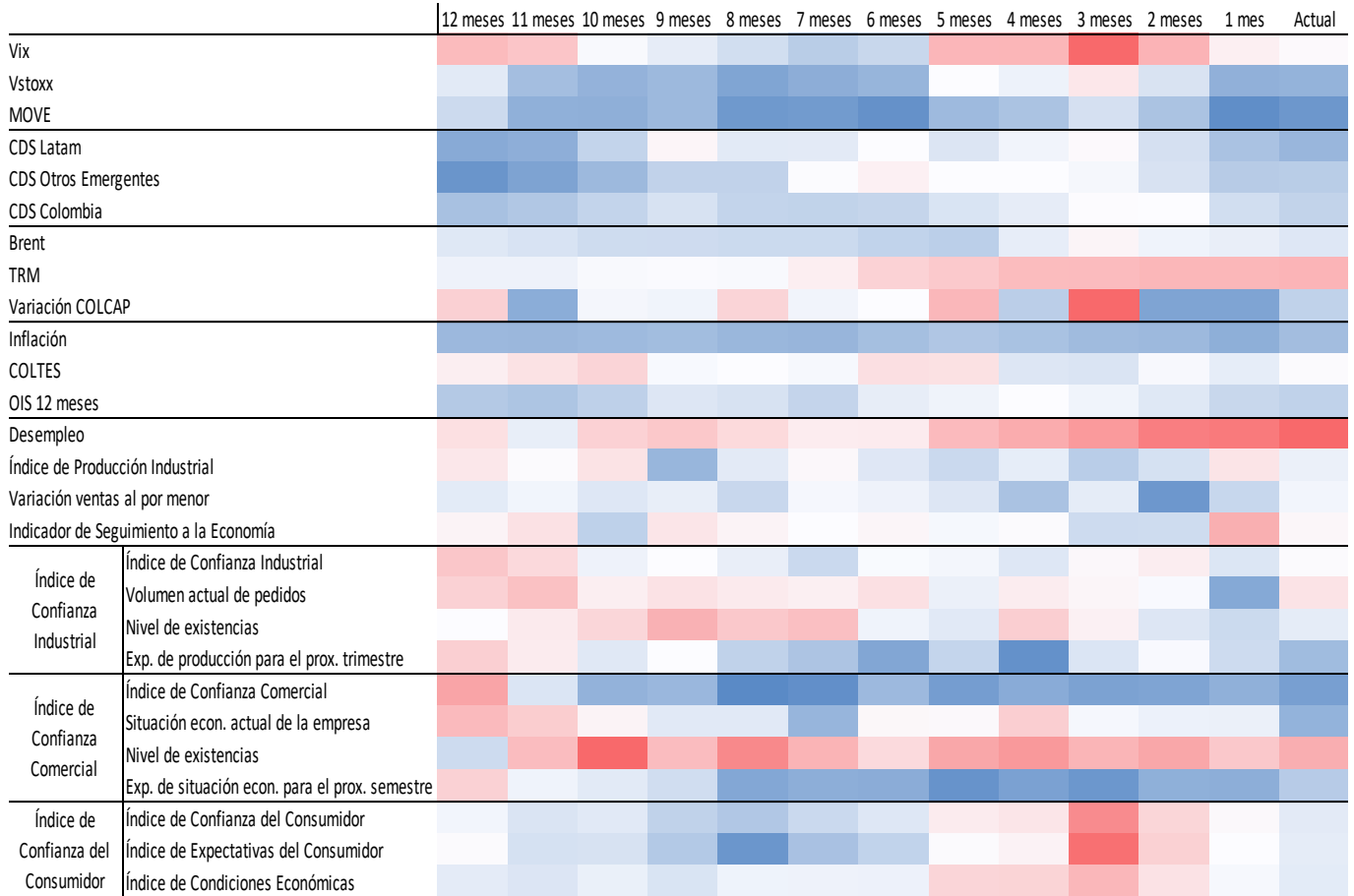
	31 Dic 2018	29 Mar 2019	Variación
Pétroleo WTI	45.4	60.1	32.4%
Pétroleo BRENT	53.8	68.4	27.1%
Níquel	10595	13015	22.8%
Hierro	71.1	85.7	20.5%
Cobre	5965	6485	8.7%
Arroz	10.1	10.9	7.5%
Algodón	71.2	74.9	5.1%
Ganado	122.6	126.3	3.0%
Café Arabigo	126.3	129.5	2.6%
Aluminio	1870	1900	1.6%
Azúcar	12.6	12.8	1.5%
Oro	1282.5	1292.4	0.8%
Soya	882.5	884.3	0.2%
Plata	15.5	15.1	-2.4%
Aceite de palma	700.0	675.0	-3.6%
Maíz	3.4	3.3	-4.7%
Cacao	2365.3	2249.7	-4.9%
Café	1.02	1	-7.2%
Trigo	5.1	4.5	-12.0%
Carbón	86.7	70.4	-18.8%
<b>CRB INDEX</b>	<b>169,8</b>	<b>183,8</b>	<b>8,2 %</b>

Fuente: Bloomberg.

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 1T19, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica principalmente positiva ante aumentos en la confianza de consumidores, industriales y comerciantes, un mayor crecimiento esperado para 2019, disminuciones de las proyecciones de inflación para 2019 y 2020, y mayores expectativas de valorizaciones del COLCAP. Sin embargo, se destacan los datos mixtos de producción industrial y ventas al por menor, así como la tendencia al alza del desempleo (Gráfico 16).

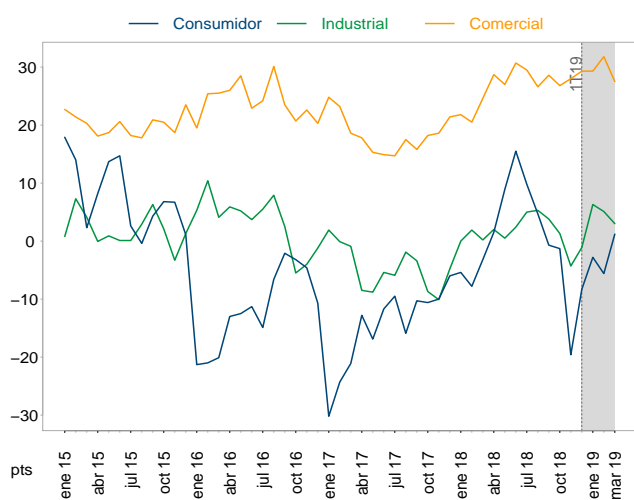
Gráfico 16: Mapa de calor de variables macro y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República. Se presenta un histórico de las variables desde hace doce meses hasta el último dato conocido. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio de los últimos cinco años, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable.

En el *Gráfico 17* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo<sup>17</sup>. Se observa que en promedio la confianza de los consumidores, industriales y comerciantes aumentó durante el trimestre, al pasar de un promedio de -9,7%, -1,4% y 28,0% en el 4T18 a -4,2%, 4,8% y 29,5% en el 1T19, respectivamente. En el caso de la confianza del consumidor este aumento estuvo explicado principalmente por una mejora en el índice de expectativas de los consumidores, particularmente frente a las expectativas económicas durante los próximos doce meses. Por su parte, la confianza industrial aumentó principalmente debido a unas mayores expectativas de producción para el próximo trimestre, mientras que la confianza comercial mejoró principalmente como consecuencia de una mejor percepción de la situación económica actual de la empresa.

Gráfico 17: Índices de Confianza



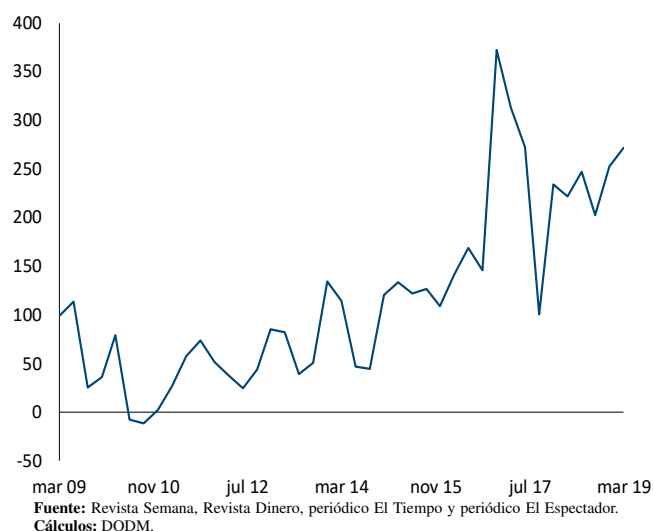
Fuente: Fedesarrollo.

Durante el trimestre se conocieron datos mixtos de crecimiento de la producción industrial. Esta se ubicó por encima de lo esperado por el mercado en noviembre (obs: 4,7%; esp: 4,3%), por debajo de lo previs-

<sup>17</sup>Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

to en diciembre (obs: -0,8%; esp: 4,9%), y en 3,0% en enero<sup>18</sup>. Por otro lado, el crecimiento en las ventas al por menor resultó superior a las proyecciones del mercado en noviembre (obs: 10,8%; esp: 7,1%), e inferior en diciembre (obs: 7,0%; esp: 8,4%) y enero (obs: 3,0%; esp: 4,3%). Por su parte, el Indicador de Seguimiento a la Economía<sup>19</sup> se ubicó por debajo de lo esperado por el mercado en noviembre (obs: 2,2%; esp: 2,9%), diciembre (obs: 1,9%; esp: 2,9%) y enero (obs: 2,2%; esp: 3,0%). Finalmente, el Indicador de Incertidumbre en Política Económica para Colombia (IPEC) presentó un aumento frente a los niveles del 4T18 al pasar de 252 a 271, manteniéndose en niveles elevados como consecuencia de las relaciones con Venezuela, las tensiones con el ELN y la situación de la represa de Hidroituango (*Gráfico 18*)<sup>20</sup>.

Gráfico 18: Incertidumbre en Política Económica para Colombia



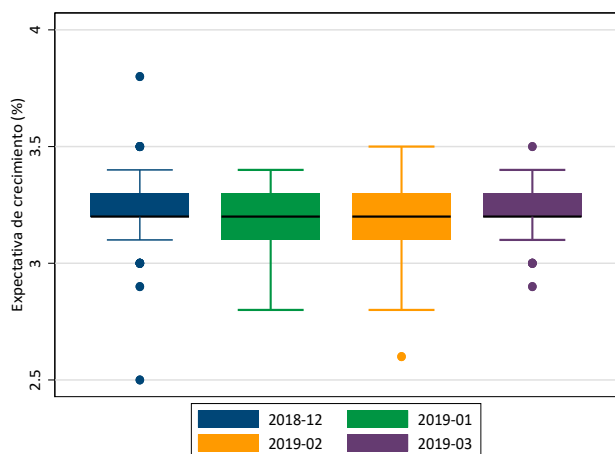
Fuente: Revista Semana, Revista Dinero, periódico El Tiempo y periódico El Espectador.  
Cálculos: DODM.

<sup>18</sup>Debido a un cambio metodológico por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) no se reportaron expectativas de crecimiento de la producción industrial para enero.  
<sup>19</sup>El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

<sup>20</sup>Con base en los textos digitalizados de las revistas Semana y Dinero, y los periódicos El Espectador y El Tiempo, el BR construyó un indicador de incertidumbre en política económica a partir de la metodología propuesta por Baker, Bloom y Davis (2016)

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>21</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2019 aumentaron levemente al pasar de 3,22% en diciembre a 3,23% en marzo (Gráfico 19). Respecto a la inflación, las expectativas para 2019 se redujeron de manera importante como consecuencia de las sorpresas inflacionarias observadas durante el trimestre. De esta manera, la inflación esperada para 2019 pasó de 3,54% en diciembre a 3,21% en marzo. Por su parte, las expectativas para 2020 disminuyeron desde 3,33% en enero a 3,27% en marzo (Gráfico 20)

Gráfico 19: Expectativas de Crecimiento para 2019 (EOF)



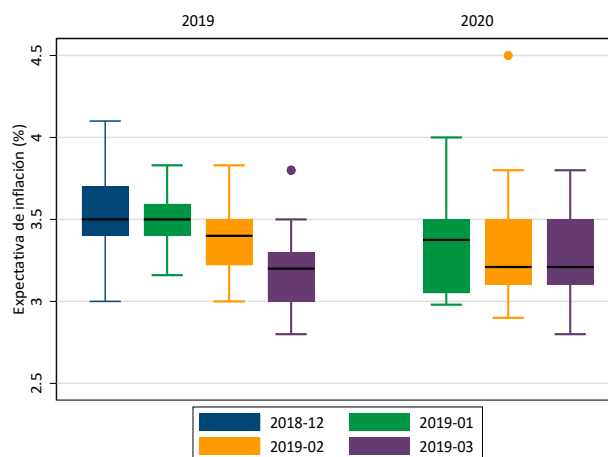
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. La línea negra del centro de la caja representa la mediana. La caja incluye el 50% de los datos.

En lo referente al rendimiento esperado del TES que vence en 2024<sup>22</sup> los agentes esperan menores desvalorizaciones durante los próximos tres meses (Gráfico 21). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de mayores valorizaciones durante el trimestre<sup>23</sup> (Gráfico 22).

Respecto a la duración de los portafolios administra-

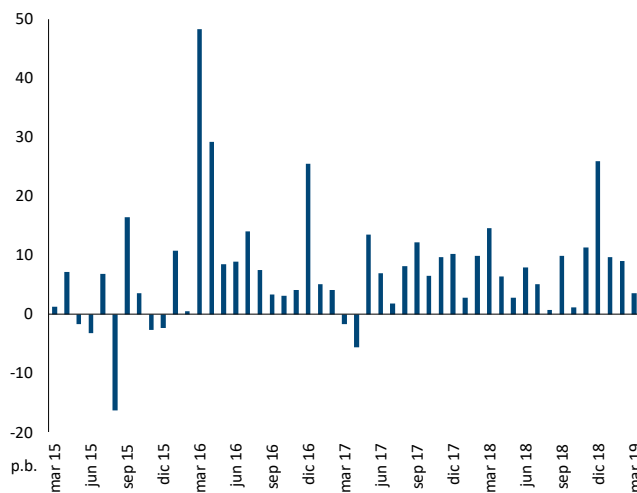
<sup>21</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.  
<sup>22</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la BVC en la encuesta. Además, se toma como referente de los cambios esperados la tasa del día en que se lleva a cabo la encuesta.  
<sup>23</sup>En las encuestas de enero, febrero y marzo, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 2,76%, 2,67% y 5,71%, respectivamente.

Gráfico 20: Expectativas de Inflación (EOF)



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

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

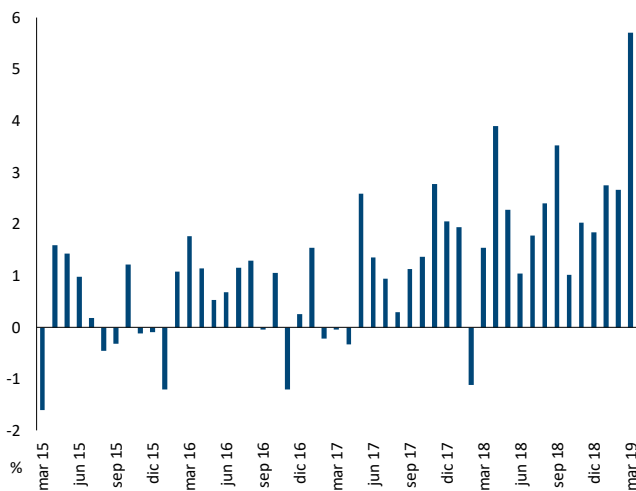


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

dos por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje de agentes que esperaba que esta medida disminuyera se redujo, mientras que el porcentaje que proyectaba que se incrementara o permaneciera



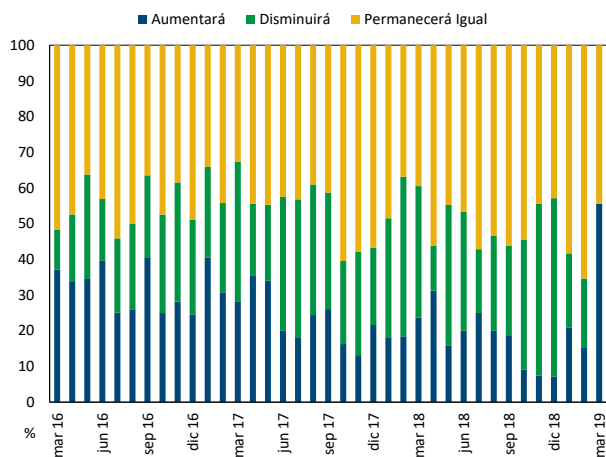
Gráfico 22: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

igual aumentó<sup>24</sup> (Gráfico 23).

