

RMF

Reporte de Mercados Financieros

IV trimestre de 2019





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre del 2019

Banco de la República

Enero de 2020

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Carlos Andrés Quicazán
Jefe

Sara Ariza

Laura Viviana León

Diego Alejandro Martínez

Julián Camilo Mateus

Cristhian Hernando Ruiz

Tatiana Venegas

Estudiantes en práctica profesional

Daniel Felipe Hernández

Daniel Alejandro Echeverri

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen ejecutivo	6
2.1	Entorno internacional	6
2.2	Percepción de riesgo a nivel local	6
2.3	Mercado cambiario	6
2.4	Política monetaria y mercado monetario local	7
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	7
2.6	Mercado accionario	8
3	Entorno internacional	9
4	Percepción de riesgo a nivel local	21
5	Mercado cambiario	25
5.1	Mercado cambiario global	25
5.2	Mercado cambiario colombiano	29
6	Mercado monetario y renta fija	32
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	32
6.2	Mercado monetario colombiano	33
6.3	Mercado de deuda pública	34
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	34
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	37
6.4	Deuda pública externa de los países de la región	40
6.5	Deuda pública externa de Colombia	41
7	Mercado de deuda privada	43
8	Mercado accionario	45
8.1	Estados Unidos	45
8.2	Europa	46
8.3	Asia	46
8.4	Latinoamérica y Colombia	46

Índice de Gráficos

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

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

Índice de Tablas

1	Crecimiento 3T19 y expectativas para 2019	14
2	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo	16
3	Precio de productos básicos (en dólares)	21
4	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	26
5	Intervención cambiaria del Banco Central de Brasil (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	29
6	Intervención cambiaria del Banco Central de Chile (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	29
7	Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos) . . .	29
8	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia	29
9	Variaciones de las tasas de política monetaria a diciembre de 2019 en Latinoamérica	32
10	Inflación año completo y meta de inflación 2019	33
11	Emisiones deuda privada 4T19	44

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 año 2019, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada principalmente por los siguientes factores económicos y políticos: *i*) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; *ii*) la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de la mayoría de bancos centrales; *iii*) la evolución de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; *iv*) los eventos generadores de incertidumbre política en varios países de Asia, Europa y Latinoamérica; y *v*) el comportamiento positivo de la mayoría de *commodities*, excepto los agrícolas.

Durante el cuarto trimestre de 2019 (4T19) se mantuvo la incertidumbre política en Asia, Europa y Latinoamérica así como el comportamiento positivo de los *commodities*, excepto industriales. Sin embargo, debido a los menores temores de una recesión o una desaceleración pronunciada del crecimiento global, la materialización de las expectativas de mayor estímulo monetario por parte de la mayoría de bancos centrales y las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China, se revirtió parcialmente la tendencia observada durante los trimestres anteriores en los mercados financieros internacionales.

Durante el 4T19 el dólar se debilitó frente a la mayoría de sus pares y países emergentes. En la región las monedas se apreciaron a pesar de que factores idiosincráticos como el surgimiento de las diferentes protestas sociales, llevaron a que en unos periodos de tiempo algunas monedas presentaran comportamientos particulares. En cuanto al mercado monetario, en Colombia no hubo cambios en la tasa de política monetaria y las tasas del mercado monetario permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política. La deuda pública denominada en pesos se devaluó mientras que el COLCAP presentó un comportamiento positivo favorecido por el optimismo respecto al avance de las conversaciones en materia comercial entre Estados Unidos y China que concluyó con el alcance de un acuerdo Fase I a finales del año.

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

2 Resumen ejecutivo

2.1 Entorno internacional

En el año 2019, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada principalmente por los siguientes factores económicos y políticos: *i)* la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; *ii)* la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de la mayoría de bancos centrales; *iii)* la evolución de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; *iv)* los eventos generadores de incertidumbre política en varios países de Asia, Europa y Latinoamérica; y *v)* el comportamiento positivo de la mayoría de *commodities*, excepto los agrícolas.

Durante el 4T19 se revirtió parcialmente la tendencia observada durante los trimestres anteriores, debido a: *i)* los menores temores de una recesión o una desaceleración pronunciada del crecimiento a nivel global; *ii)* la materialización de las expectativas de mayor estímulo monetario por parte de la mayoría de bancos centrales; y *iii)* las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China. Adicionalmente, se mantuvo la incertidumbre frente a los eventos generadores de incertidumbre política en Asia, Europa y Latinoamérica, y el comportamiento positivo de los *commodities*, excepto industriales.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

En el 2019, el panorama sobre la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento heterogéneo. Por un lado, se presentó un buen desempeño de las ventas al por menor, confianza industrial y comercial, esta última en niveles históricamente altos. No obstante, se evidenciaron unas menores expectativas de crecimiento, mayores expectativas de inflación, y un deterioro de la producción industrial y confianza del consumidor, esta última permaneciendo en niveles históricamente bajos durante el año.

Durante el 4T19, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica mixta ante reducciones en la confianza de consumidores, industriales y comerciantes, mayores expectativas de inflación, y datos mixtos de producción manufacturera, ventas al por menor, indicador de seguimiento a la economía y expectativas de crecimiento, que fueron compensados por expectativas de mayores valorizaciones de los TES y el COLCAP.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 2019 el dólar se fortaleció frente a la mayoría de sus pares y países emergentes como consecuencia de: *i)* la incertidumbre en relación con las tensiones comerciales entre EE.UU. con sus socios, en especial con China; *ii)* el aumento de las expectativas (durante el primer semestre) de recortes de la tasa de fondos federales durante el año por parte de la Fed; *iii)* los diferentes eventos de incertidumbre política interna en varias regiones del mundo (e.g. Reino Unido, Italia, Argentina y Hong Kong); y *iv)* los temores por una mayor desaceleración económica mundial. Asimismo, el comportamiento de las monedas de países emergentes de la región, estuvo en línea con las dinámicas del dólar, los factores globales anteriormente mencionados y algunos factores idiosincráticos como el surgimiento

de las diferentes protestas sociales en países Latinoamericanos este último trimestre.

En el trimestre, el dólar se debilitó frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y emergentes. Las monedas de los países de la región se apreciaron y su comportamiento estuvo en línea con las dinámicas del dólar a nivel global, así como con sus determinantes y el desarrollo de las negociaciones entre EE.UU. y China. No obstante, factores idiosincráticos como el surgimiento de las diferentes protestas sociales, llevaron a que en unos episodios algunas monedas presentaran comportamientos particulares.

El peso colombiano se depreció 0,8% en 2019 y presentó un comportamiento heterogéneo a lo largo del año. Durante el 4T19 el peso colombiano presentó una apreciación de 5,8% frente al dólar. Factores locales como la incertidumbre en cuanto a la duración y los costos asociados con las protestas sociales contribuyeron a apoyar las devaluaciones observadas durante noviembre. Por su parte, en diciembre este comportamiento se corrigió debido a la percepción de una menor intensidad de las protestas nacionales y factores internacionales.

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 2019, el Banco Central de Brasil recortó su tasa de referencia en 200 p.b, mientras que los bancos centrales de Chile y México la recortaron en 100 p.b, el de Perú en 50 p.b, y el de Colombia la mantuvo estable. En el 4T19, se observaron reducciones de la tasa de interés de política en la mayoría de los países de América Latina: *i)* el Banco Central de Brasil recortó en 100 p.b. su tasa de política monetaria durante cada una de sus reuniones de octubre y diciembre; *ii)* de manera análoga, el Banco de México recortó en 50 p.b. su tasa de interés durante cada una de sus reuniones de noviembre y diciembre; *iii)* el Banco Central de Chile redujo su tasa de referencia en 25 p.b. durante su reunión de octubre; y *iv)* el Banco Central de Reserva del Perú también recortó en 25 p.b. su tasa de política durante su reunión de octubre. En Colombia no hubo cambios en las tasas de política monetaria y las tasas del mercado monetario permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 2019 la deuda pública local en pesos se valorizó, particularmente durante el primer semestre del año, ante expectativas de menor inflación y una demanda importante por parte de inversionistas extranjeros. Específicamente, las valorizaciones significativas que registró la curva de TES en pesos en el 2T19 estuvieron en línea con el comportamiento de la deuda local de los demás países de la región, y estuvieron relacionadas con el comportamiento de los *Treasuries*. Además, localmente estas valorizaciones estuvieron soportadas por: *i)* la decisión de *Moody's* y *Fitch Ratings* de mantener la calificación crediticia del país; *ii)* la percepción de que el BR adoptaría una política monetaria más expansiva; *iii)* la publicación de datos de crecimiento de la economía por debajo de lo esperado; y *iv)* la publicación del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* del 2019 en donde el Gobierno indicó que buscaría reducir su endeudamiento a través de TES. A nivel internacional, en el año las curvas de EE.UU. y los países de la región registraron valorizaciones, principalmente entre el 2T19 y el 3T19. En el caso de los bonos de los EE.UU. las valorizaciones reflejaron las expectativas de que la Fed reduciría a un ritmo mayor el rango de los Fondos Federales en el transcurso del 2019 (y su posterior materialización). Lo anterior, junto con los recortes de las tasas de interés y factores idiosincráticos de cada país, también soportó las valorizaciones de la deuda pública de las principales economías de la región.

En el trimestre, la deuda pública denominada en pesos se desvalorizó ante las expectativas de una mayor inflación, incertidumbre en torno a la Ley de Financiamiento en la primera mitad del trimestre, las ventas netas por parte de inversionistas extranjeros, expectativas de incrementos de la tasa de interés de referencia por parte del BR y la incertidumbre sobre los posibles efectos de las manifestaciones que tuvieron lugar a finales de noviembre.

Por su parte, en el 4T19 la curva de EE.UU. se empujó por valorizaciones del tramo corto y desvalorizaciones en el tramo largo de la curva de rendimientos. El comportamiento del tramo corto reflejó la reducción del rango de los fondos federales, mientras que el del tramo largo estuvo relacionado con la menor percepción de riesgo a nivel global. En la región, los títulos de deuda pública interna presentaron un comportamiento mixto como resultado de factores idiosincráticos de cada país, al tiempo que su deuda externa registró algunas valorizaciones en línea con la menor percepción de riesgo internacional.

2.6 Mercado accionario

En 2019 los principales índices de renta variable a nivel global presentaron valorizaciones y en algunos casos alcanzaron máximos históricos debido principalmente al entorno internacional más favorable y las mejores condiciones de liquidez a nivel global. Adicionalmente, en el 4T19 los índices bursátiles presentaron un buen desempeño, favorecidos por el optimismo respecto al avance de las conversaciones entre Estados Unidos y China en materia comercial, las cuales resultaron en el alcance de un acuerdo Fase I a finales de año.

3 Entorno internacional

En el año 2019, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada principalmente por los siguientes factores económicos y políticos: *i*) la persistencia de los temores de una mayor desaceleración económica global; *ii*) la incertidumbre sobre la magnitud del estímulo monetario por parte de la mayoría de bancos centrales; *iii*) la evolución de las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios; *iv*) los eventos generadores de incertidumbre política en varios países de Asia, Europa y Latinoamérica; y *v*) el comportamiento positivo de la mayoría de *commodities*, excepto los agrícolas.

Durante el 4T19 se revirtió parcialmente la tendencia observada durante los trimestres anteriores, debido a: *i*) los menores temores de una recesión o una desaceleración pronunciada del crecimiento a nivel global; *ii*) la materialización de las expectativas de mayor estímulo monetario por parte de la mayoría de bancos centrales; y *iii*) las menores tensiones comerciales entre EE.UU. y China. Adicionalmente, se mantuvo la incertidumbre frente a los eventos generadores de incertidumbre política en Asia, Europa y Latinoamérica, y el comportamiento positivo de los *commodities*, excepto industriales.

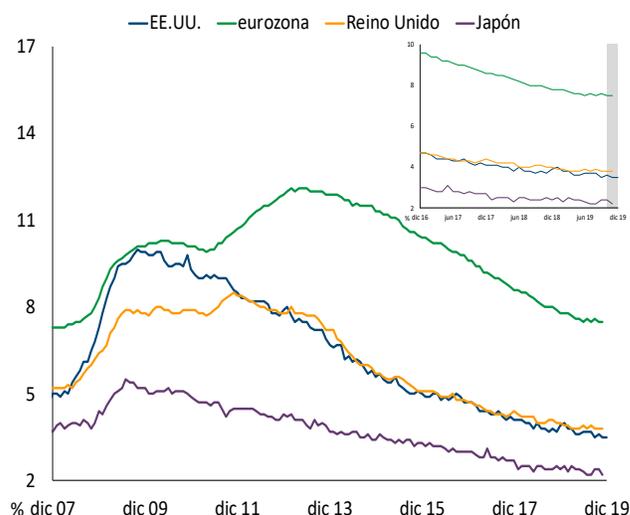
Contexto macroeconómico

En el 4T19, al igual que en los trimestres anteriores, fue relevante el comportamiento favorable del mercado laboral en economías desarrolladas y la publicación de resultados mixtos de inflación, indicadores de sentimiento del mercado y actividad económica que, aunque evidenciaron una mayor desaceleración económica, generaron expectativas de que haya una estabilización de las tasas de crecimiento en estas economías.

Frente al mercado laboral, las principales economías desarrolladas continuaron evidenciando el buen dinamismo observado durante 2019, de manera que se espera que continúe impulsando el consumo como principal motor de crecimiento durante 2020. Entre el

3T19 y el 4T19, se destaca que: *i*) el promedio de la tasa de desempleo se redujo en EE.UU. y la eurozona, se mantuvo estable en Reino Unido y Japón, y continuó ubicándose en todas estas economías en niveles históricamente bajos (*Gráfico 1*); *ii*) en EE.UU. los niveles de contratación aumentaron durante el trimestre, mientras que las solicitudes iniciales de desempleo presentaron un incremento acorde con su comportamiento estacional pero inferior al observado durante el último trimestre de 2018 (*Gráfico 2*); y *iii*) los salarios en EE.UU. y Reino Unido continuaron creciendo a tasas históricamente altas y por encima de las cifras de inflación, pese a que se desaceleraron frente al trimestre anterior. Por su parte, en Japón los salarios exhibieron tasas positivas de crecimiento durante el trimestre, que contrastaron con las contracciones observadas durante la mayor parte del 2019¹.