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



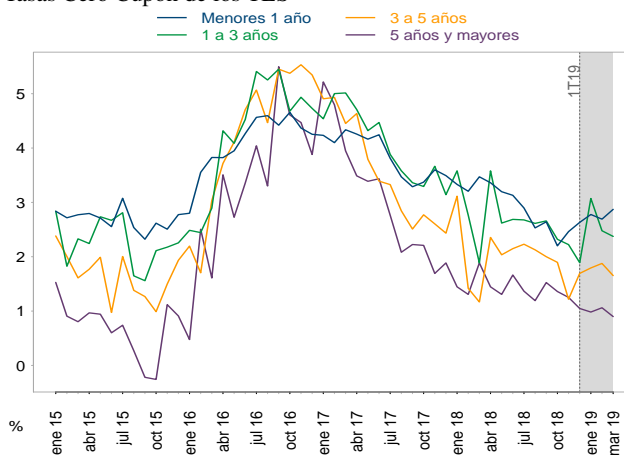
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Finalmente, durante el 1T19, los *spreads* entre las ta-

<sup>24</sup>Entre diciembre y marzo, el porcentaje de agentes que consideró que la duración disminuiría pasó de 50,0% a 0,0%, el porcentaje que consideró que esta aumentaría pasó de 7,1% a 55,6%, mientras que el porcentaje que consideró que permanecería igual pasó de 42,9% a 44,4%.

sas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para todos los plazos, excepto entre 3 y 5 años<sup>25</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 1T19, frente al promedio del 4T18, se observó un aumento para todos los plazos, explicado por una reducción de las tasas los TES y un aumento de las tasas de cartera preferencial para plazos menores a 3 años (Gráfico 24 y Gráfico 25)<sup>26</sup>.

Gráfico 24: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



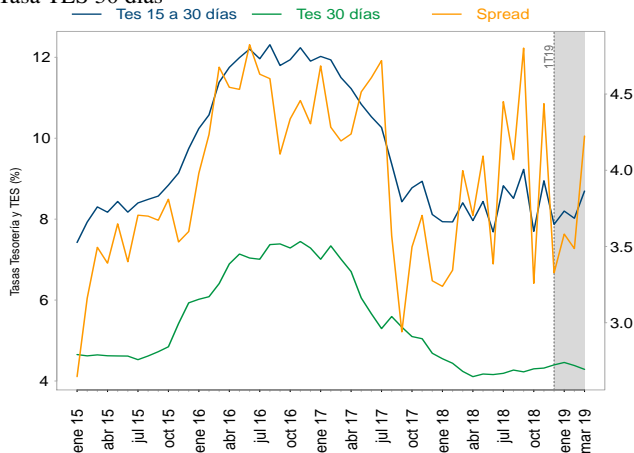
Fuente: Banco de la República.

<sup>25</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: 24 p.b, entre 1 y 3 años: 48 p.b, entre 3 y 5 años: -4 p.b. y 5 años o más: 52 p.b.

<sup>26</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: 35 p.b, entre 1 y 3 años: 50 p.b, entre 3 y 5 años: 17 p.b. y 5 años o más: 13 p.b.



Gráfico 25: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

## 5 Mercado Cambiario

### 5.1 Mercado Cambiario Global

Durante el 1T19, el dólar presentó depreciaciones frente a sus pares en enero y febrero, y una moderada apreciación en marzo, cerrando en niveles similares a los observados al cierre de 2018. El comportamiento del dólar estuvo influenciado durante enero y febrero por: i) el tono más *dovish* de la Fed que sugiere una política monetaria menos contractiva en los próximos años; y ii) las expectativas sobre una pronta resolución de las tensiones comerciales entre China y EE.UU. No obstante, las depreciaciones estuvieron contenidas por temores sobre una desaceleración económica mundial durante el mes de marzo y la debilidad del euro durante el trimestre, explicada por incertidumbre política, datos débiles de crecimiento y el anuncio de la nueva ronda de estímulos del BCE. (Cuadro 4 y Gráfico 26).

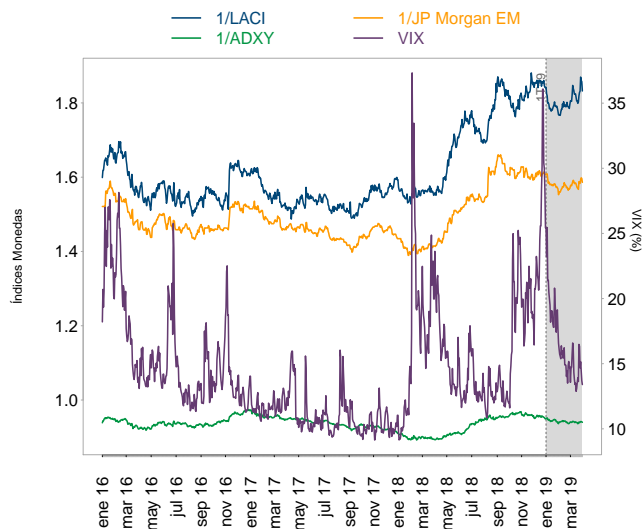
Las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar estadounidense fueron el peso argentino (15,0%), la lira turca (5,3%), y la corona de Islandia (5,3%), mientras que las que más se apreciaron fueron el rublo ruso (5,9%), el séquel de Israel (3,0%) y el baht de Tailandia (3,8%).

Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2018	1T 2019	País	2018	1T 2019
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	4.7%	2.2%	Korea del Sur	4.22%	1.7%
Gran Bretaña	5.9%	-2.2%	India	9.2%	-0.9%
Australia	10.8%	-0.7%	Hong Kong	0.23%	0.23%
Nueva Zelanda	5.6%	-1.2%	China	5.7%	-2.4%
Canadá	8.5%	-2.1%	Malasia	2.2%	-1.25%
Dinamarca	4.9%	2.2%	Tailandia	-0.1%	-2.5%
Suiza	-0.8%	-1.3%	Indonesia	6.1%	-1.0%
Japón	-2.7%	1.1%	índice I/ADXY	4.2%	-0.8%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	8.9%	-2.3%	Islandia	12.6%	5.3%
Brasil	17.1%	1.2%	Rusia	21.0%	-5.9%
México	0.0%	-1.1%	Polonia	7.3%	2.7%
Argentina	102.3%	15.0%	Turquía	39.3%	5.3%
Perú	4.1%	-1.6%	Israel	7.6%	-3.0%
Chile	12.7%	-2.0%	Sur África	15.9%	1.08%
índice I/LACI	15.6%	0.9%	USTW	4.94%	0.3%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26: VIX vs. Índices de Monedas

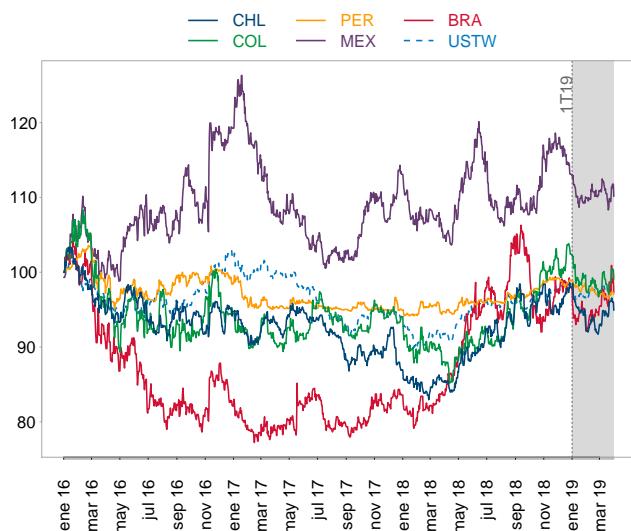


Fuente: Bloomberg.

Las monedas de America Latina, a excepción del real brasileño y el peso argentino, se fortalecieron frente al dólar: el peso colombiano (2,3%), el peso chileno (2,0%), el sol peruano (1,6%), y el peso mexicano (1,1%). Por su parte el real brasileño se debilitó 1,2% y el peso argentino 15,0% (Gráfico 27). La dinámica de las monedas de la región, además del comportamiento del dólar a nivel global, estuvo influenciada por el comportamiento del precio de los *commodities* (principalmente el petróleo y los metales industriales),

preocupaciones en torno al crecimiento global, y factores locales propios de cada país.

Gráfico 27: Tasas de Cambio LATAM



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

El comportamiento del real brasileño en el periodo estuvo explicado por el incremento en el precio del petróleo, así como por la incertidumbre política referente a la presentación y aprobación del proyecto de reforma pensional en el congreso. Hasta mediados de febrero los analistas estaban optimistas respecto a las medidas de ahorro que implantaría el nuevo gobierno, así como por la aprobación del texto de la reforma pensional por parte del presidente que incluía medidas concretas como la edad de pensión. Sin embargo, en marzo este optimismo se diluyó, lo cual debilitó al real brasileño.

El peso mexicano se vio favorecido por los incrementos del precio del petróleo y por el aumento de las expectativas de los analistas de que el Banco Central de México mantenga por un tiempo prolongado su tasa de referencia. Sin embargo, las apreciaciones de la moneda estuvieron contenidas por la reducción de la calificación crediticia a Pemex por parte de Fitch.

Por su parte, el peso chileno y el sol peruano se vieron favorecidos por el incremento en el precio del cobre,

su principal producto de exportación. De igual forma los avances en las conversaciones entre China y EE.UU. favorecieron el comportamiento de estas monedas, dado que China es un socio comercial importante para estas economías.

En materia de intervención cambiaria se destaca que el Banco Central de Brasil (BCB) renovó la totalidad de los *swaps* cambiarios tradicionales<sup>27</sup> con vencimientos entre enero y marzo de 2019 y anunció que renovararía la totalidad de *swaps* cambiarios con vencimiento en abril; el Banco Central de Reserva del Perú permitió que se le vencieran la totalidad de los *swaps* cambiarios de venta, y quedó con un saldo nulo en todos los instrumentos cambiarios en los que interviene; el Banco de México renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta NDF con vencimientos entre enero y marzo y realizó operaciones con Pemex y el Gobierno Federal; y el Banco de la República vendió opciones *put* de acumulación de reservas por USD1199,9 millones, de las cuales se ejercieron USD1139,6 millones, adicionalmente realizó compras al Gobierno por USD1000 millones a la tasa de mercado (*Cuadro 5*).

En el *Cuadro 6* se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado<sup>28</sup>. Por su parte, en el *Cuadro 7* se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

Con respecto al promedio registrado en el 4T18, en el 1T19 la volatilidad condicional promedio disminuyó para el peso chileno, el peso mexicano, el real brasi-

<sup>27</sup>Los *swaps* cambiarios tradicionales corresponden a instrumentos en el cual el Banco Central se compromete a pagar la variación de tasa de cambio y recibe a cambio la variación de la tasa de interés interbancaria, lo cual aumenta la posición corta en dólares del Banco.

<sup>28</sup>En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios, en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y Pemex y a renovaciones de contratos de venta *forward*, y en el de Colombia a las opciones *put* de acumulación de reservas ejercidas.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Enc.	0	0	0	0	0
Feb.	1000	0	0	0	0
Mar.	0	0	0	0	0
<b>1T19</b>	<b>1000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Enc.	400	355,8	0	0	3397
Feb.	400	145,5	0	0	549
Mar.	339,6	0	0	0,1	143
<b>1T19</b>	<b>1139,3</b>	<b>501,3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4089</b>

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

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

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>2018</b>	<b>400</b>	<b>-62</b>	<b>0</b>	<b>-45.120</b>	<b>-1336</b>
<b>1T19</b>	<b>2139,3</b>	<b>501</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4089</b>

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

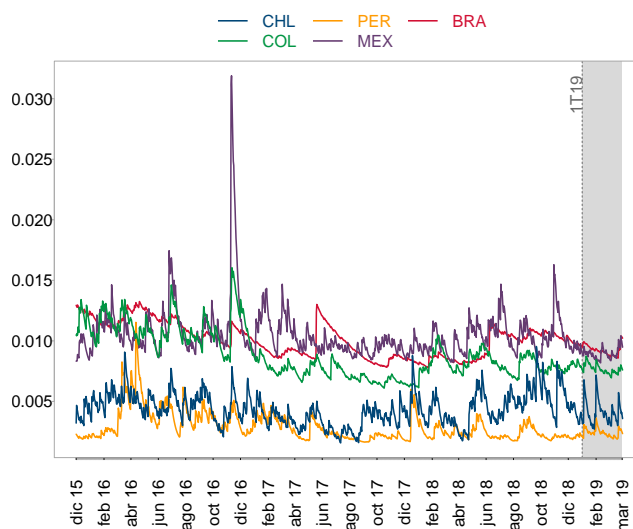
leño y el peso colombiano, y aumentó para el sol peruano. El real brasileño presentó, en promedio, la mayor volatilidad seguida por la del peso colombiano, el peso chileno, el peso mexicano y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 28).

## 5.2 Mercado Cambiario Colombiano

Durante el 1T19, el peso colombiano se apreció 2,3%<sup>29</sup> frente al dólar en línea con el desempeño de la mayoría de las monedas de la región y manteniendo una fuerte correlación con el precio del petróleo y en menor medida debido a expectativas de mone-

<sup>29</sup>Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

Gráfico 28: Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DODM

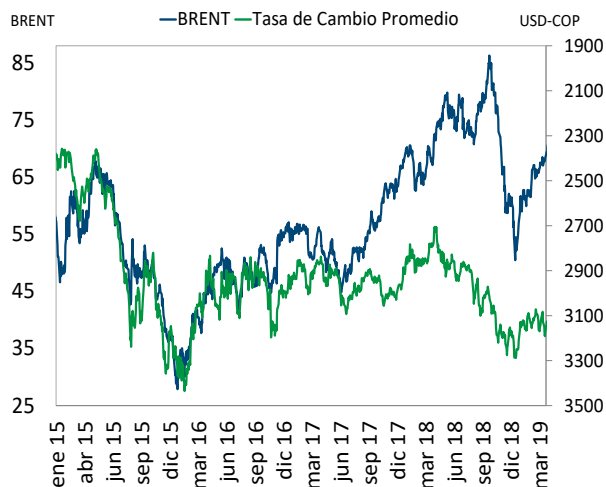
tizaciones para el pago de dividendos y para el pago de impuestos de grandes contribuyentes (Gráfico 29). Sin embargo la apreciación estuvo contenida debido a preocupaciones respecto al crecimiento a nivel global que genera un menor apetito por activos riesgosos. (Gráfico 30).

Entre el 31 de diciembre de 2018 y el 29 de marzo de 2019 la Posición Propia (PP) de los Intermediarios del Mercado Cambiario disminuyó USD2596 millones, principalmente como consecuencia de la entrada en vigencia (el 26 de marzo) de las modificaciones al cálculo de la PP, según las cuales los IMC obligados a consolidar estados financieros de acuerdo con las instrucciones de la Superintendencia Financiera de Colombia que tengan inversiones controladas en el exterior deben excluir del cálculo las inversiones controladas en el exterior y los derivados y demás obligaciones designados como cobertura de dichas inversiones.

De otra parte, en el mismo periodo la Posición Propia de Contado (PPC)<sup>30</sup> aumentó USD1120 millones y los

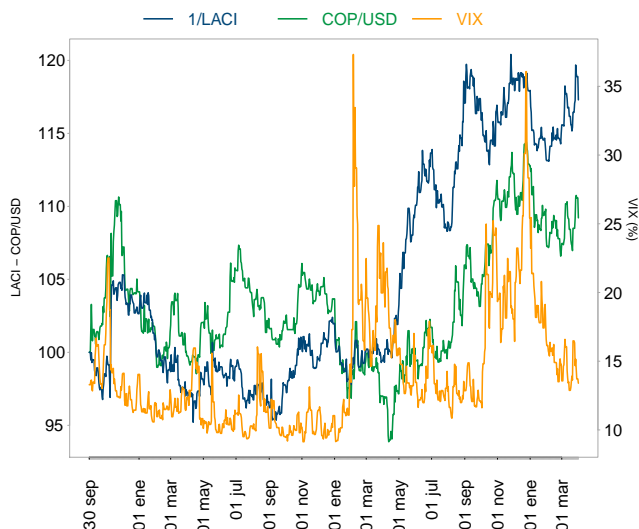
<sup>30</sup>La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obliga-

Gráfico 29: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

Gráfico 30: COP/USD - LACI - VIX

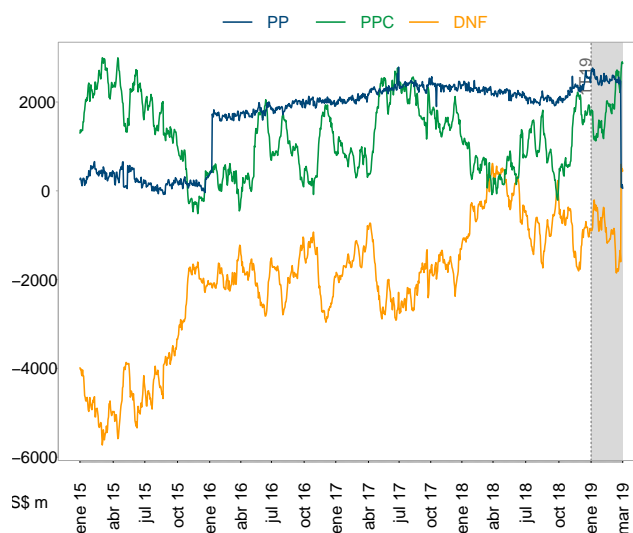


Fuente: Bloomberg y SET-ICAP FX. Cálculos: DODM. Base 100 1/LACI y USD/- COP: 30 de diciembre de 2016

ciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser

derechos netos por operaciones de derivados aumentaron USD1199 millones.

Gráfico 31: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



Fuente: Banco de la República.

En el mercado *forward* peso-dólar<sup>31</sup>, el monto promedio diario negociado en el 1T19 se ubicó en USD1822 millones, el cual es superior al observado el trimestre anterior y al observado hace un año<sup>32</sup>, y se explica por mayores negociaciones durante febrero y marzo.

De manera similar en el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación<sup>33</sup> durante el 1T19 fue de USD1397 millones, que es superior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD1331 millones) y durante el mismo periodo hace un año (1T18: USD1290 millones)<sup>34</sup>.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Con-

denominados en m/e se liquidan en moneda legal.

<sup>31</sup>Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

<sup>32</sup>Promedios diarios: 4T18: USD1798 millones, 1T18: USD1809 millones. Fuente: Banco de la República.

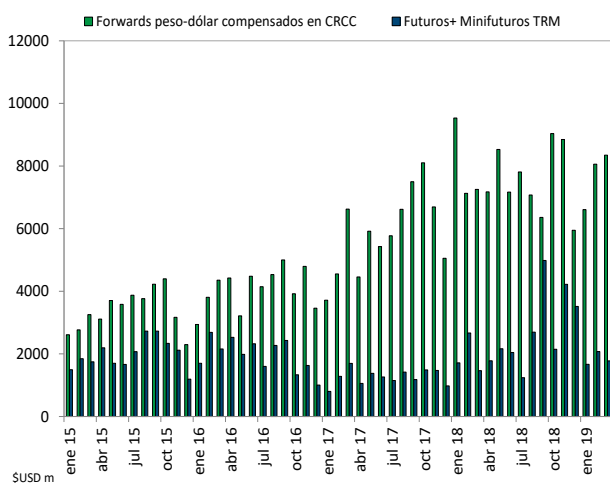
<sup>33</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros

<sup>34</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros

traparte (CRCC) pasaron de USD23,8 mm en el 4T18 a USD23,0 mm en el 1T19<sup>35</sup> (Gráfico 32), y la posición abierta de los forwards de tasa de cambio al 29 de marzo se ubicó en USD7,21 mm.

Durante el 1T19 se negociaron un total de 108.300 futuros de TRM<sup>36</sup>, volumen inferior al negociado durante el 4T18 (195.584 contratos), por un monto total de USD5.415 millones. Al 29 de marzo de 2019 la posición abierta era de 6.228 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2019. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>37</sup>, se negociaron un total de 20.083 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (10.824 contratos) por un total de USD100,4 millones (Gráfico 32). La posición abierta de mini futuros al 29 de marzo se ubicó en 730 contratos, la mayoría con vencimiento en abril de 2019. Durante el trimestre se negociaron 155 contratos de opciones de TRM por un monto de USD7,75 millones.

Gráfico 32: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>38</sup>, en el 1T19 la cuenta corriente registró reintegros netos de

<sup>35</sup>Estos datos corresponden a las negociaciones de todo el trimestre.

<sup>36</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>37</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

<sup>38</sup>La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace:

divisas por USD1239 millones, lo que se explica por salidas netas por USD218 millones en la balanza comercial y por reintegros de USD1457 millones en la balanza de servicios y transferencias. De manera similar, en la cuenta de capital se presentaron entradas netas de divisas por USD1627 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD1247 millones, reintegros netos de capital oficial por USD1349 millones y entradas por otras operaciones especiales por USD1525 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta<sup>39</sup> por USD2213 millones (USD759 millones en enero, USD652 millones en febrero y USD803 millones en marzo), por inversión extranjera de portafolio neta<sup>40</sup> por USD517 millones (egresos en enero por USD154 millones, ingresos en febrero por USD529 millones e ingresos en marzo por USD141 millones), y por préstamo neto por USD927 millones. De otra parte, se presentaron salidas netas de divisas por el rubro de operaciones especiales del sector privado<sup>41</sup> por USD4904 millones.

Frente a los flujos presentados en el 4T18, se destaca una disminución en los ingresos por cuenta corriente de USD1666 millones a USD1239 millones, y una disminución en los ingresos por inversión extranjera de portafolio neta de USD605 millones a USD517 millones. De otra parte, se presentó un aumento en los ingresos por inversión extranjera directa neta, que pasaron de USD2040 millones a USD2213 millones.

<http://www.banrep.gov.co/balanza-cambiaria>.

<sup>39</sup>Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

<sup>40</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

<sup>41</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 1T19, el Banco Central de Chile aumentó en 25 p.b. su tasa de intervención, mientras que el resto de bancos centrales las mantuvo inalteradas. En México, pese a la postura más *dovish* por parte de la Fed, el banco central mantuvo su tasa de interés en niveles elevados en 8,25 % ante las preocupaciones por: i) el nivel de la inflación que, aunque bajó se encuentra muy cerca del límite superior del rango meta, ii) las expectativas de inflación que parecieran reflejar una falta de credibilidad en el banco central, iii) la aceleración de los salarios; y iv) las vulnerabilidades fiscales que enfrenta el país. En Chile, de acuerdo con lo esperado por el mercado, el banco central elevó su tasa de interés 25 p.b. hasta ubicarla en 3 % durante su reunión de enero ya que consideró que la evolución de las condiciones macroeconómicas sigue justificando una reducción gradual del estímulo monetario. Por su parte, en Brasil el banco central mantuvo su tasa de interés en el nivel mínimo histórico de 6,25 %, en línea con una postura cautelosa ante la debilidad que ha exhibido la actividad económica recientemente. Finalmente, el Banco Central de Reserva del Perú mantuvo su tasa de interés inalterada en 2,75 % debido a que la inflación y sus expectativas se ubican dentro del rango meta, y la actividad económica muestra signos de mayor dinamismo, aunque persisten los riesgos a nivel global (Gráfico 33 y Cuadro 8).

Cuadro 8: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a marzo de 2019 para Latam

País	Variación 1T19*	TPM Mar-19**
COL	-	4,25 %
CHL	25	3,00 %
PER	-	2,75 %
BRA	-	6,50 %
MEX	-	8,25 %

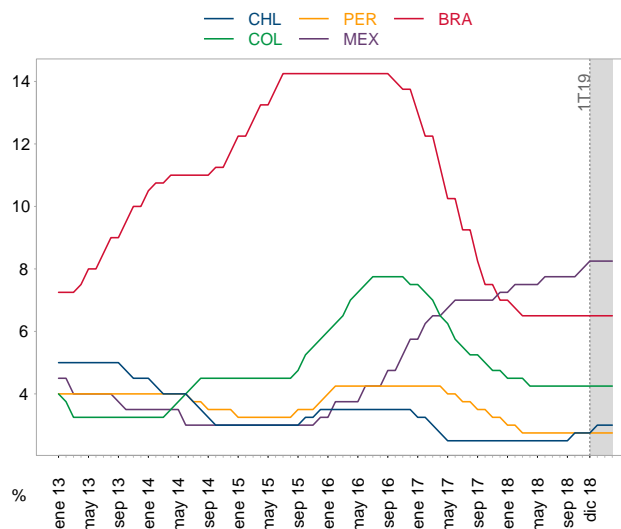
Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de diciembre de 2018 y el del 31 de marzo de 2019.

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

A nivel local, la JDBR mantuvo la tasa de política mo-

Gráfico 33: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

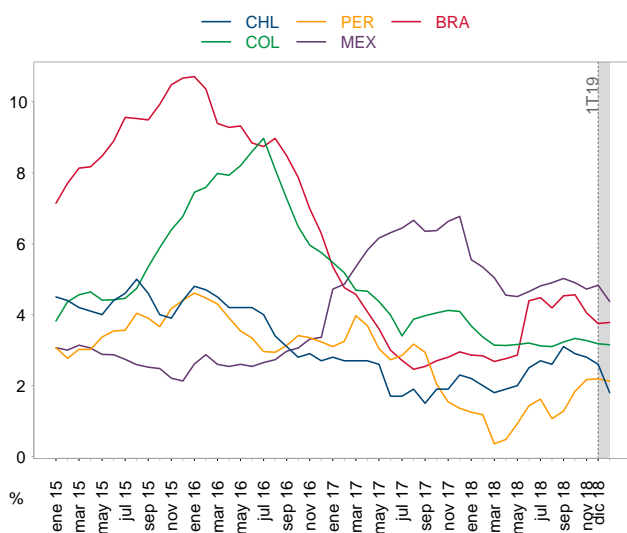
netaria en 4,25 % durante el trimestre, en línea con lo esperado por el mercado. Adicionalmente, durante sus reuniones de enero, febrero y marzo el BR anunció que continuaría con las subastas de opciones *put* para acumular reservas hasta por USD400 millones mensuales. Para tomar su decisión de marzo, algunos de los factores que el BR tuvo en cuenta fueron: i) en febrero la inflación se ubicó en 3,01 %, 1 p.b. por encima del objetivo del banco, y las expectativas de inflación continuaron disminuyendo, ii) la postura más *dovish* por parte de la Fed ante la moderación de las perspectivas de crecimiento global, iii) el dato de crecimiento del 4T18 se ubicó ligeramente por encima de lo esperado y las últimas cifras de actividad económica sugieren que la economía crecería en 2019 a un ritmo superior al de 2018; y iv) en 2018 el déficit de cuenta corriente se ubicó por encima de lo esperado y se espera que en 2019 vuelva a aumentar ante un mayor ritmo de crecimiento y unas condiciones financieras externas más favorables.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia esta se redujo durante los primeros dos meses del año, pero aumentó en marzo y cerró el trimestre en el mismo nivel observado en diciembre. De esta manera,



la inflación al final de marzo se ubicó dentro del rango meta del BR y ligeramente por encima del objetivo de 3 %, al ubicarse en 3,18 %. Por su parte, la inflación en México se redujo frente a lo observado en diciembre ante los menores precios de los *commodities* agrícolas y la apreciación del peso, de manera que cerró el trimestre en 4 %, el límite superior del rango meta del banco central. En Chile, la inflación también se redujo durante el trimestre y cerró en 2 %, el límite inferior del rango meta del banco central. En Brasil, durante el 1T19, la inflación se aceleró más de lo esperado por el mercado y terminó el trimestre en 4,58 %, por encima del objetivo de 4,25 % del banco central. Finalmente, en el indicador de Perú se observó un aumento cercano a 6 p.b, de manera que la inflación para el cierre del trimestre cerró en 2,25 % (Gráfico 34 y Cuadro 9).

Gráfico 34: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2019

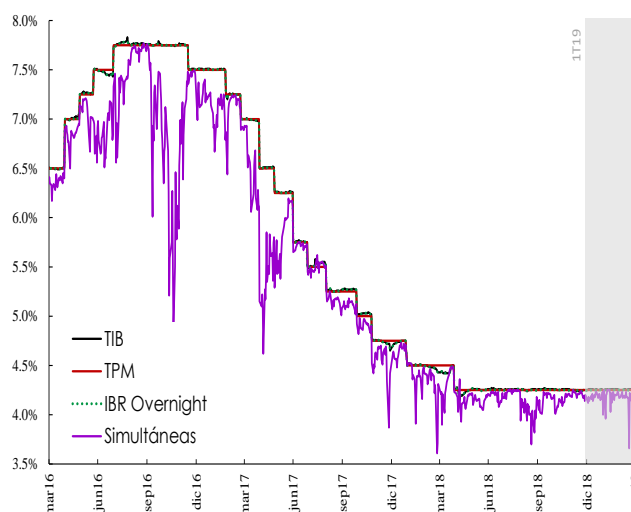
País	Anual Dic 2018	Anual Mar 2019	Rango meta 2019*
COL	3,18 %	3,18 %	2,00 % - 4,00 %
BRA	3,75 %	4,58 %	2,75 % - 5,75 %
CHL	2,60 %	2,00 %	2,00 % - 4,00 %
MEX	4,83 %	4,00 %	2,00 % - 4,00 %
PER	2,19 %	2,25 %	1,00 % - 3,00 %

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.  
\* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

## 6.2 Mercado Monetario Colombiano

Durante el 1T19 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de los días del trimestre. Durante el 1T19 la diferencia entre la tasa promedio de simultáneas y la tasa de referencia fue menor respecto a lo observado durante el 4T18, comportamiento que pudo estar motivado por un mayor apetito de los agentes al final del año 2018 de cubrir sus operaciones en corto (Gráfico 35).

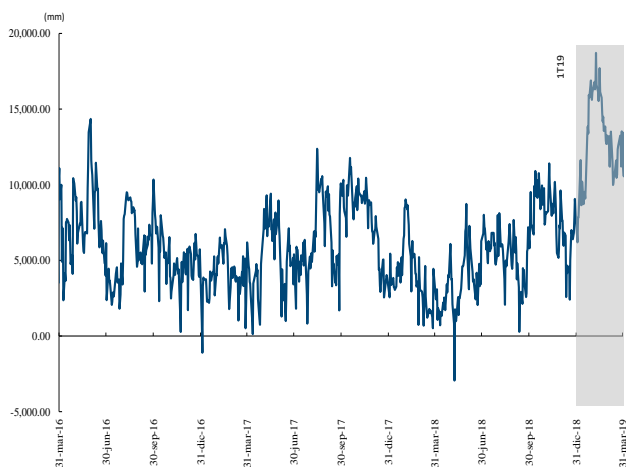
Gráfico 35: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

La posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el 1T19. Es importante resaltar que durante este trimestre el BR realizó subastas de repos a plazos de 14 y 90 días. El máximo nivel se observó el 7 de febrero, momento en el cual se registró un nivel de \$18.961 mm de los cuales \$5.000 mm fueron repos a plazo de 14 días subastados el día 22 de enero. Durante el 1T19 el promedio diario de la posición neta se ubicó en \$13.138 mm cifra superior al promedio registrado en el 4T18 (\$7.904 mm), (Gráfico 36).

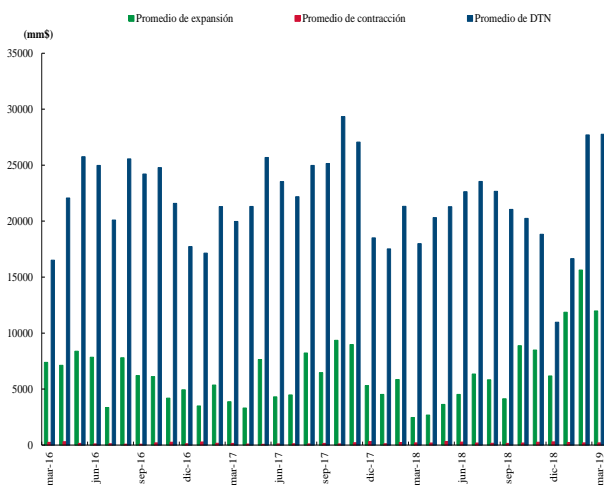
Gráfico 36: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, el promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación durante el 1T19 se ubicó en \$23.917 mm (Gráfico 37) cifra superior en \$7.028 mm a los saldos promedio observados en el 4T18 (\$16.887 mm).

Gráfico 37: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2019



Fuente: Banco de la República.

### 6.3 Mercado de Deuda Pública

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

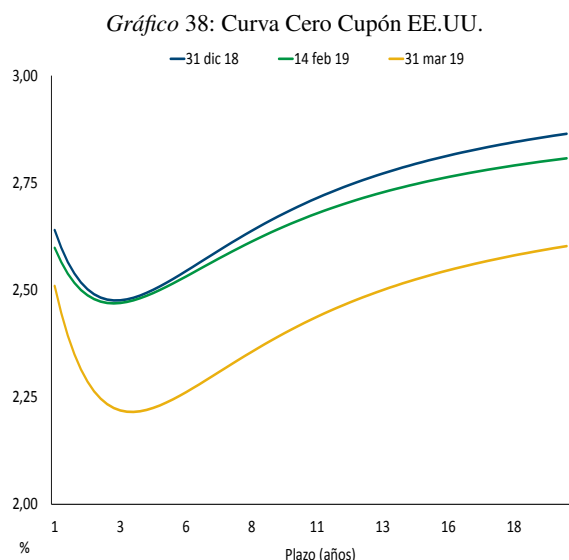
Durante el 1T19, la curva de EE.UU. continuó aplanándose y hacia finales de marzo la tasa de 3 meses superó a la tasa de 10 años por primera vez en más de una década, aunque posteriormente revirtió esta tendencia. Las valorizaciones de la curva estuvieron asociadas principalmente a las expectativas de una política monetaria menos contractiva desde comienzos de enero cuando varios miembros de la Fed adoptaron un lenguaje de paciencia con el fin de calmar a los mercados financieros que habían tenido un mal desempeño durante el 4T18 ante los temores de que la Fed siguiera endureciendo la política monetaria<sup>42</sup>. Adicionalmente, tras su reunión de marzo la Fed adoptó una postura aún más *dovish* de la esperada por el mercado. Lo anterior hizo pensar a los analistas de mercado que la entidad estaría viendo un panorama económico más débil, lo cual implicaría menores tasas en el futuro y contribuyó a las valorizaciones de los tramos medio y largo de la curva (Gráfico 38).