Gráfico 1: Desempleo en principales economías desarrolladas

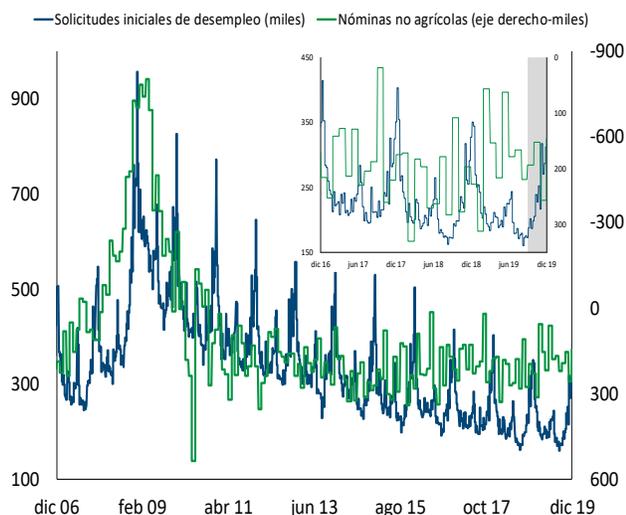


Fuente: Bloomberg. Los datos se encuentran a noviembre, excepto los de EE.UU. que están disponibles a diciembre.

En lo referente a los indicadores de sentimiento del mercado, durante el 4T19: *i*) en promedio, la confianza de los consumidores presentó un repunte en Japón, y se redujo en EE.UU., la eurozona y Reino Unido, aunque se mantuvo en niveles elevados en estas eco-

¹En promedio, entre el 3T19 y el 4T19, los salarios en EE.UU., Reino Unido y Japón pasaron de crecer 3,1 %, 3,9 % y -0,2 % a 3,0 %, 3,5 % y 0,1 %.

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



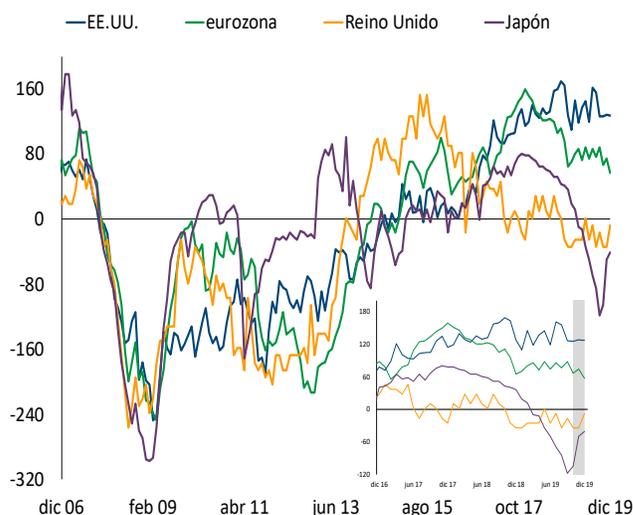
Fuente: Bloomberg.

nomías, lo cual también ha soportado las expectativas de que el consumo jalone el crecimiento durante 2020 (Gráfico 3); ii) a diferencia de Japón, el PMI² manufacturero promedio aumentó en las economías desarrolladas analizadas, aunque se mantuvo en la zona de contracción, excepto en EE.UU. (Gráfico 4); y iii) por el contrario, el PMI de servicios promedio aumentó en EE.UU. mientras que se redujo en las demás economías analizadas, y se mantuvo en la zona de contracción en la eurozona y Reino Unido (Gráfico 4). De esta manera, dado que el sector servicios es más relevante que el manufacturero en las economías desarrolladas, estos resultados soportaron las expectativas de que haya una estabilidad de las tasas de crecimiento de estas economías cerca de su potencial en el corto plazo.

En el Gráfico 6 se observa la probabilidad de recesión

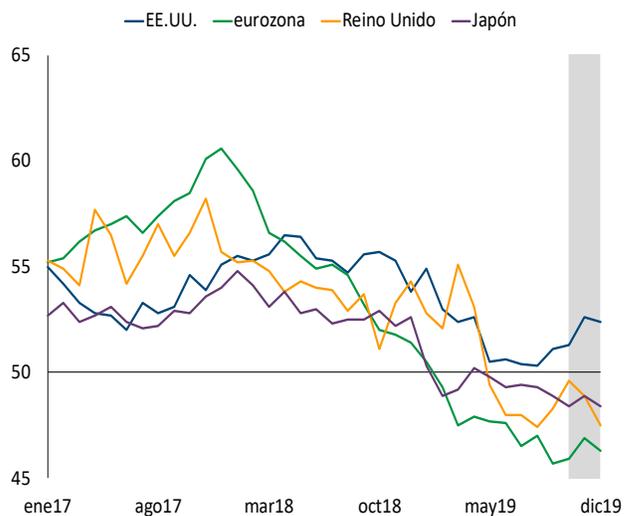
²El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión, mientras que un dato por debajo indica contracción.

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



Fuente: Bloomberg.

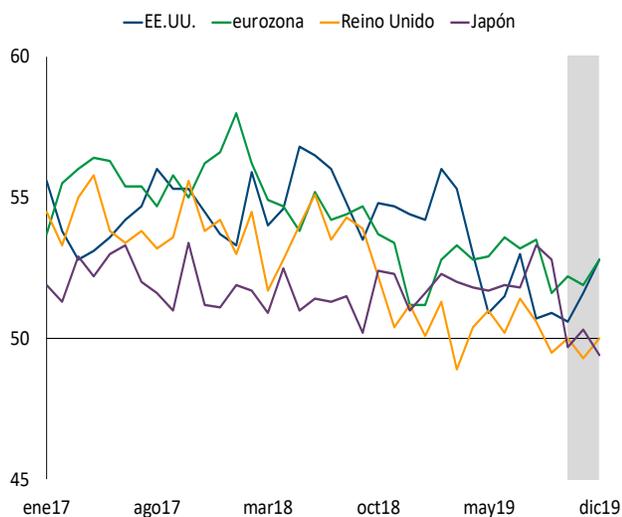
Gráfico 4: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

doce meses adelante en EE.UU. que calcula la Reserva Federal (Fed) de Nueva York con base en un modelo que usa como insumo la pendiente 10 años menos 3 meses de la curva de rendimientos. De acuerdo con

Gráfico 5: PMI de servicios en economías desarrolladas

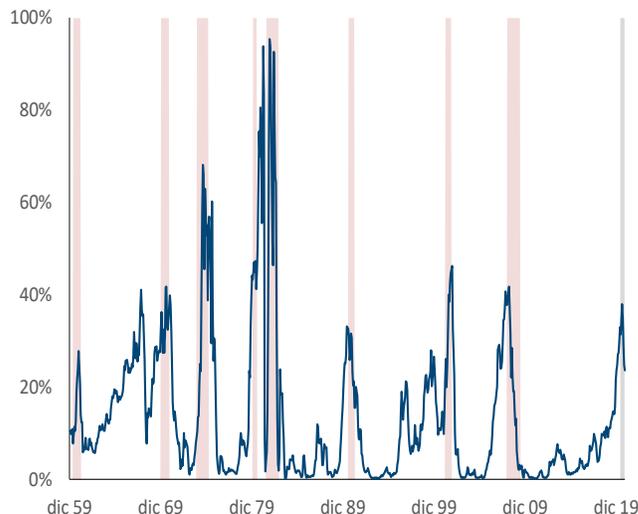


Fuente: Bloomberg.

este modelo, en agosto la probabilidad de recesión alcanzó un máximo desde la crisis financiera de 2008, en línea con el aumento de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, pero a partir de entonces ha venido mostrando una reducción importante, acorde con la menor percepción de riesgo a nivel global.

Los datos publicados del 3T19 muestran que el producto presentó una desaceleración en EE.UU. y Reino Unido, una aceleración en Japón, y una tasa de crecimiento estable en niveles bajos en la eurozona (Gráfico 7). En EE.UU, pese a la desaceleración observada, la tasa de crecimiento fue superior a lo que esperaba el mercado, continuó por encima de las demás economías desarrolladas analizadas, y evidenció un buen dinamismo del consumo que contrastó con la contribución negativa de la inversión no residencial y las exportaciones netas. Por su parte, la economía de la eurozona creció al mismo ritmo observado en el 2T19 y por encima de lo estimado por los analistas, como resultado del buen desempeño del consumo y una recuperación de las exportaciones netas que compensó la menor contribución de la inversión. Por el contrario, la economía del Reino Unido se desaceleró frente al trimestre anterior, en línea con lo esperado por el mer-

Gráfico 6: Probabilidad de recesión 12 meses adelante en EE.UU.

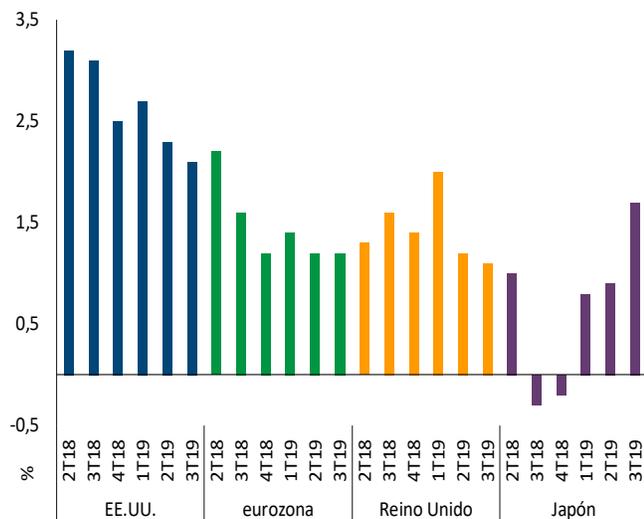


Fuente: Fed de Nueva York. Las áreas sombreadas en rosado corresponden a los periodos de recesión en EE.UU. de acuerdo con el National Bureau of Economic Research (NBER). La sombra grisácea al final corresponde al último semestre del 2019.

cado, como consecuencia de la incertidumbre frente al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), conocido como *Brexit*. En Japón, la economía creció por encima de lo esperado por los analistas y del trimestre anterior, aunque esto se debió en buena parte a una baja base estadística dada la contracción observada en el 3T18 como consecuencia de los desastres naturales que afectaron al país a finales de ese año. En línea con estas cifras de PIB, en enero de 2020 el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo su proyección de crecimiento para 2020 en EE.UU. y la aumentó en Japón. Para el caso de la eurozona, el FMI redujo aún más su proyección de crecimiento como consecuencia de la debilidad que sigue exhibiendo la demanda doméstica y las exportaciones en España, así como la actividad manufacturera en Alemania. Finalmente, el FMI mantuvo su proyección de crecimiento para el Reino Unido en 1,4% asumiendo que haya un *Brexit* ordenado a finales de enero de 2020 (Gráfico 8).

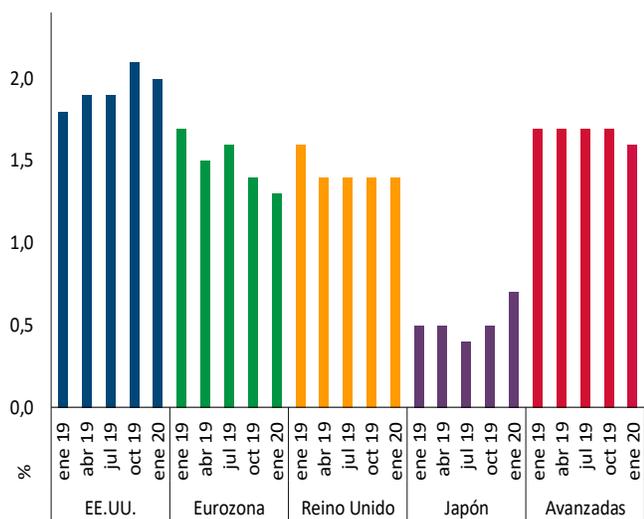
En cuanto al comportamiento del nivel de precios, durante el 4T19 se observó que la inflación total aumentó

Gráfico 7: Crecimiento en principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a la variación porcentual frente al mismo trimestre del año inmediatamente anterior.

Gráfico 8: Proyecciones de crecimiento para 2020 en principales economías desarrolladas

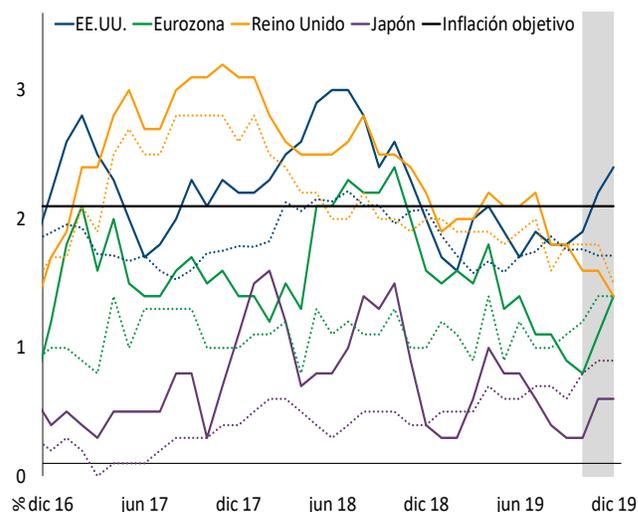


Fuente: World Economic Outlook del FMI.

frente al trimestre anterior en EE.UU., la eurozona y Japón, y en el caso de EE.UU. se ubicó los últimos dos meses del año por encima del objetivo del 2% de la Fed. Por el contrario, en el Reino Unido se eviden-

ció una desaceleración del nivel de precios durante el trimestre. De manera similar, aunque la inflación subyacente³ se mantuvo por debajo de la meta de 2% de los bancos centrales, exhibió una tendencia creciente en la eurozona y Japón, cierta estabilidad en EE.UU. y un reducción en el Reino Unido. De esta manera, aunque se evidenció un aumento generalizado del nivel de precios durante el trimestre, de acuerdo con la mayoría de analistas aún no se evidencian presiones inflacionarias importantes, de manera que los bancos centrales podrían mantener la postura actual de política monetaria o incluso adoptar una postura más acomodativa dependiendo de la evolución de la actividad económica (Gráfico 9).