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

Los títulos de deuda pública de Brasil se valorizaron durante la primera parte del 1T19 ante el optimismo del mercado frente a las declaraciones del nuevo presidente y su gabinete durante sus primeros meses de Gobierno. Las principales declaraciones del nuevo Gobierno fueron a favor de la privatización de empresas estatales con el fin de reducir el tamaño del Estado,

<sup>42</sup>De acuerdo con el Chicago Mercantile Exchange (CME), la probabilidad de que en diciembre de 2019 el rango de la tasa de fondos federales se ubique en el rango actual (2,25% - 2,50%) o por encima, pasó de 90,7% el 31 de diciembre a 35,5% el 29 de marzo.





Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

la apertura económica del país, la simplificación y reducción de impuestos, y una reforma pensional que sería más ambiciosa que la de su predecesor e involucraría la creación de un sistema privado de pensiones<sup>43</sup>. Frente al tema de la reforma pensional, la curva se vio favorecida ante la presentación de la propuesta de una reforma pensional en el Congreso, que fue percibida como ambiciosa por el mercado y que incluía entre otras cosas una edad mínima de pensión. No obstante, durante marzo la curva revirtió parcialmente las valorizaciones observadas durante la primera parte del trimestre ante las tensiones entre varios miembros del Congreso y el Gobierno, lo que haría más difícil el trámite de la reforma pensional.

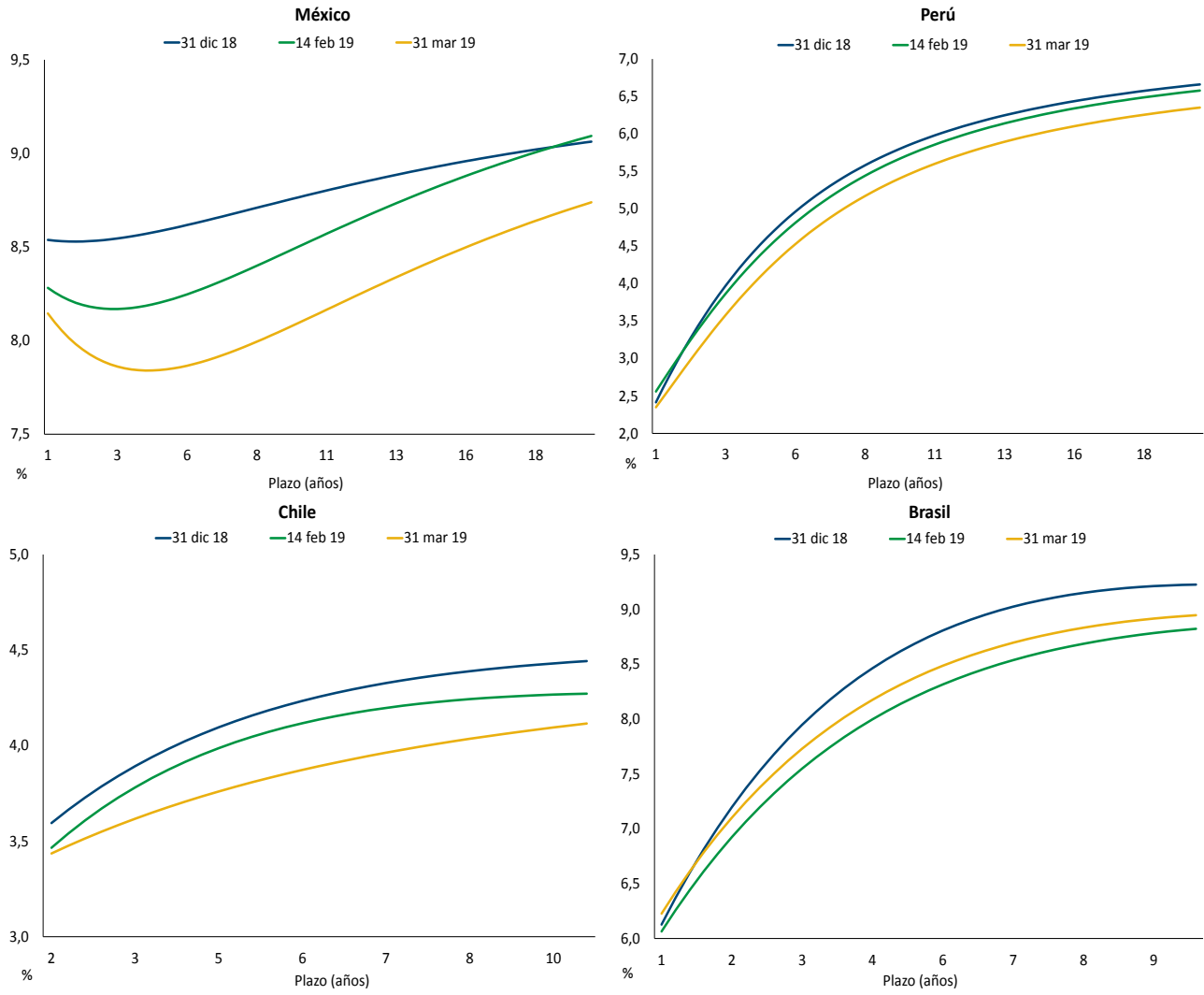
En México, la curva se valorizó como corrección frente a las desvalorizaciones observadas durante el último trimestre del año pasado. Estas desvalorizaciones

habían estado explicadas principalmente por la incertidumbre que generaron las declaraciones e iniciativas del nuevo Gobierno, y que llevaron a Fitch a revisar la calificación crediticia de México de estable a negativa ante la incertidumbre y el deterioro de las políticas de la nueva administración, así como los riesgos de crecientes pasivos contingentes que enfrenta Pemex. Adicionalmente, durante el trimestre el Gobierno mostró voluntad para resolver sus problemas fiscales y apoyar las finanzas de la petrolera estatal Pemex, aunque el mercado aún considera insuficientes estas iniciativas.

En el caso de Chile, las valorizaciones se explicaron principalmente por el buen desempeño macroeconómico del país durante el trimestre, de manera que la economía ha crecido por encima de su potencial por cinco trimestres consecutivos y el mercado laboral se encuentra en unas condiciones mejores a las esperadas por el mercado. De manera análoga, la curva de Perú se valorizó ante los buenos datos de actividad económica.

<sup>43</sup>El mercado considera urgente que el nuevo Gobierno promueva una reforma pensional estructural que reduzca el ritmo de crecimiento del gasto obligatorio en el mediano plazo. Así mismo, el Gobierno deberá presentar una reforma fiscal que le permita reducir otros gastos y aumentar el recaudo dado que el nivel de deuda de Brasil como proporción del PIB (80%) lo hace uno de los países más endeudados de la región.

Gráfico 39: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 28 de diciembre de 2018 y el 29 de marzo de 2019 saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$293,4 billones a \$308,0 billones. En el 1T19 se emitieron \$12,5 billones<sup>44</sup> de TES de largo plazo de los \$34,9 billones aprobados para 2019. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2019 es \$19 billones y al 29 de marzo se han expedido \$4,5 billones y restituido \$3,2 billones.

Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 1T19, se destaca que en enero el Fondo Monetario Internacional (FMI) actualizó a la baja sus proyecciones de crecimiento de Colombia para 2018 y 2019 a 2,6% y 3,3%, frente a las estimaciones de 2,9% y 3,5% de octubre, y Fedesarrollo también rebajó sus expectativas de crecimiento en Colombia para 2018 y 2019 a 2,7% y 3,3%, desde los niveles de 2,9% y 3,5% estimados en septiembre.

El 7 de febrero el Gobierno presentó ante el Congreso el Plan Nacional de Desarrollo en el que estableció las principales metas económicas y sociales para los próximos cuatro años. Entre otras cosas, señaló que apunta a que dentro de cuatro años haya un aumento del crecimiento potencial del PIB del 3,3% actual a 4,1%, un crecimiento de 4,5% (desde un 2,7% para 2018), una tasa de desempleo de 7,9% y un déficit fiscal del 1,4% del PIB, de tal forma que se asegure el cumplimiento de la regla fiscal. Asimismo, el Gobierno anunció que presentaría un proyecto de ley al Congreso para priorizar el gasto en subsidios y se comprometió a reducir \$1.2 billones sus costos operativos.

El 28 de febrero se conoció que el PIB del 2018 se expandió 2,7%, en línea con las expectativas del mercado, casi duplicando el crecimiento del 2017 y levemente por encima de la estimación del Banco de la República (2.6%). Posteriormente, el 8 de marzo, el

<sup>44</sup>Valores nominales. \$8,5 billones de TES en pesos y \$4 billones de TES UVR.

FMI aumentó su pronóstico de crecimiento para Colombia en 2019 desde 3,3% hasta 3,5%, impulsado por un aumento de la demanda interna y una recuperación de la inversión, al tiempo que para el 2020 proyectó un crecimiento de 3,6%.

El 18 de marzo, posterior al cierre del mercado de deuda local, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció una operación de manejo de deuda interna con los Creadores de Mercado que tendría lugar el día 19 de marzo y cumplimiento el 22 de marzo. Con la operación la Nación intercambió con los Creadores de Mercado \$4.2 billones y recibió demandas por \$5,3 billones<sup>45</sup>.

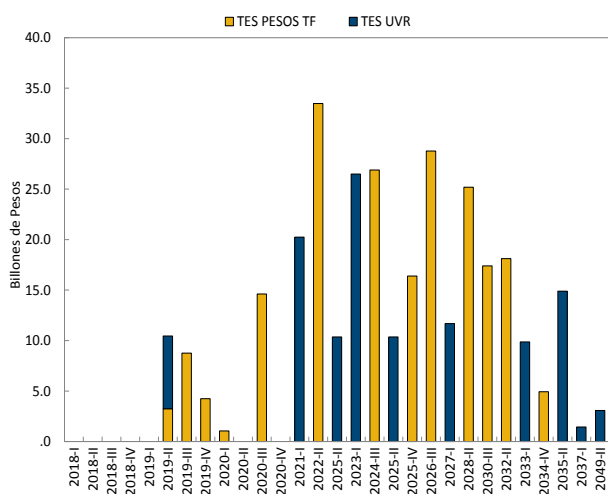
En el 1T19 se presentaron vencimientos de TES en pesos en marzo por cerca de \$3,2 billones. Con datos al 31 de marzo, en el 2019 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$16,2 billones correspondientes al 8,01% del saldo en circulación. En el período analizado hubo un pago de cupón por \$1,2 billones, \$708 mm, \$385 mm y \$296 mm de los TES en UVR que vencen el 23 de febrero del año 2023, el 10 de marzo del año 2021, el 17 de marzo del año 2027 y el 25 de marzo de 2033, respectivamente. En el *Gráfico 40* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 4T18 con las del cierre del 1T19, estas presentaron variaciones de -35 p.b., -39 p.b. y -30 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente<sup>46</sup> (*Gráficos 41, 42 y 43*), valorizaciones que tuvieron lugar principalmente hacia el final del período.

<sup>45</sup>El MHCP recibió las siguientes referencias (según su vencimiento): Abr-19 (UVR) (\$2'817.348 millones), Sep-19 (COP) (\$523.455 millones) y Jul-20 (COP) (\$899.496 millones); al tiempo que entregó las siguientes: May-22 (COP) (\$899.496 millones), Feb-23 (UVR) (\$2'697.648 millones), Nov-25 (COP) (\$161.138 millones), Abr-28 (COP) (\$62.500 millones) y Oct-34 (COP) (\$299.817 millones).

<sup>46</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 40: Proyección de Vencimientos TES



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

Las valorizaciones en la curva de TES en pesos estuvieron soportadas por la publicación de los datos de inflación de diciembre del 2018, enero y febrero del 2019 los cuales se ubicaron por debajo de las expectativas del mercado. Adicionalmente, los tramos corto y medio se vieron favorecidos por las expectativas de un canje de deuda por parte de la Tesorería, el cual se materializó el 19 de marzo, y por un menor ritmo esperado de incrementos de la tasa de política por parte del Banco de la República; por su parte, el comportamiento del tramo largo de la curva de rendimientos estuvo en línea con los *Treasuries* y reflejó además la demanda importante de títulos en este tramo por parte de pasivos pensionales<sup>47</sup> e inversionistas extranjeros<sup>48</sup>.

En cuanto a los TES denominados en UVR, durante el

<sup>47</sup>Durante el periodo, los pasivos pensionales realizaron compras netas por \$217 mm en los tramos corto y medio, y por \$4036 mm en el tramo largo.

<sup>48</sup>Como se indicará más adelante, los inversionistas extranjeros realizaron compras netas de TES en pesos en el mercado de contado por \$1069 mm, compuestas por ventas netas en los tramos corto y medio de \$1893 mm y compras netas en el tramo largo de \$2962 mm.

periodo presentaron variaciones de 61 p.b, 12 p.b y 2 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente, también concentradas en marzo. Lo anterior estuvo relacionado con el menor apetito de los inversionistas como consecuencia de unas menores expectativas de inflación y con el componente cíclico del nivel de precios que hace que hacia el segundo trimestre del año los títulos indexados a la inflación empiecen a perder valor.

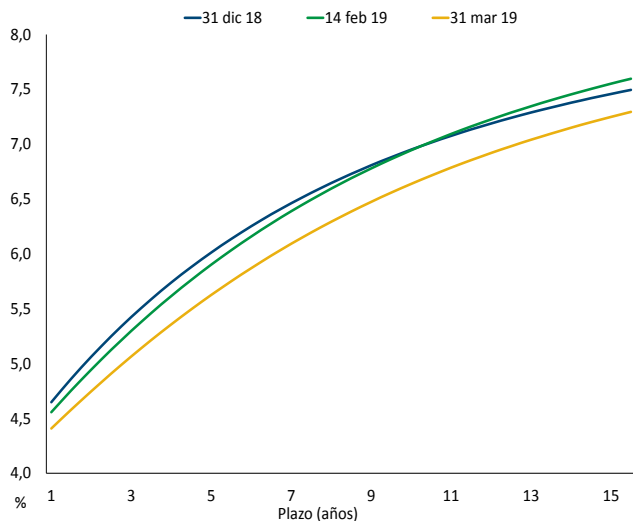
Gráfico 41: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



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

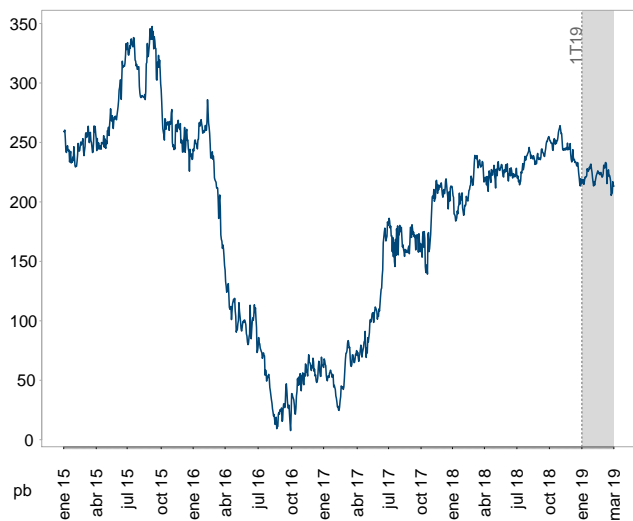
En el 1T19, los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES denominados en pesos por \$79 mm: en el mercado *spot* se registraron compras netas en por \$1069 mm y en el mercado a futuro ventas netas por \$1148 mm. Además, durante el periodo estos inversionistas realizaron ventas netas de TES denominados en UVR en el mercado *spot* por \$33 mm. En relación con los saldos en el mercado de contado, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 39,2% el 28 de diciembre del 2018 a 37,8% el 29 de marzo del 2019, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 1,6% a 1,5% en el mismo periodo (*Gráficos 44 y 45*).

Gráfico 42: Curvas Spot Colombia



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

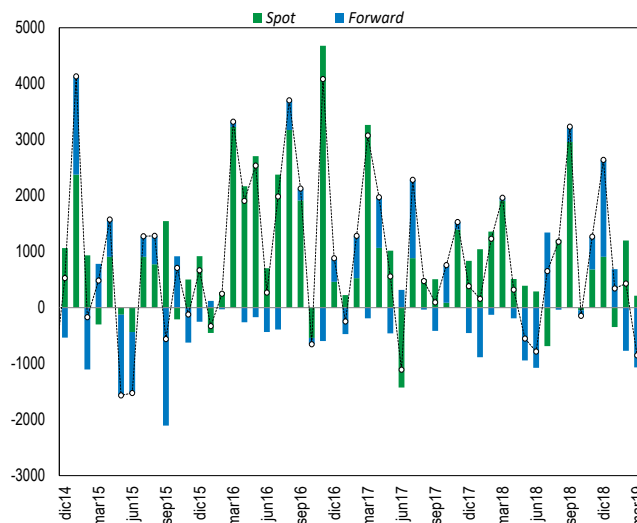
Gráfico 43: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



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

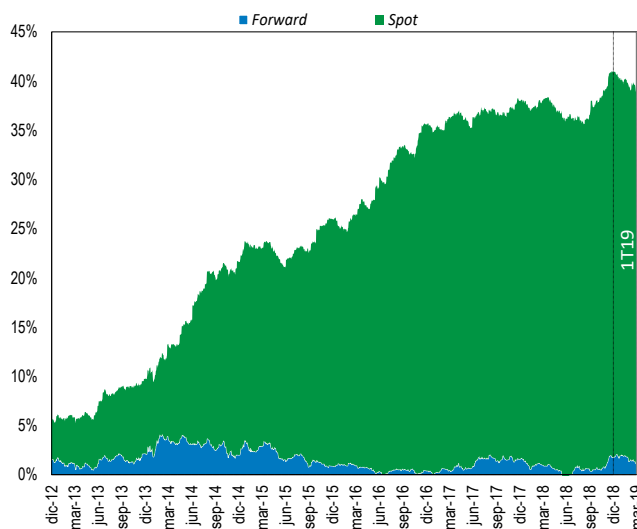
Durante el 1T19 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T18. El promedio diario de negociación

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



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

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



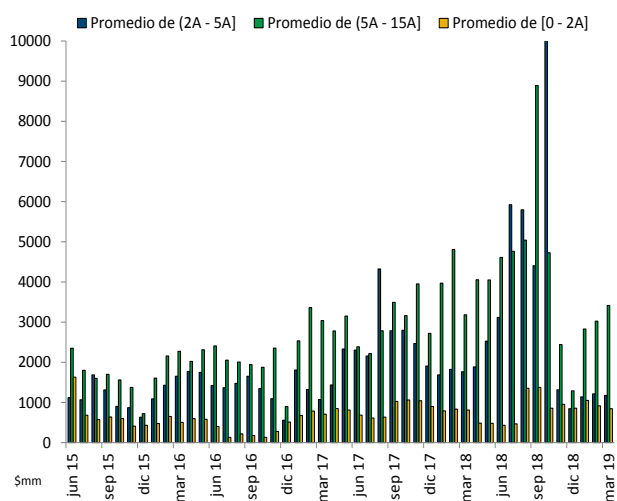
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

fue \$5,2 billones<sup>49</sup>, inferior a lo observado en el tri-

<sup>49</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

mestres anterior (\$8,5 billones) y en el mismo período del año 2018 (\$6,6 billones) (Gráficos 46 y 47). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 15% a 17% entre el 4T18 y el 1T19, seguidos de los que vencen en mayo del 2022, cuya participación pasó de 10% a 13%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 46).

Gráfico 46: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



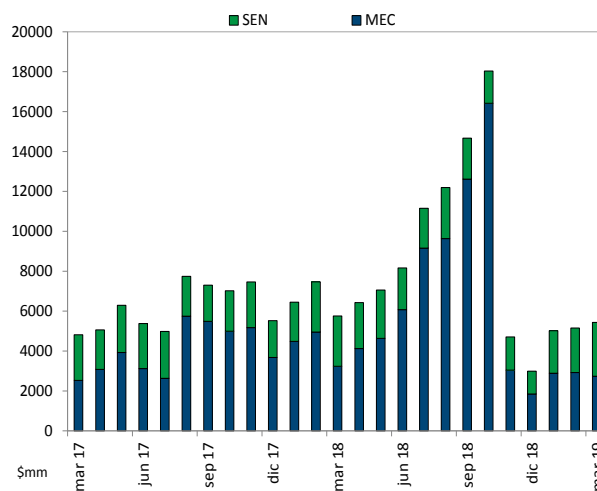
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 24.920 contratos en el 4T18 a 21.920 contratos en el 1T19 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$5.480 mm. Por otra parte, las posiciones abiertas aumentaron a 5.126 contratos el 29 de marzo de 2019 con respecto al 31 de diciembre de 2018 (3.948 contratos).

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

En el 1T19 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa tanto en dólares como en moneda local de los países de la región presentaron valorizaciones en línea con la deuda interna de la región y

Gráfico 47: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

los *Treasuries*. Lo anterior estuvo explicado por la menor percepción de riesgo hacia economías emergentes y el incremento en el precio de las materias primas (Gráficos 48, 49 y 50).

Durante el trimestre, las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron. En promedio, los EMBI para una muestra de países cayeron 36,4 p.b. (17,2%)<sup>50</sup>, al tiempo que el EMBI+ cayó 39,9 p.b. (9%) (Gráfico 51) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron 29,6 p.b. (23,7%)<sup>51</sup>.

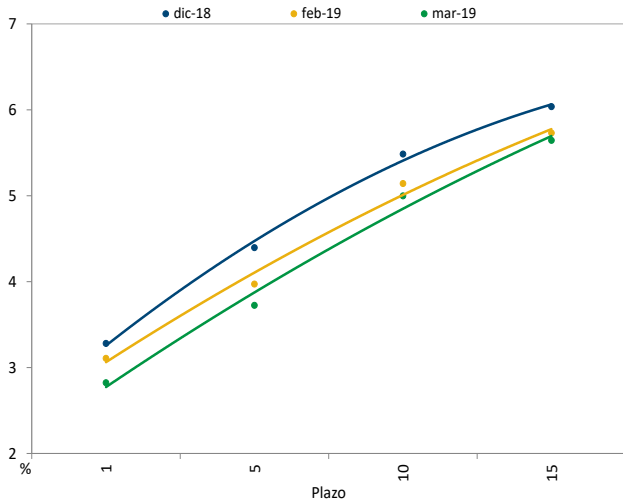
### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

En el 1T19 la deuda externa de Colombia se valorizó, en línea con la deuda de la región (Gráficos 52 y 53).

<sup>50</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -44 p.b. (-19,3%), Brasil: -24 p.b. (-8,8%), México: -45 p.b. (-12,7%), Perú -36 p.b. (-25,5%) y el EMBI Global Chile: -33 p.b. (-19,9%).

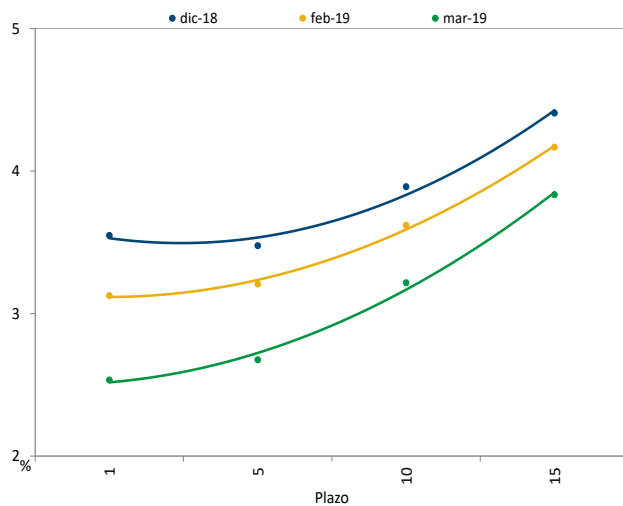
<sup>51</sup>Variaciones: Colombia: -46,2 p.b. (-29,4%), Brasil: -27,5 p.b. (-13,3%), México: -29,9 p.b. (-19,3%), Chile: -17,3 p.b. (-27,6%) y Perú: -27,0 p.b. (-28,7%).

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



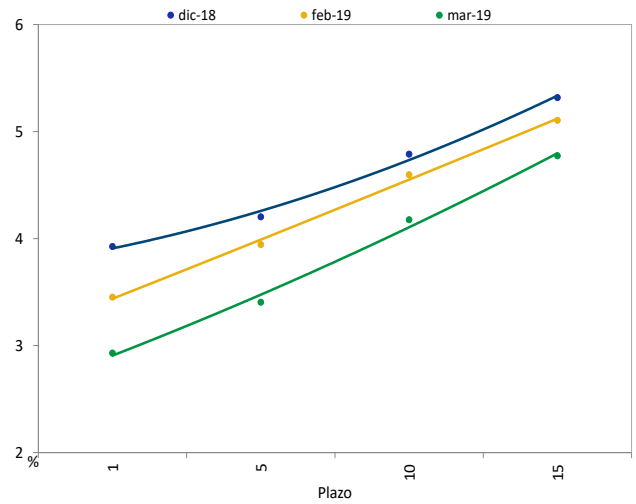
Fuente: Bloomberg.

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



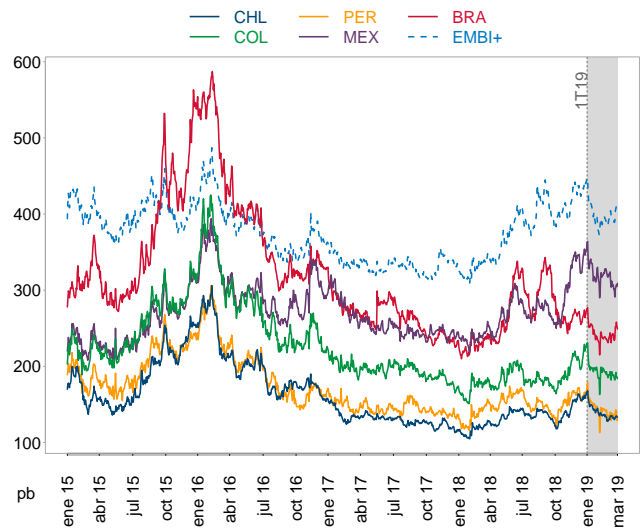
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 51: Spreads Deuda Soberana LATAM

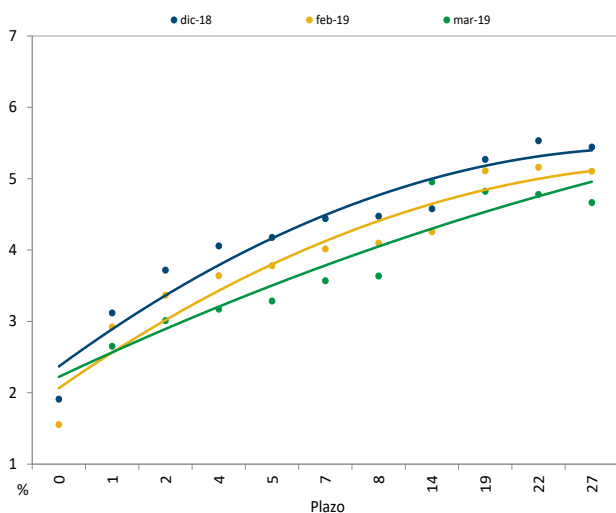


Fuente: Bloomberg.

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

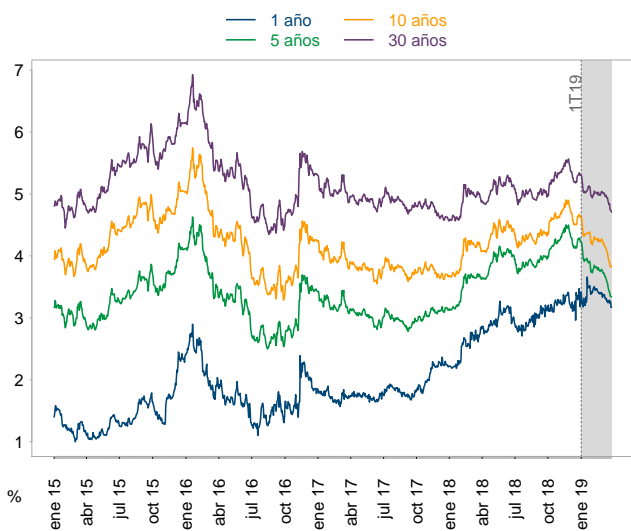
minados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* aumentaron en el trimestre para los vencimientos a 5 y 10 años y disminuyó para el de 1 año. El comportamiento del

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



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 53: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia

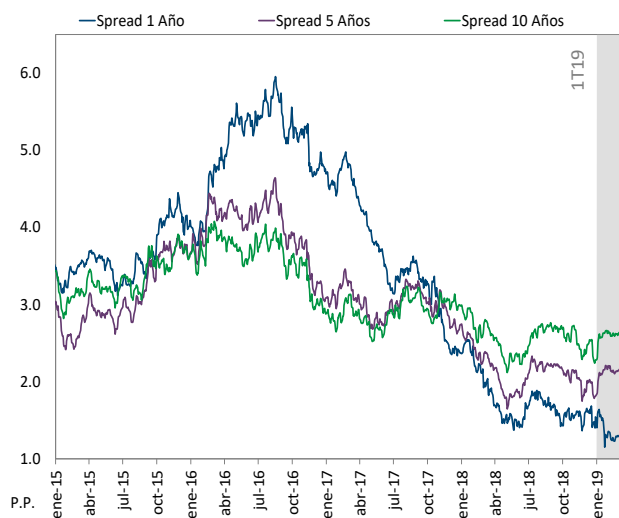


Fuente: Bloomberg.

spread a 1 año obedeció a valorizaciones más pronunciadas de los bonos locales frente a los bonos externos, mientras que los de 5 y 10 años respondieron a

las mayores valorizaciones de los bonos externos. Por su parte, en el Gráfico 55 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes disminuyeron para los títulos que vencen en 2023 y 2027, al tiempo que aumentó para los títulos que vencen en 2021. El comportamiento del spread para los vencimientos en 2023 y 2027 reflejó las valorizaciones más pronunciadas de los bonos locales frente a las de los globales, mientras que el aumento del margen de los títulos que vencen en 2021 respondió a las mayores valorizaciones de los bonos globales.

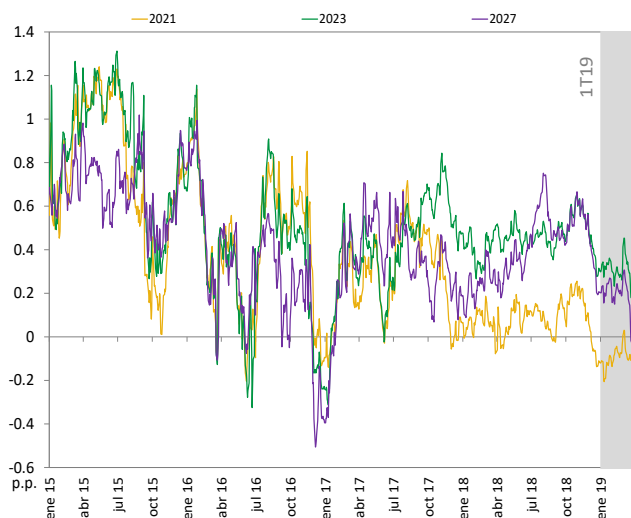
Gráfico 54: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.



Gráfico 55: TES Globales vs TES locales

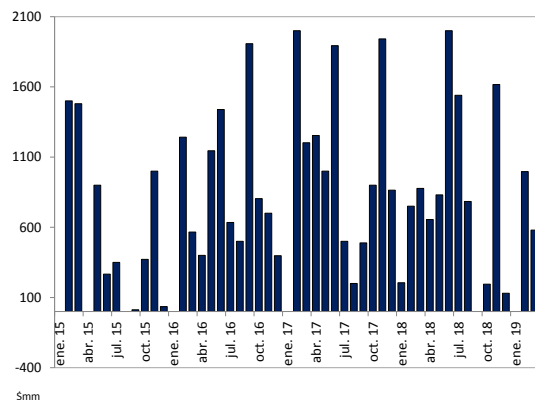


Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

## 7 Mercado de Deuda Privada

En el 1T19, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada disminuyeron frente a lo observado en el 4T18 (\$1,94 billones en el 4T18 a \$1,58 billones en el 1T19) (Gráfico 56).