Gráfico 9: Inflación observada en principales economías desarrolladas



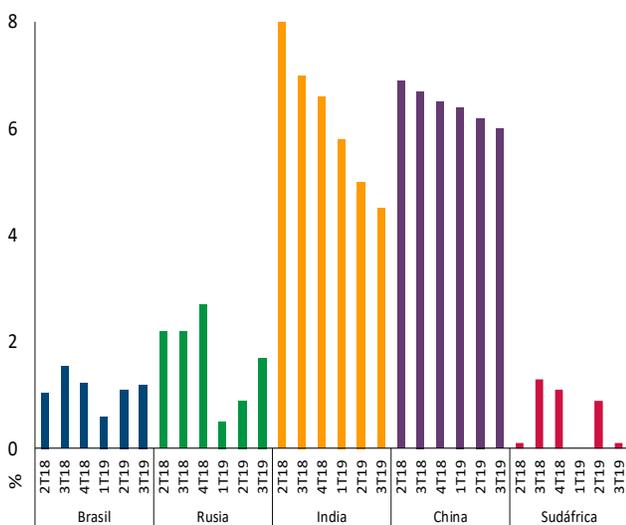
Fuente: Bloomberg. Las líneas punteadas corresponden a la inflación núcleo.

En cuanto a las economías emergentes, los datos del PIB del 3T19 muestran que India continuó desacelerándose a un mayor ritmo que China, de manera que esta última permaneció siendo la economía de mayor crecimiento entre las principales economías a nivel global. Por su parte, en Sudáfrica se volvió a observar una desaceleración importante, mientras que en Brasil y Rusia continuó evidenciándose un repunte del PIB,

³La inflación subyacente, básica o núcleo no tiene en cuenta en su canasta los productos más volátiles como alimentos y energía.

aunque las cifras siguen ubicándose en niveles bajos. En el caso de la economía China, la tasa de crecimiento registrada en el 3T19 resultó inferior a lo que esperaba el mercado y fue la tasa más baja en casi tres décadas (Gráfico 10). No obstante, en enero de 2020 el FMI aumentó la proyección de crecimiento de China para 2020 como consecuencia del acuerdo comercial de Fase I firmado con EE.UU. que pausó un aumento adicional de aranceles y en el corto plazo podría incluso revertir parte de los mismos. En los demás países analizados el cambio en las proyecciones del FMI estuvo en línea con la publicación de las cifras de PIB durante el trimestre (Gráfico 11).

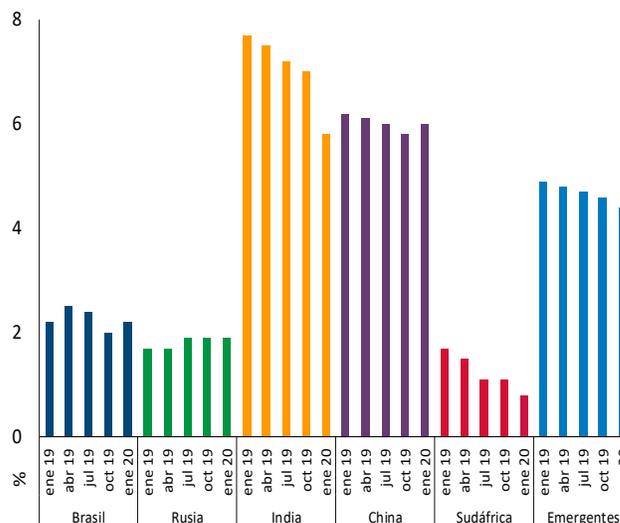
Gráfico 10: Crecimiento en principales economías emergentes



Fuente: Bloomberg. Los datos corresponden a la variación porcentual frente al mismo trimestre del año inmediatamente anterior.

En este contexto, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el *Institute of International Finance* (IIF), durante el 2019 se observaron entradas netas al mercado de deuda pública de economías emergentes en todas las regiones, mientras que en el mercado de renta variable únicamente se presentaron entradas al mercado de Asia y Europa emergente. Particularmente, en el 4T19 se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD73,9 miles de millones (mm) (en el 3T19 se reportaron entradas por USD35,6 mm), de las cuales hubo entradas

Gráfico 11: Proyecciones de crecimiento para 2020 en principales economías emergentes



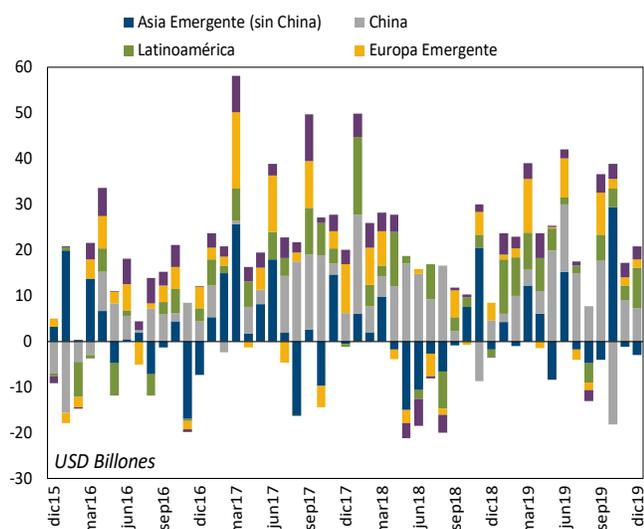
Fuente: World Economic Outlook del FMI.

de USD54,3 mm y USD19,6 mm hacia los mercados de renta fija y renta variable respectivamente (Gráficos 12 y 13). Los flujos de capitales entrantes se presentaron principalmente hacia los mercados de deuda de Asia emergente sin China (USD25,2 mm) y accionario de China (USD22,6 mm).

En el caso de Latinoamérica, entre septiembre y diciembre las cifras de crecimiento esperadas para 2019 presentaron reducciones en la mayoría de los países, acordes con las expectativas de desaceleración económica global. Por otra parte, los datos de crecimiento anual del 3T19 se ubicaron en línea o por encima de lo esperado por el mercado en todos los países analizados. No obstante, vale la pena destacar que, aunque la economía mexicana avanzó ligeramente en el 3T19 en comparación con el 2T19, el dato del PIB fue -0,3%, su segundo trimestre consecutivo en declive (Cuadro 1). En línea con lo anterior, en enero de 2020 el FMI redujo su proyección de crecimiento del PIB para 2020 en México, Colombia, Chile y Perú y la aumentó en Brasil. (Gráfico 14).