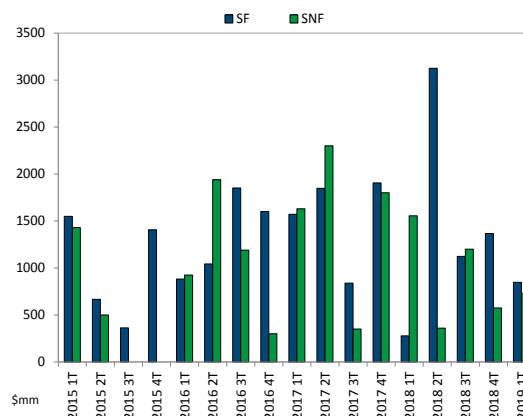
Gráfico 56: Monto Total Colocado en el Mercado Primario de Deuda Privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El sector no financiero realizó el 46% de las colocaciones mientras que el sector financiero llevó a cabo el 54%, lo cual representó una disminución significativa en el porcentaje de participación de emisiones del sector financiero con respecto al trimestre anterior y un aumento del sector no financiero (Gráfico 57).

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



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Durante el trimestre, cuatro entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (20,0%) y al IBR(80,0%) (Gráfico 58).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 1T19

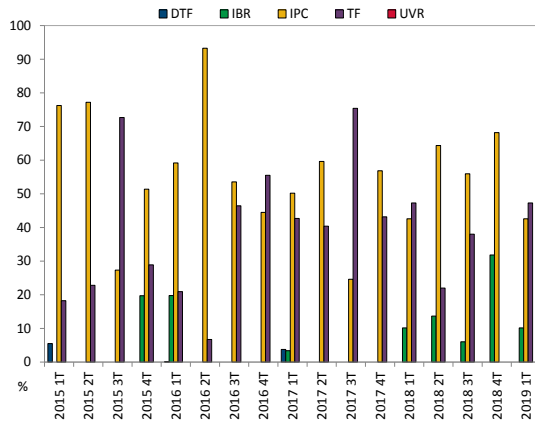
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Davivienda	500	3 a 10	IPC, IBR
Banco Popular	346,82	3 a 5	IBR
Construcciones El Condor	250	0,3 a 0,98	IBR
Codensa	480	4 a 10	IPC, IBR

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

El 15,9% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 0 y 2 años, un 57,3% a plazos entre 2 y 5 años y un 26,9% a plazos entre 5 y 10 años (Gráfico 59).

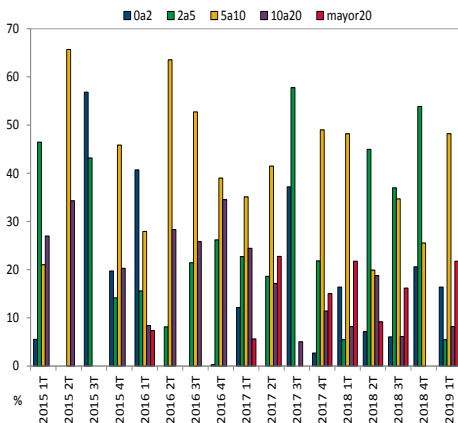
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 2,11 (ant: 1,66). La demanda por colocaciones fue de \$3,33 billones (Gráfico 60).

Gráfico 58: Colocaciones por Tasa de Interés



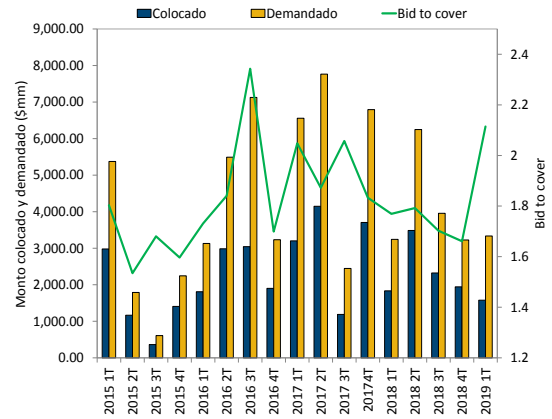
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 59: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 60: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

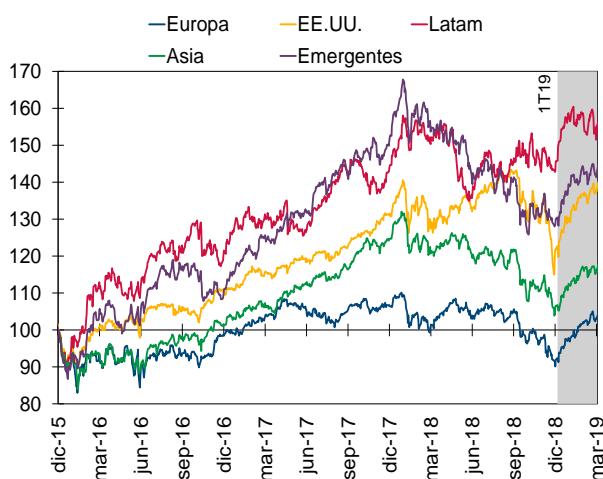
## 8 Mercado Accionario

Durante el primer trimestre del año los principales índices de renta variable se valorizaron en Estados Unidos (13,1%), Europa (12,3%), economías emergentes (9,9%), Asia (9,2%) y Latinoamérica (6,6%)<sup>52</sup>. A continuación se presenta un breve recuento de los principales eventos que incidieron en el

<sup>52</sup>Al 29 de marzo de 2019, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizaron las valorizaciones durante el 1T19 del *S&P 500*, sin embargo el *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* registraron valorizaciones de 11,2%, y 16,5%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (al 29 de marzo de 2019, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por último, cuando se mira el desempeño agregado de las acciones del grupo de los países emergentes, mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (al 29 de marzo de 2019 los países ponderados en el índice fueron Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos)

comportamiento de los mercados bursátiles durante el 1T19.

Gráfico 61: Evolución de los Índices Accionarios a nivel mundial



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

## 8.1 Estados Unidos

Durante el primer trimestre del año Estados Unidos presentó el mejor comportamiento regional, recuperándose de las pérdidas observadas a finales del año pasado, debido a menores tensiones comerciales entre EE.UU y China, expectativas de que la Reserva Federal mantenga las tasas inalteradas durante este año y la publicación de algunos datos económicos y resultados corporativos positivos.

Durante el mes de enero las acciones se valorizaron debido a i) la publicación de datos positivos de empleo<sup>53</sup>, ii) expectativas de mayores estímulos a la economía de China, iii) la publicación de resultados corporativos que se ubicaron por encima de lo esperado por los analistas, iv) optimismo respecto a las conver-

<sup>53</sup>La creación de empleo en diciembre (nóminas no agrícolas) se ubicó en 312.000, dato que estuvo por encima de lo esperado por el mercado. La tasa de desempleo se ubicó en 3,9%, dato que estuvo por encima de lo esperado por los analistas.

saciones entre EE.UU y China v) el fin al cierre parcial del gobierno y vi) la decisión de la Reserva Federal de mantener inalteradas las tasas de interés en su reunión de enero y de ser paciente al incrementar las tasas de interés durante el año.

Durante el mes de febrero las valorizaciones continuaron, soportadas por la publicación de las minutas de la Fed que reafirmaron la postura paciente que tendrá durante el año, la reanudación de las negociaciones entre EE.UU y China, y la postergación de la entrada en vigencia de aranceles que estaba prevista para el primero de marzo. Sin embargo las valorizaciones durante este mes estuvieron contenidas por revisiones a la baja de las proyecciones de ganancias de algunas empresas para el año, la reducción de la previsión de crecimiento de la zona euro, incertidumbre respecto a un acuerdo sobre seguridad fronteriza con México y el dato negativo de ventas minoristas de diciembre.

De manera similar, durante marzo las acciones continuaron valorizándose apoyadas en las negociaciones en materia comercial, el dato de inflación y la reunión de política de la Fed que reafirman su postura paciente. No obstante, factores como la publicación de datos de gasto de construcción<sup>54</sup>, de creación de empleo<sup>55</sup>, la inversión de la curva de rendimientos (tasas de 3 meses mayores a las de 10 años) y el anuncio de que el Banco Central Europeo retrasará el aumento de tasas de interés y ofrecerá una nueva ronda de créditos baratos a los bancos, reavivaron temores sobre el crecimiento económico a nivel global.

## 8.2 Europa

Las acciones europeas se valorizaron durante el trimestre, siguiendo el desempeño del mercado accionario estadounidense.

<sup>54</sup>El gasto en construcción de diciembre se redujo un 0,6% durante diciembre.

<sup>55</sup>En febrero se crearon 20.000 nuevos empleos (nóminas no agrícolas).

Durante enero las acciones estuvieron apoyadas por ganancias en los bancos europeos luego de que se redujera la probabilidad de que se dé una salida del bloque sin acuerdo. Sin embargo, las valorizaciones estuvieron contenidas por las latentes preocupaciones respecto al crecimiento económico global que estuvieron soportadas por menores previsiones de crecimiento por parte del FMI, el dato de exportaciones y de crecimiento en China<sup>56</sup>, el dato de ventas minoristas de Alemania<sup>57</sup>, y el dato de crecimiento de la zona euro<sup>58</sup>.

Durante febrero y marzo las acciones continuaron valorizándose a un ritmo menor al observado en enero debido en parte a que el Banco Central Europeo (BCE) recortó sus proyecciones de crecimiento de la zona<sup>59</sup>, cambió su postura respecto al alza de tasas de interés y dio una nueva ronda de créditos baratos a los bancos por preocupaciones sobre el estado de la economía. Otros factores que ralentizaron las valorizaciones de los mercados accionarios en Europa fueron la incertidumbre respecto al Brexit, la falta de señales de un posible acuerdo definitivo en materia comercial entre EE.UU y China, y temores de una posible imposición de aranceles a automóviles provenientes del bloque. Esto pese a que durante este periodo se postergó la entrada en vigencia de aranceles que estaba prevista para el primero de marzo y a que el parlamento británico rechazó una salida del Reino Unido sin acuerdo y aprobó solicitar la postergación de la fecha límite.

Por otra parte la publicación de resultados corporativos positivos y estabilidad en las previsiones de ganancias para este año, junto a noticias respecto una posible fusión entre Commerzbank y Deutsche Bank

<sup>56</sup>Las exportaciones de China cayeron un 4,4% en diciembre y el dato de crecimiento de 2018 se ubicó en 6,6%.

<sup>57</sup>Las ventas minoristas de Alemania disminuyeron un 2,1% en diciembre.

<sup>58</sup>Durante el 4T18 la zona euro creció un 0,2% y en el año el dato se ubicó en 1,2% siendo esta la tasa de crecimiento más baja desde 2014.

<sup>59</sup>El BCE revisó su proyección de crecimiento del PIB de la siguiente manera: 2019 (1,1%), 2020 (1,6%) y 2021 (1,5%). En diciembre de 2018 estas proyecciones eran superiores para el 2019 (1,7%) y para el 2020 (1,7%).

estuvieron apoyando parte de las ganancias durante el periodo.

### 8.3 Asia

El índice compuesto de Asia registró una valorización de 9,2%, siguiendo el desempeño de los mercados accionarios a nivel mundial. El índice *Nikkei 225* de Japón se valorizó un 5,9%, mientras el *Shanghai Composite* de China tuvo el mejor comportamiento a nivel mundial con una valorización de 22,9%.

El *Nikkei 225* presentó valorizaciones durante enero y febrero que estuvieron explicadas por optimismo respecto a las negociaciones entre EE.UU y China, expectativas de mayores estímulos a la economía China, resultados corporativos positivos de algunas empresas y la postura paciente de la Fed en cuanto al alza de tasas este año. Sin embargo, datos económicos negativos globales, la fortaleza del yen durante enero y el dato de exportaciones y de producción industrial de Japón que se ubicó por debajo de lo esperado por los analistas<sup>60</sup>, contuvieron las ganancias durante este periodo. Durante el mes de marzo las acciones se desvalorizaron por preocupaciones respecto al crecimiento económico global tras el recorte en la previsión de crecimiento de China de 6,5% a 6%, la postura del BCE y la inversión de la curva en EE.UU.

Por otra parte el buen desempeño del *Shanghai Composite* estuvo impulsado por el optimismo respecto a las conversaciones con EE.UU. en materia comercial, especialmente tras la postergación de la entrada en vigencia de aranceles que estaba prevista para el primero de marzo y que generó valorizaciones de 5,6% en el índice durante la jornada siguiente al anuncio. Además el índice se vio beneficiado por anuncios de mayores estímulos a la economía como la reducción al encaje bancario, recortes de impuestos, planes de reducir restricciones a la inversión extranjera, aumento del gasto

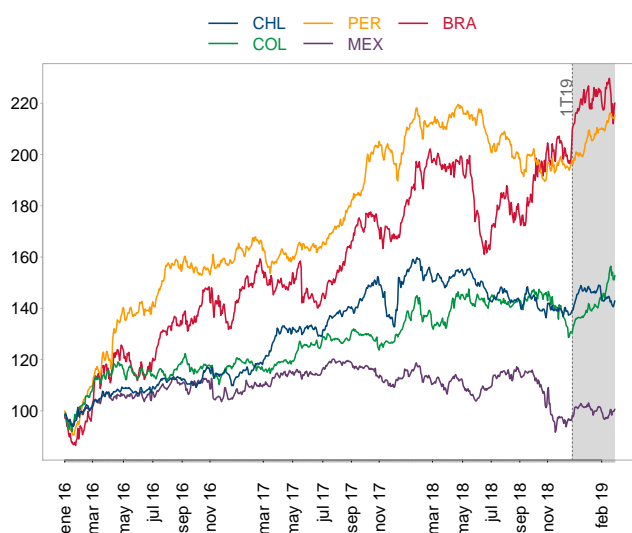
<sup>60</sup>Las exportaciones en diciembre se redujeron un 8,4% (esperado -5,5%), en febrero se redujeron un 1,2% (esperado -0,9%). La producción industrial cayó 3,7% en enero.

del gobierno este año, inyecciones de liquidez al mercado por parte del banco central e instrucciones por parte de la comisión reguladora bancaria a elevar el crédito a las firmas privadas. Además durante este periodo el MSCI anunció que cuadruplicaría el peso de las acciones chinas clase A dentro de los referenciales globales, lo cual podría traer USD80 mil millones de nuevos flujos de capital extranjero.

### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Durante el 1T19 el índice compuesto de Latinoamérica se valorizó beneficiado por un entorno internacional más favorable, aunque presentó el desempeño más bajo a nivel regional por factores idiosincrásicos de cada país. El índice *S&P/CLX IPSA* de Chile presentó el comportamiento más bajo con una valorización de 3%, seguido por el *S&P/BMV IPC* de México (3,9%), el *IBOVESPA* de Brasil (8,6%), el *S&P/BVL* de Perú (9%), y el *COLCAP* de Colombia (19,7%).

Gráfico 62: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

El índice *IBOVESPA* de Brasil inició el trimestre con valorizaciones y marcando máximos al cierre de varias jornadas por optimismo respecto a la entrada del nue-

vo gobierno, perspectivas favorables para la economía durante 2019 y expectativas de aprobación de la reforma pensional del gobierno. Pese a esto, las acciones tuvieron un retroceso tras la ruptura de la represa de la minera Vale que impactaron las acciones de la empresa, una toma de ganancias por parte de inversionistas y preocupaciones respecto a las dificultades que podría tener el gobierno para la aprobación de la reforma pensional.

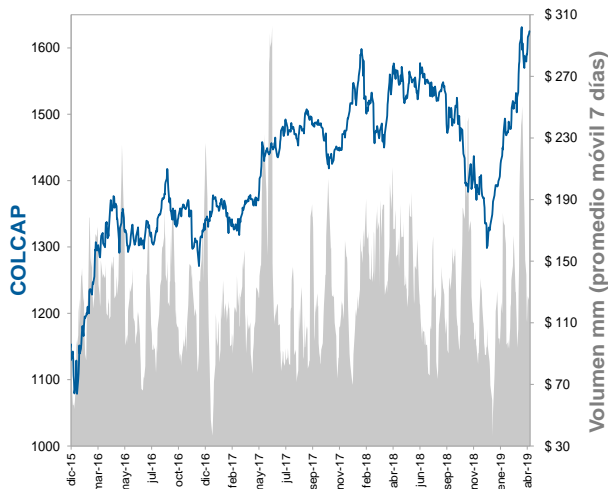
De manera similar el *S&P/BMV IPC* de México inició el trimestre con valorizaciones impulsadas por un anuncio por parte del gobierno de que buscaría dinamizar los mercados mediante estímulos fiscales que impulsen más Ofertas Publicas Iniciales (OPI). Sin embargo, las ganancias se vieron recortadas desde febrero luego de que Fitch le rebajara la calificación a Pemex, de que S&P bajara de estable a negativa la perspectiva de México, de Pemex, America Movil y otras empresas, y de preocupaciones sobre una posible rebaja de calificación crediticia de México.

Por otra parte el *COLCAP* tuvo el mejor desempeño la región y el segundo mejor a nivel mundial debido a que todos sus constituyentes se valorizaron durante el 1T19 debido al aumento en los precios del petróleo y a la recuperación de acciones que se vieron castigadas durante el año pasado por noticias locales y por ventas de agentes del exterior. Las acciones de mejor desempeño fueron Corficolombiana (61,6%), Grupo Aval (31,9%), Bancolombia (30,3%) y Cemex (29,7%). Las valorizaciones de estas empresas estuvieron influenciadas también por fuertes reportes de utilidades. Bancolombia reportó utilidades de \$2,7 billones mientras Corficolombiana reportó una utilidad de \$1,6 billones durante 2018.

La volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>61</sup> disminuyó para todos los países durante el 1T19, respecto a lo observado en el 4T18. La cifra promedio más alta fue la de Brasil (*IBOVESPA*: 1,44%), seguida por México (*S&P/BMV IPC*: 1%), Colombia (*COLCAP*: 0,94%), Perú (*S&P/BVL*:

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

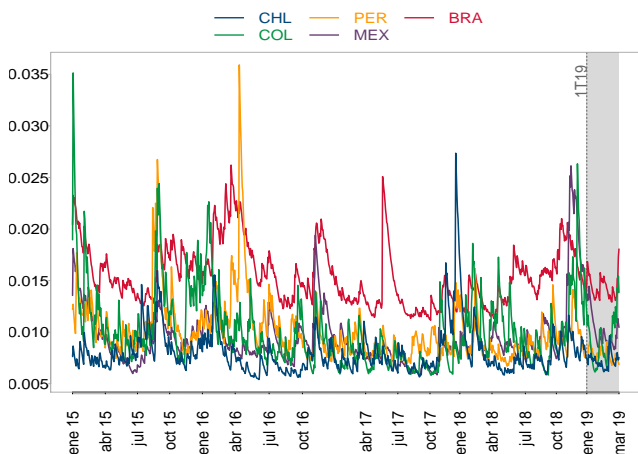
Gráfico 63: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

0,78%) y Chile (S&P/CLX IPSA: 0,73%). (Gráfico 64).

Gráfico 64: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



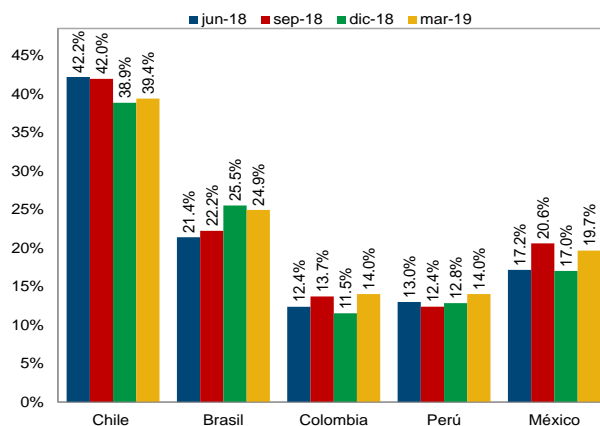
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

Por otra parte si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil<sup>62</sup> como

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

porcentaje del PIB<sup>63</sup> se observa que a marzo Chile sigue presentando la más alta de la región (39,4%), seguida por Brasil (24,9%), México (19,7%), Colombia (14%) y Perú (14%). Al cierre de marzo la capitalización bursátil ha aumentado frente al dato de diciembre para la mayoría de los países (exceptuando Brasil) (Gráfico 65).

Gráfico 65: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB\*



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

Cálculos: Banco de la República.

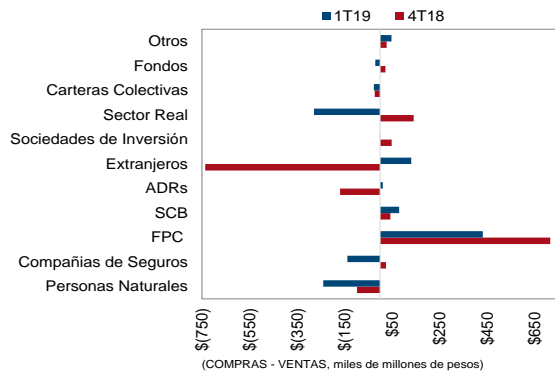
\*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2018.

Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que durante el 1T19 los fondos de pensiones continúan siendo los mayores demandantes netos de acciones (\$432 mm), seguidos por los extranjeros (\$131 mm), quienes revirtieron su posición respecto al 4T18. Por otra parte, los mayores oferentes netos de acciones fueron los agentes del sector real (\$278 mm), seguidos por las personas naturales (\$239 mm) y las compañías de seguros (\$137 mm). (Gráfico 66).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 1T19 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones por \$1785 millones re-

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

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



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

sultantes de compras netas por \$1501 millones en el mercado mexicano y compras netas por \$284 millones en el mercado peruano. Este comportamiento es contrario al que presentaron durante el 4T18, en el cual realizaron ventas netas de \$570 millones.

Por otro lado, de acuerdo con cálculos realizados por el Banco de la República<sup>64</sup>, el porcentaje del saldo de las inversiones de extranjeros en el mercado de renta variable disminuyó al pasar de 16,0% en diciembre de 2018 a 15,8% en marzo de 2019.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 1T19 se negociaron 2098 contratos frente a 1102 contratos negociados en el 4T18<sup>65</sup>.

<sup>64</sup>Con la información que se recibe a través del formato de inversión extranjera de portafolio (IPEX).

<sup>65</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP.



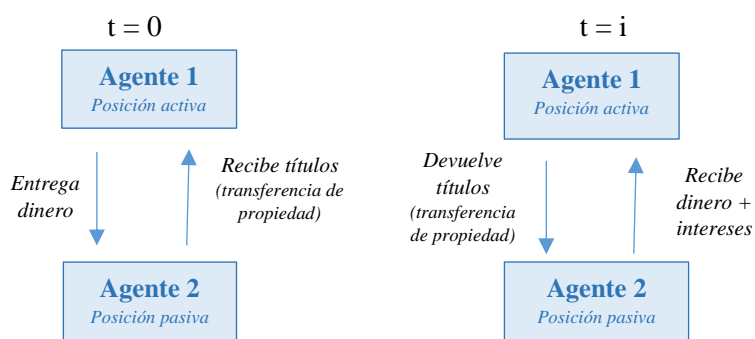
## 9 Recuadro: Análisis de montos y tasas del mercado de simultáneas<sup>1</sup>

El presente recuadro realiza una caracterización del funcionamiento del mercado de simultáneas a partir del análisis de la evolución del margen entre la tasa promedio ponderada por monto de las simultáneas a plazo de un día (Tsim) y la tasa de política monetaria (TPM)<sup>2</sup>. Este análisis tiene como objetivo extraer información relacionada con las condiciones de liquidez del mercado monetario y las expectativas de desvalorizaciones de los TES<sup>3</sup> en el mercado secundario.

### 1. Caracterización del Mercado de Simultáneas

Una operación simultánea es aquella en la que el Agente 1 (posición activa) entrega una suma de dinero al Agente 2 (posición pasiva). Este último, entrega al Agente 1 títulos valores como colateral (transferencia de la propiedad) y se compromete a pagarle una tasa de interés sobre los recursos recibidos (tasa de la simultánea). Al vencimiento de la operación, en el mismo día o en una fecha futura, el Agente 1 devuelve los títulos valores (transferencia de la propiedad) al Agente 2, quien le paga los recursos en pesos más los intereses pactados (ver Figura N° 1).

Figura N° 1.



Las operaciones simultáneas se pueden negociar a través de sistemas de negociación, como SEN<sup>4</sup> y Master Trader<sup>5</sup>, o en el mercado mostrador<sup>6</sup>. En este documento se analizan las simultáneas pactadas en el SEN durante el periodo comprendido entre octubre de 2008 y abril de 2018. La información analizada corresponde a la de cada operación ejecutada (*tick-by-tick*).

En la Figura N° 2 se presenta con frecuencia diaria la evolución del Margen total (línea negra) y su descomposición en tres rangos (R1, R2 y R3), así como los montos negociados diariamente en cada rango como porcentaje del total diario negociado. El Margen total diario suele ser negativo, es decir, la Tsim generalmente es inferior a la TPM. El promedio de este Margen es de -25.4 p.b. y su desviación estándar es de 38.4 p.b. El 70% de los días analizados, el Margen total diario se ubica en el rango R2, mientras que el 28% de los días se ubica en el rango R3 y el 2% restante se sitúa en el rango R1. A continuación, se presenta una caracterización de cada uno de los rangos.

- R1 (Rango 1 - serie azul): Simultáneas a un día pactadas a tasas con Margen superior a 1 desviación estándar del Margen total diario. Estas operaciones concentran en promedio el 9% del monto diario negociado y pueden reflejar restricciones de liquidez en pesos.
- R2 (Rango 2 - serie verde): Simultáneas a un día pactadas a tasas con Margen entre  $\pm 1$  desviación estándar del Margen total diario. Teniendo en cuenta que -en promedio- el 78% del monto diario

<sup>1</sup> Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión en el contenido de este documento es responsabilidad exclusiva de los autores.

<sup>2</sup> En adelante «Margen».

<sup>3</sup> Bonos emitidos por el Tesoro Nacional de Colombia.

<sup>4</sup> Sistema Electrónico de Negociación del Banco de la República.

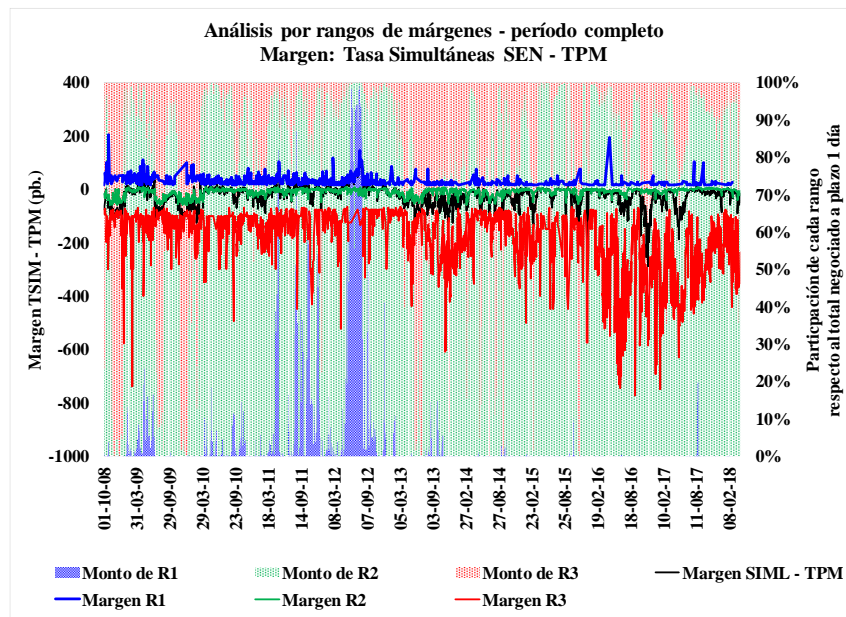
<sup>5</sup> Este sistema reemplazó el 10 de septiembre de 2018 al MEC (Mercado Electrónico Colombiano) de la Bolsa de Valores de Colombia.

<sup>6</sup> Cuando las operaciones se pactan en el mercado mostrador, se deben registrar en los sistemas de negociación.

negociado se encuentra en este rango, y que -en comparación con los otros rangos- la Tsim presenta la menor desviación frente a la TPM, este rango podría considerarse como el escenario de liquidez «normal».

- R3 (Rango 3 - serie roja): Simultáneas a un día pactadas a tasas con Margen inferior a -1 desviación estándar del Margen total diario. En este rango se concentra en promedio el 13% del monto diario negociado. Operaciones en este rango podrían interpretarse como señales de que el mercado cuenta con un nivel holgado de liquidez en pesos<sup>7</sup>. Adicionalmente, las operaciones en este rango también podrían tomarse como señales de que existen incentivos para otorgar los recursos a tasas bajas a cambio de obtener temporalmente un título. Esto último se da principalmente por la necesidad de cobertura de estrategias en corto en el mercado secundario de TES<sup>8</sup>.

Figura N°2.



Fuente: Cálculos propios. Base de datos SEN.

## 2. Análisis de Episodios de Interés

Históricamente, la Tsim ha presentado desviaciones de la TPM asociadas tanto a las condiciones de liquidez en el mercado monetario como a expectativas de desvalorizaciones de los TES. Por ejemplo, en el periodo comprendido entre julio y septiembre de 2012, los depósitos de la Tesorería de la Nación aumentaron<sup>9</sup>, de tal forma que disminuyó la liquidez del sistema financiero y la Tsim estuvo presionada al alza. En contraste, entre marzo de 2013 y abril de 2014, el mercado presentó condiciones de liquidez holgada<sup>10</sup>, al tiempo que los agentes tenían expectativas de desvalorizaciones de los TES en el corto plazo, basadas en la posible modificación del cálculo de la rentabilidad mínima

<sup>7</sup> En casos de última instancia, con el objeto de evitar mantener los recursos ociosos, los agentes podrían acudir a la ventanilla de contracción del Banco de la República, que remunera los recursos a una tasa 100 p.b. por debajo de la TPM.

<sup>8</sup> Agentes del mercado sugirieron que del monto de las simultáneas un porcentaje entre 70% y 90% se pacta por búsqueda de liquidez y que el porcentaje restante (entre 30% y 10%) se pacta por búsqueda de títulos. -Reunión semestral de operadores del mercado financiero -segundo semestre del 2018-

<sup>9</sup> Los depósitos aumentaron debido a: i) el pago de dividendos de Ecopetrol cuyo mayor beneficiario era el Estado y ii) la devolución de impuestos por montos importantes a la Tesorería de la Nación. Estos recursos estaban destinados al pago de vencimientos de TES entre julio y septiembre de 2012, cuyo monto ascendía a \$7 billones.

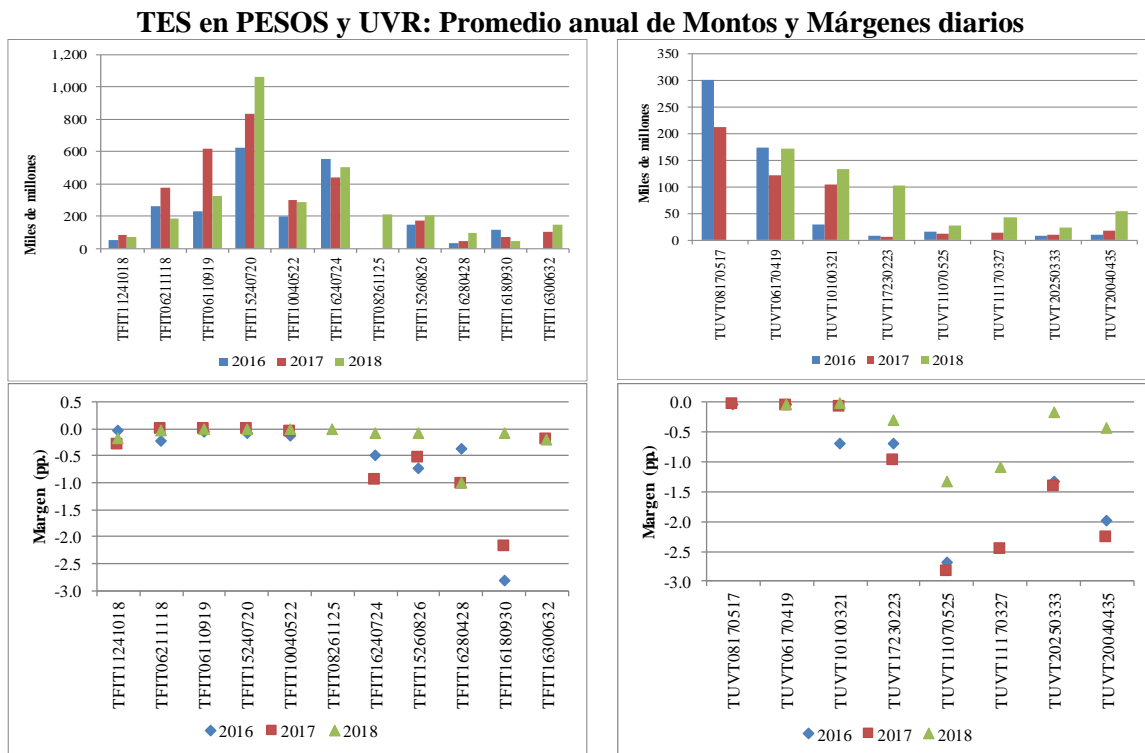
<sup>10</sup> En 2013, el promedio diario del monto recibido en la ventanilla de contracción a un día registró el segundo valor histórico más alto con \$410 mm. Para reducir el exceso de liquidez en el mercado, entre marzo y abril de 2013 el BR subastó depósitos remunerados a plazos de 7 días y 14 días. Esto no ocurría desde febrero de 2011 y abril de 2010, respectivamente. El monto total adjudicado en estas subastas fue de \$6.3 billones durante el episodio analizado.

de los Fondos de Pensiones Obligatorias y Cesantías, las expectativas de aumentos de la TPM y la mayor percepción de riesgo a nivel internacional<sup>11</sup>. En el segundo semestre de 2016, la Tsim disminuyó ante expectativas de desvalorizaciones de los TES<sup>12</sup> como consecuencia de un entorno internacional incierto<sup>13</sup>.