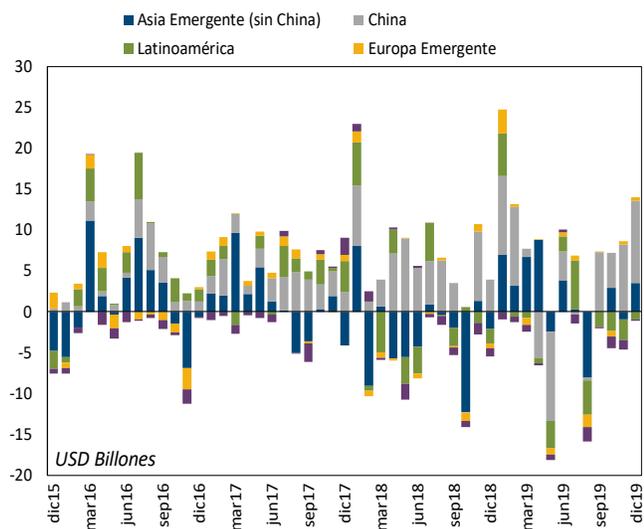
Al igual que en la mayoría de los países emergentes,

Gráfico 12: 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 13: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



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

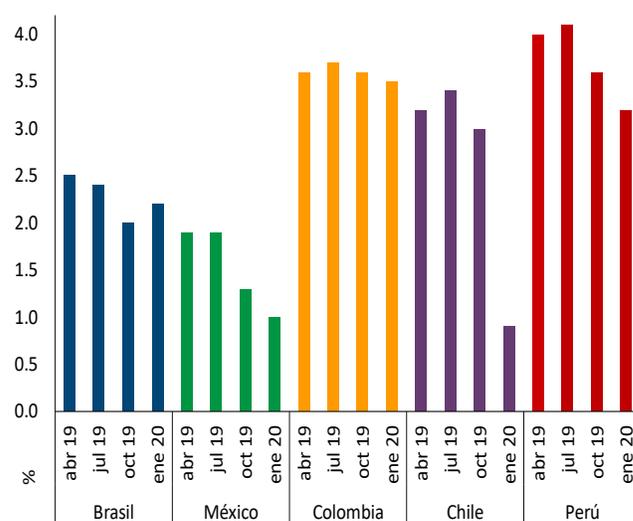
durante el 4T19 se presentaron entradas de capital al mercado de deuda de América Latina de USD15,9 mm (en el 3T19 se reportaron entradas de USD3,4 mm) y

Cuadro 1: Crecimiento 3T19 y expectativas para 2019

País	Esp. 3T19	Obs. 3T19	Esp. 2019 (Sep. 19)	Esp. 2019 (Dic. 19)
COL	3,30%	3,30%	3,10%	3,20%
BRA	1,00%	1,20%	0,95%	1,00%
CHL	3,30%	3,30%	2,45%	1,70%
MEX	-0,40%	-0,30%	0,50%	0,05%
PER	3,00%	3,00%	2,70%	2,50%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 14: Proyecciones de crecimiento para 2020 en las economías de la región



Fuente: World Economic Outlook del FMI.

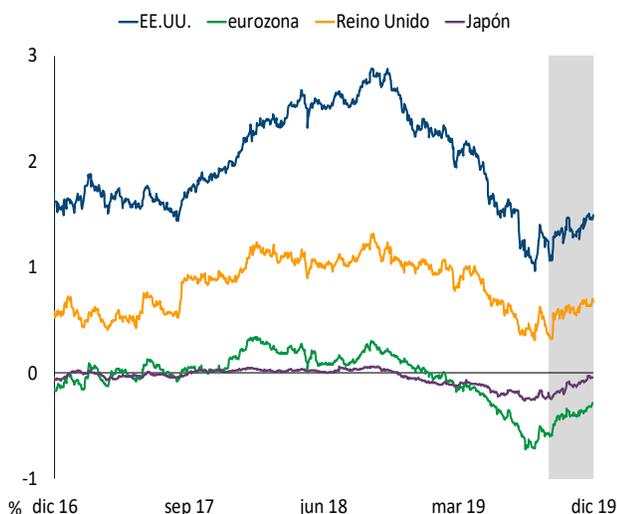
entradas netas de USD61,5 mm en 2019. En el mercado accionario latinoamericano se presentaron salidas por USD5,9 mm durante el 4T19 (en el 3T19 se reportaron salidas por USD0,1 mm) y salidas netas por USD4,2 mm en 2019.

Política monetaria

En cuanto a las perspectivas de política monetaria, durante el 4T19 se observó una reversión de las expectativas de mayor expansión monetaria observadas desde el 4T18. De esta manera, el comportamiento de la curva *Overnight Index Swap* (OIS) a 5 años evidencia una mayor tasa promedio esperada en las cuatro economías analizadas, aunque se destaca 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 15).

Gráfico 15: Curva OIS a cinco años en las principales economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

En lo referente a las decisiones de política monetaria en economías desarrolladas, la Reserva Federal (Fed) fue el único de los cuatro bancos centrales analizados que decidió modificar su postura de política monetaria durante el trimestre. De esta manera, durante su reunión de octubre, la Fed recortó el rango de la tasa de fondos federales en 25 p.b. de 1,75% - 2% a 1,5% - 1,75%.

En el caso de EE.UU., el Comité Federal de Mercado Abierto (*FOMC*, por sus siglas en inglés) recortó el rango de fondos federales en línea con lo esperado por el mercado, con el fin de hacer frente a la incertidumbre que había en ese momento en torno a las tensiones comerciales entre EE.UU. y China. En un primer momento, los analistas calificaron el comunicado del *FOMC* como menos *dovish* de lo esperado tras la eliminación en el comunicado de la referencia a actuar según corresponda para mantener la expansión, pero posteriormente consideraron las declaraciones del presidente de la Fed como ligeramente *dovish* tras afirmar

que para iniciar de un nuevo ciclo contractivo se requeriría un aumento de la inflación, y expresar dudas frente al desempeño de la actividad productiva dada la debilidad del sector externo y la inversión. Dos meses después, el *FOMC* mantuvo sin cambios el rango de referencia tras evaluar el desempeño económico como moderado y el entorno de inflación baja, por lo que consideró que el estado actual de política monetaria sería el apropiado para soportar los objetivos futuros.

Frente al BCE, durante el trimestre este mantuvo inalteradas su tasa de interés de referencia en 0%, la de depósitos en -0,50% y la marginal en 0,25%, de acuerdo con lo esperado por la mayoría de los analistas. En diciembre, el mercado estuvo atento a esta reunión de política monetaria dado que fue la primera donde Christine Lagarde ofició como presidenta del BCE. Durante la conferencia posterior a la reunión de política, Lagarde señaló que el panorama económico está inclinado a la baja, aunque los riesgos están menos acentuados, lo que para la mayoría de analistas implicó un tono menos negativo para el bloque. Por último, Lagarde señaló que durante 2020 planea revisar los parámetros del BCE, lo que incluirá los objetivos de la entidad, que serán sometidos a consulta por parte de legisladores, académicos y la sociedad civil.

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 con el fin de mantener un saldo de £435 mm en bonos gubernamentales y £10 mm en bonos corporativos. Sin embargo, durante la reunión de noviembre dos miembros del *BoE* votaron inesperadamente por un recorte de la tasa de interés debido a señales de una desaceleración económica más profunda de lo esperado, mientras que otros miembros dijeron que considerarían un recorte si los problemas económicos mundiales y del *Brexit* no cedían. Adicionalmente, el comportamiento descendiente de la inflación también ha generado expectativas de una senda de política monetaria más expansiva por parte del *BoE*.

Por último, el Banco de Japón (*BoJ*) mantuvo inalte-

rada 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 ETFs⁴ en ¥80 billones y ¥6 billones, respectivamente. Adicionalmente, durante su reunión de diciembre el *BoJ* cambió su tono en torno a la economía, mejorando las perspectivas debido al progreso de las conversaciones comerciales entre EE.UU. y China, y signos de que la desaceleración económica mundial parece haberse estabilizados.

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

	Sep 2019	Dic 2019	Δ 4T19 (p.b)
Canadá	1,75 %	1,75 %	0
Colombia	4,25 %	4,25 %	0
eurozona	-0,50 %	-0,50 %	0
Japón	-0,10 %	-0,10 %	0
Noruega	1,50 %	1,50 %	0
Reino Unido	0,75 %	0,75 %	0
China	2,55 %	2,50 %	-5
Australia	1,00 %	0,75 %	-25
Chile	2,00 %	1,75 %	-25
Corea del Sur	1,50 %	1,25 %	-25
Estados Unidos	1,75 %-2,00 %	1,50 %-1,75 %	-25
India	5,40 %	5,15 %	-25
Indonesia	5,25 %	5,00 %	-25
Perú	2,50 %	2,25 %	-25
Sudáfrica	6,50 %	6,50 %	-25
México	7,75 %	7,25 %	-50
Nueva Zelanda	1,50 %	1,00 %	-50
Rusia	7,00 %	6,25 %	-75
Brasil	5,50 %	4,50 %	-100
Turquía	16,50 %	12,00 %	-450
Argentina	78,37 %	55,00 %	-2337

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 4T19 continuó la incertidumbre frente a las relaciones comerciales entre EE.UU. y sus principales socios. Sin embargo, los mercados financieros se vieron favorecidos hacia el final del trimestre como consecuencia del mayor optimismo en torno a la posibilidad de que se firmara un acuerdo de Fase I entre EE.UU. y China. Este acuerdo fue relevante porque impidió que EE.UU. volviera a incrementar las tarifas

⁴Los 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.

arancelarias sobre importaciones provenientes de China y abre la puerta para que eventualmente haya una reducción mutua de las tarifas vigentes actualmente. No obstante, no es claro si será posible alcanzar un acuerdo de Fase II dada la incertidumbre sobre la capacidad de China de cumplir con las importaciones de bienes estadounidenses con las que se comprometió en el acuerdo⁵.

Otra fuente de incertidumbre durante el trimestre fue el futuro de la relación comercial con la UE. A inicios de octubre la Organización Mundial de Comercio (OMC) autorizó a EE.UU. la imposición de aranceles a la UE por USD7,5 mm, como represalia por los subsidios ilegales que la UE habría otorgado a Airbus, disputa que se ha mantenido por 15 años. Al respecto, el Representante de Comercio de EE.UU. se pronunció afirmado que efectivamente implementarían las tarifas autorizadas, a lo que el ministro de Relaciones Exteriores de Alemania respondió diciendo que la UE también tomaría medidas de represalia. Sin embargo, a mediados de noviembre Trump decidió retrasar por seis meses la imposición de aranceles al sector automotriz de la UE, lo que generó un alivio temporal en los mercados, pero mantuvo la incertidumbre sobre el desarrollo de las relaciones comerciales entre ambas partes en 2020.

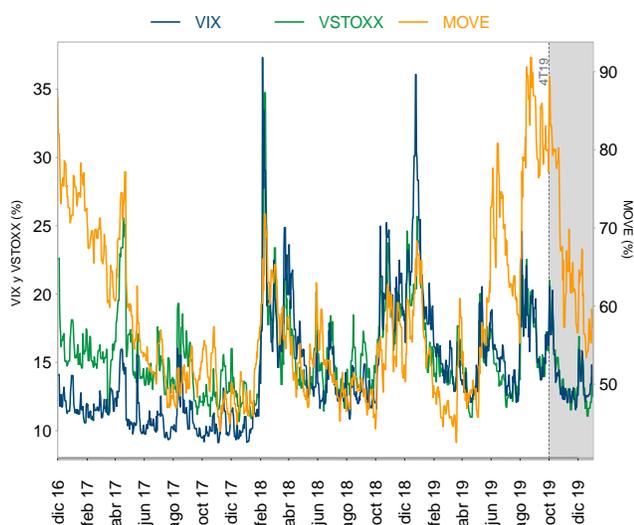
Por último, las relaciones comerciales entre EE.UU. y sus vecinos (Canadá y México) mejoraron durante el trimestre luego que en diciembre los tres países acordaran una serie de modificaciones al Tratado de Libre Comercio pactado a finales de septiembre del 2018 (T-MEC, por sus siglas en español; USMCA, por sus siglas en inglés). Posteriormente, hubo mayor optimismo como consecuencia de las declaraciones de funcionarios de ambos países afirmando que la ratificación por parte del Congreso de EE.UU. sería inminente, lo que finalmente ocurrió en enero de 2020.

⁵Según el texto del acuerdo comercial, China se comprometió a comprar productos estadounidenses por un monto adicional de USD76,7 mm en el primer año y de USD123,3 mm en el segundo. De los USD200 mm totales, USD77,7 mm corresponde a bienes manufacturados, USD52,4 mm a energía y USD37,9 m a servicios.

Incertidumbre en mercados financieros

Durante el 4T19, los mercados financieros presentaron un buen comportamiento ante la menor percepción de riesgo a nivel global, en línea con el mayor optimismo frente al *Brexit* y al acuerdo de Fase I entre EE.UU. y China. De esta manera, la percepción de riesgo en los mercados accionarios estadounidense y europeo, medida a través de los indicadores *Vix* y *Vstoxx* se redujo de manera importante, en línea con los máximos históricos que alcanzaron los índices bursátiles en estas regiones durante el 4T19. Así mismo, el indicador *Move* que mide la volatilidad en el mercado de renta fija estadounidense evidenció una reducción significativa durante el trimestre ante el mayor consenso frente a la senda de política monetaria en EE.UU. (Gráfico 16).

Gráfico 16: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

Incertidumbre en política y en política económica

Durante el 4T19 se presentaron diversos eventos de incertidumbre a nivel político y en política económica. En Europa, resultó relevante la incertidumbre en torno al futuro del *Brexit* ante la cercanía del 31 de octubre como fecha límite para que el Reino Unido saliera de la UE. A mediados de octubre el Primer

Ministro británico, Boris Johnson, logró renegociar el acuerdo de salida con la Comisión Europea, pero el Parlamento británico volvió a rechazarlo dadas las escasas mayorías del Partido Conservador (el partido de Gobierno) en el Parlamento. De esta manera, Johnson se vio obligado a solicitar a la Comisión Europea a finales de octubre un aplazamiento de la fecha límite hasta el 31 de enero de 2020. Durante este periodo Johnson convocó elecciones anticipadas con el fin de buscar una mayor participación de su partido en el Parlamento para que aprobara su acuerdo de salida. Tras las elecciones, el Partido Conservador fue el gran ganador por lo que aumentó el optimismo frente a una aprobación del acuerdo por parte del Parlamento, de manera que el Reino Unido podría salir de la UE antes del 31 de enero de 2020. No obstante, aún persiste la incertidumbre sobre las posteriores negociaciones entre el Reino Unido con la UE con el fin de establecer sus futuras relaciones comerciales.