### 3. Análisis de las Simultáneas por Título

En esta sección se analizan, de forma discriminada por tipo de título TES en pesos y en UVR, los montos pactados y las desviaciones de la Tsim frente a la TPM, con el objeto de identificar si existen preferencias por referencias específicas (ver Figura N°3<sup>14</sup>) al pactar operaciones de simultáneas.

Figura N°3.



Fuente: Cálculos propios. Base de datos SEN.

En primer lugar, se encuentra que los montos transados en simultáneas con TES en pesos son sustancialmente mayores a aquellos de simultáneas con TES denominados en UVR. Esto obedece a que los títulos en pesos tienen mayor saldo en circulación, y por lo tanto son los más utilizados para pactar operaciones de liquidez. Adicionalmente, los principales tenedores de TES en UVR son entidades que no transan activamente en el mercado debido a que tienen estrategias de inversión del tipo «*buy and hold*» -como inversionistas extranjeros, Fondos de Pensiones y Cesantías, Aseguradoras y el Banco de la República (BR), entre otros- y por tanto estos títulos son considerados «escasos»<sup>15</sup>.

<sup>11</sup> Ante señales de una posible disminución o finalización del programa de compra de activos de la Reserva Federal antes de lo esperado.

<sup>12</sup> La liquidez no parece haber tenido un comportamiento inusual.

<sup>13</sup> Debido a la incertidumbre en torno al Brexit, al comportamiento del precio del petróleo y a las elecciones presidenciales en EE.UU.

<sup>14</sup> Para efectos prácticos, únicamente se muestran los montos y Márgenes de los títulos que estaban vigentes entre enero de 2016 y abril de 2018.

<sup>15</sup> La escasez también puede obedecer a que las entidades que poseen los títulos no tienen necesidades de liquidez, y por lo tanto no acuden al mercado de simultáneas. Varios agentes coinciden en que no hay preferencia por un plazo o por un tipo de título en el momento de buscar recursos en pesos y que se utilizan los títulos disponibles de acuerdo con la composición del portafolio de liquidez. -Reunión semestral de operadores del mercado financiero - segundo semestre del 2018-.

En segundo lugar, los Márgenes de las operaciones con TES en pesos suelen ser menores -en términos absolutos- que los de las operaciones con TES en UVR. Además, se observa que en la medida en que el volumen de simultáneas negociado en una referencia es más pequeño, el Margen es más amplio. Esto podría explicarse porque si un agente decide realizar una estrategia en corto sobre un título poco utilizado en el mercado de simultáneas, se expone a tener que pactar la operación a una tasa muy baja, con una desviación significativa frente a la TPM.

Adicionalmente, en el caso de los TES en pesos, parece existir una relación entre las desvalorizaciones del mercado secundario de los títulos y las desviaciones de la Tsim por debajo de la TPM. Esto se explica por la posible implementación de operaciones en corto de los títulos. Otros factores, como la búsqueda de referencias específicas producto de la segmentación del mercado o la cobertura de operaciones NDF sobre TES<sup>16</sup>, podrían generar desviaciones en la Tsim en simultáneas pactadas con ciertos títulos, sin que necesariamente indiquen cambios en las condiciones de liquidez en pesos del sistema o cubrimiento de posiciones cortas en el mercado de TES<sup>17</sup>.

#### 4. Análisis Estadístico

Dado que la desviación de la Tsim frente a la TPM parece estar asociada tanto a las condiciones de liquidez en pesos como a la liquidez de los bonos en el mercado de simultáneas, se realizó un análisis estadístico para explorar si existe una relación intertemporal, rezagada o adelantada, entre el Margen total y las variables asociadas a la liquidez en el mercado monetario<sup>18</sup>. En términos generales, una menor (mayor) liquidez en pesos debería generar presiones al alza (a la baja) sobre la Tsim. Por otro lado, un mayor volumen de operaciones con un título debería permitir que las desviaciones de la Tsim respecto a la TPM fueran menores. En efecto, los resultados muestran que el Margen tiene una correlación positiva (se hace menos negativo) con mayores: cupos de la subasta del BR<sup>19</sup>, montos adjudicados en la subasta del BR<sup>20</sup>, porcentajes de utilización del cupo de la subasta del BR<sup>21</sup> y depósitos de la Tesorería de la Nación<sup>22</sup>. Por otra parte, la relación es negativa y débil con los montos de las simultáneas<sup>23</sup>.

Con el propósito de determinar si el monto negociado en simultáneas presenta una correlación más fuerte con el Margen por título y si la disminución de la Tsim está relacionada con las estrategias en corto ante expectativas de desvalorizaciones de los TES, se tomaron los títulos más utilizados en las simultáneas pactadas dentro del rango R3 y se evaluaron las relaciones entre el Margen por título con sus respectivas tasas en el mercado de contado y los montos negociados en simultáneas. Los resultados muestran que la correlación entre el Margen y el volumen negociado fue positiva en la mayoría de los casos, lo que indica que entre mayor es el volumen negociado, la Tsim se aleja menos de la TPM. Esto contrasta con el resultado hallado en el ejercicio realizado con el Margen total, en el que la relación era negativa y más débil, lo que podría estar explicado por el comportamiento heterogéneo de los títulos.

---

<sup>16</sup> Según agentes del mercado, cada razón que explica la búsqueda de títulos en el mercado de simultáneas (expectativas de desvalorización de los títulos, cobertura de operaciones NDF sobre TES y segmentación del mercado) es igual de probable, aunque las ponderaciones dependen de las condiciones específicas de cada entidad. -Reunión semestral de operadores del mercado financiero – segundo semestre 2018-.

<sup>17</sup> La segmentación surge de la distinción entre agentes con y sin acceso al mercado del SEN. Si un agente -sin acceso al SEN- vende un título que no tiene en su portafolio, tiene que conseguirlo a través de la intermediación de un operador con acceso a la plataforma. El operador con acceso al SEN estaría dispuesto a colocar sus recursos en pesos en el mercado de simultáneas a tasas bajas para conseguir el título, únicamente si obtiene ganancias producto de la intermediación, es decir, si su cliente compensa el costo de obtener el título.

<sup>18</sup> Las variables son el cupo, el monto adjudicado y la utilización del cupo de la subasta de repos de expansión del BR, los saldos de la Tesorería de la Nación en las cuentas de depósito del BR y el monto de las simultáneas negociadas en el SEN (como una medida de profundidad del mercado).

<sup>19</sup> La máxima correlación ocurre cuando el Margen tiene un rezago de dos periodos frente al cupo (41.68%).

<sup>20</sup> La máxima correlación ocurre sin rezagos ni adelantos, lo que indica una relación contemporánea (46.78%).

<sup>21</sup> La máxima correlación ocurre cuando el Margen tiene un rezago de un período frente a la utilización del cupo (30.5%).

<sup>22</sup> La máxima correlación ocurre sin rezagos ni adelantos, lo que indica una relación contemporánea (29.48%).

<sup>23</sup> La máxima correlación ocurre cuando el Margen tiene un rezago de 10 periodos frente al monto (-15.89%).

Al analizar por título la correlación entre el Margen y la tasa de contado, se encuentra que en la mayoría de los casos es positiva<sup>24</sup>. Esto contradice la hipótesis que estipula que ante expectativas de desvalorizaciones de los TES la Tsim es cada vez menor. Este resultado puede obedecer a que no siempre se materializan las expectativas de desvalorizaciones de los agentes que motivaron la toma de posiciones cortas en el mercado de contado, a que las simultáneas tienen como objetivo cubrir operaciones de NDF sobre TES o a la segmentación del mercado.

Por otra parte, se realiza una regresión entre el Margen total (variable dependiente) y las variables asociadas a la liquidez en pesos en el mercado monetario, esperando que la porción no explicada por el modelo incorpore el efecto de la posible búsqueda de títulos para cubrir estrategias en corto<sup>25</sup>. El modelo con mejor ajuste y con el mayor número de variables con significancia estadística incluye el cupo de la subasta de repos del BR con rezago de un periodo, el monto adjudicado el día de la subasta, la utilización del cupo con un periodo de rezago, y el porcentaje del monto negociado en el mercado de simultáneas en el rango R2 en relación con el monto total. Adicionalmente, se estima un modelo GARCH (1,1)<sup>26</sup> para corregir problemas con los residuales del modelo original<sup>27</sup>. El modelo resultante es el siguiente:

$$\text{Margen}_t = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{cupo})_{t-1} + \beta_2 \log(\text{adjudicado})_t + \beta_3 \text{utilización del cupo}_{t-1} + \beta_4 \% \text{monto simultáneas R2}_t + \varepsilon_t$$

Los signos de los coeficientes (todos positivos) son congruentes con la intuición. Un Margen menos negativo está asociado a mayores cupos del BR (que refleja que el BR ha identificado mayores necesidades de recursos), y a mayor utilización de los cupos. Con relación a los montos de simultáneas en el rango R2 -que concentra la mayor porción del monto negociado en simultáneas- el coeficiente positivo corrobora la intuición de que bajo condiciones de liquidez adecuada las desviaciones negativas de la Tsim sobre la TPM disminuyen (el Margen se hace menos negativo).

Dado que en el rango R2 se concentran las operaciones de simultáneas cuyas tasas presentan menores desviaciones frente a la TPM, resulta interesante tratar de identificar si las operaciones de simultáneas pactadas en este rango reflejan de mejor manera las condiciones de liquidez del mercado monetario. Con este fin, se estima un modelo usando como variable dependiente el Margen del rango R2 (Margen\_R2) y como explicativas las variables de liquidez del modelo antes descrito. Las pruebas estadísticas sobre los residuales<sup>28</sup> muestran los mismos resultados que el modelo del Margen total, por lo que se estimó este modelo GARCH (2,2):

$$\text{Margen\_R2}_t = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{cupo})_{t-1} + \beta_2 \log(\text{adjudicado})_t + \beta_3 \text{utilización del cupo}_{t-1} + \beta_4 \% \text{monto simultáneas R2}_t + \varepsilon_t$$

El ajuste de este modelo es mejor respecto al modelo en el que la variable dependiente es el Margen total, lo que corrobora la hipótesis de que el Margen de las simultáneas pactadas en el rango R2 refleja con mayor precisión las condiciones de liquidez del mercado monetario frente al Margen total<sup>29</sup>.

Finalmente, se estimó una regresión para evaluar la relación entre el Margen del rango R1 (variable dependiente) y las variables de liquidez, la cual no resultó significativa, lo que podría obedecer a que en este rango se concentran muy pocas operaciones (en promedio el 9% del monto total diario).

<sup>24</sup> Excepto en los TES en UVR que vencen en mar-21 y mar-33.

<sup>25</sup> Se estimaron varios modelos para determinar cuál ofrecía el mejor ajuste y el mayor número de variables con significancia estadística.

<sup>26</sup> Para la selección del número de rezagos se utilizaron los criterios de información.

<sup>27</sup> No hay evidencia de que los datos pertenezcan a una distribución normal. Hay presencia de heterocedasticidad contemporánea de los errores, autocorrelación intertemporal en la serie de los residuos y presencia de efecto ARCH.

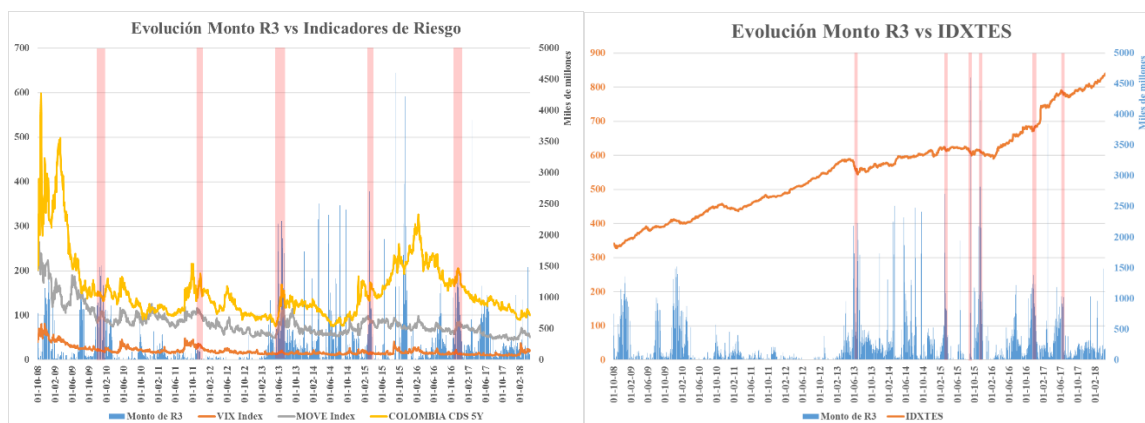
<sup>28</sup> No hay evidencia de que los datos pertenezcan a una distribución normal. Hay presencia de heterocedasticidad contemporánea de los errores, autocorrelación intertemporal en la serie de los residuos y presencia de efecto ARCH.

<sup>29</sup> En el nuevo modelo, los signos de los coeficientes de las variables explicativas siguen siendo iguales a los del modelo en el que la variable dependiente es el Margen total y se mantiene la significancia estadística de las variables.

## 5. Análisis de escenarios con montos representativos a tasas bajas

En la Figura No 2 se encuentra que existen episodios en los cuales el monto transado en el rango R3 aumenta de forma significativa por encima del 34% (promedio de 13% más una desviación estándar de 21%). Teniendo en cuenta que la acumulación de operaciones a tasas muy bajas puede ser atípica y no necesariamente relacionada con condiciones de liquidez sino con expectativas de desvalorizaciones de los TES, se comparó el comportamiento del monto negociado en el rango R3 con algunas variables asociadas a la percepción de riesgo hacia el mercado de TES como el VIX, el MOVE, los CDS a 5 años, y el IDXTES -que corresponde a un índice agregado de precios representativo del mercado de deuda pública-.

Figura N°4.



Fuente: Cálculos propios. Base de datos SEN y Bloomberg.

Al parecer algunos episodios (sombreados en rojo en las gráficas) en los que aumenta el monto del rango negociado en el rango R3, coinciden con incrementos del VIX, el MOVE y el CDS o con una disminución del IDXTES. Aunque no se realiza un análisis econométrico más detallado sobre esta relación, su existencia podría implicar que el monitoreo de las negociaciones en el rango R3 posiblemente serviría para generar un indicador de alerta temprana de movimientos de desvalorización en el mercado de TES o de incertidumbre.



## 6. Conclusiones

- El 70% de los días del período analizado, el margen entre la tasa promedio ponderada por monto de las simultáneas y la TPM oscila entre  $\pm 1\sigma$ .
- En promedio, el 78% del monto diario negociado en simultáneas se concentra en operaciones cuyo margen entre la tasa promedio ponderada por monto de las simultáneas y la TPM oscila entre  $\pm 1\sigma$ .
- El 13% del monto total transado diariamente, corresponde a operaciones cuyos márgenes frente a la TPM son inferiores al valor histórico de  $-1\sigma$ . Estas operaciones pueden estar asociadas a casos puntuales de excesos de liquidez en pesos o a las necesidades de cubrir estrategias en corto en el mercado de TES. En este último caso, es posible que cuando un agente necesite un título considerado «escaso», esté dispuesto a otorgar la liquidez a tasas bajas.
- A medida que disminuyen los montos negociados en simultáneas sobre un título, sus tasas en el mercado de liquidez tienden a ser más bajas y más alejadas de la TPM. Esto corrobora la hipótesis de que las estrategias para cubrir operaciones en corto son más evidentes cuando la liquidez del título es baja.
- Los montos pactados en las simultáneas sobre TES en pesos son mayores y sus tasas en simultáneas son más cercanas a la TPM en comparación con las operaciones sobre TES en UVR.
- Los títulos cuyas tasas en simultáneas son más bajas en comparación con la TPM, corresponden a aquellos que son considerados «escasos» en el mercado de simultáneas. La escasez puede asociarse a que sus principales tenedores son Fondos de Pensiones y Cesantías, inversionistas extranjeros y el BR, entre otros, cuyas estrategias no contemplan una negociación activa de títulos. La escasez también puede obedecer a que las entidades que poseen los títulos no tienen necesidades de liquidez, y por lo tanto no acuden al mercado de simultáneas.
- Al analizar los márgenes diarios de las operaciones que se ubican dentro del rango de  $\pm 1\sigma$ , se encuentra que están relacionados con variables asociadas a la liquidez del mercado monetario local. Cuando se incluyen las operaciones por fuera de ese rango, la relación con las variables de la liquidez se debilita.
- Altos volúmenes de operaciones de simultáneas a tasas bajas podrían indicar expectativas de desvalorizaciones de los TES, lo que amerita monitorear el monto de estas operaciones «inusuales» como una señal de alerta temprana del mercado de TES.