Por su parte, en Asia continuó pesando sobre los inversionistas la incertidumbre en torno a las protestas en Hong Kong que empezaron en el 2T19 con el fin de derogar la ley que permitiría la extradición de ciudadanos a China. Posteriormente, pese a que la jefa ejecutiva del país, Carrie Lam, retiró la ley ante el aumento de las protestas, los ciudadanos continuaron protestando y exigiendo mayores concesiones frente a diversos temas. De esta manera, la intensificación de las protestas ha logrado que el país entre en recesión y aún no es claro cómo ni cuando se resolverá esta crisis.

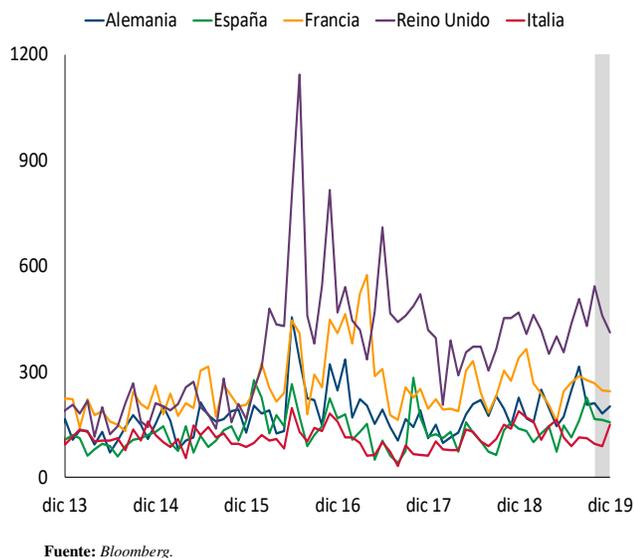
A nivel global, el indicador de incertidumbre de política económica propuesto por *Baker, Bloom y Davis* (2016) se redujo en promedio de 301 en el 3T19 a 284 durante el 4T19. En EE.UU, el indicador agregado y los indicadores específicos⁶ de política comercial, monetaria y fiscal también disminuyeron en promedio frente al trimestre anterior⁷. En el caso del indicador

⁶Para EE.UU, *Baker, Bloom y Davis* (2016) construyeron un indicador general e índices específicos en materia de política monetaria, fiscal, salud, comercial, entre otras.

⁷En EE.UU. el promedio del indicador agregado de *Baker, Bloom y Davis* (2016) se redujo al pasar de 158 en el 3T19 a 132 en el 4T19, al igual que los indicadores específicos de política comercial, monetaria y fiscal que pasaron de 1156 a 776, 169 a 82, y 113

de política comercial, pese a que presentó una reducción importante frente al máximo observado en agosto, aún se mantiene en niveles elevados como consecuencia de la incertidumbre que aún persiste en el mercado frente a las próximas mesas de negociación entre EE.UU. y sus principales socios comerciales (Gráfico 18). Por su parte, en Europa, frente a lo observado en el 3T19, disminuyeron en promedio el indicador agregado y los indicadores específicos en Alemania, Francia y España, mientras que aumentó en Reino Unido e Italia. El aumento observado en Reino Unido estuvo asociado con la incertidumbre frente al *Brexit* antes del 31 de octubre, para entonces fecha límite para que el Reino Unido saliera de la UE⁸ (Gráfico 17).

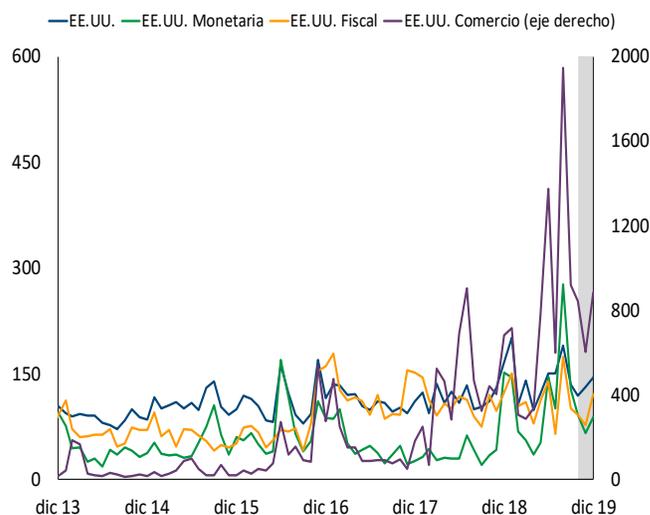
Gráfico 17: Incertidumbre en política económica en Alemania, España, Francia y Reino Unido



En Latinoamérica también se evidenciaron episodios de incertidumbre política y política económica interna en varios países de la región. En México, a inicios de 2019, se presentó incertidumbre como consecuencia del estancamiento en el Congreso de EE.UU. de la aprobación del nuevo acuerdo comercial de Norteamérica T-MEC, en medio de la oposición de sindicatos estadounidenses que temían por la protección de los empleos en este país; sin embargo, el acuerdo fue aprobado por la Cámara de Representantes en diciembre. Por otra parte, aumentaron los temores en torno al posible recorte en la calificación crediticia del país, debido a la mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas frente a las decisiones del Gobierno, el bajo crecimiento económico del país durante el primer año de mandato de López Obrador y la situación financiera y productiva de la petrolera estatal Pemex⁹.

⁸En Europa el promedio del indicador agregado de incertidumbre de política económica de Baker, Bloom y Davis (2016) se redujo de 251 en el 3T19 a 236 en el 4T19, al igual que los indicadores específicos en Alemania (obs: 198; ant: 1256), Francia (obs: 253; ant: 277) y España (obs: 162; ant: 167). Por el contrario, el indicador específico aumentó en Italia (obs: 112; ant: 104) y Reino Unido (obs: 471; ant: 457).

Gráfico 18: Incertidumbre en política económica, en política monetaria, en política fiscal y en comercio exterior en EE.UU.



En el caso de Chile, se presentó incertidumbre desde mediados de octubre como consecuencia de las protestas que se originaron con la propuesta del Gobierno

En el caso de Chile, se presentó incertidumbre desde mediados de octubre como consecuencia de las protestas que se originaron con la propuesta del Gobierno

⁹En 2019 dos agencias cambiaron a negativa su perspectiva sobre la calificación soberana de México. En junio, *Fitch Ratings* bajó dos escalones la calificación crediticia del Gobierno de México por las presiones fiscales que introdujo Pemex a las finanzas públicas; por su parte, *Moody's* cambió la perspectiva del país de estable a negativa.

de incrementar el precio del tiquete de metro. Tras las manifestaciones, el Gobierno decidió cancelar el proyecto, pero las protestas sociales continuaron motivadas por el descontento frente a otros temas relacionados con el sistema pensional, de salud y de educación pública del país. Esta situación de orden público se prolongó hasta noviembre y llevó al gobierno a decretar estado de emergencia, así como a implementar medidas adicionales para controlar las protestas; entre estas medidas se encuentra el acuerdo de mayoría parlamentaria a favor de convocar un plebiscito en 2020, donde se preguntará si se acepta la redacción de una nueva Constitución y algunas políticas que beneficiarían principalmente a las pequeñas y medianas empresas¹⁰.

En Argentina, la incertidumbre nuevamente se centró en el cumplimiento de las obligaciones y compromisos financieros que el Estado ha contraído, después de la victoria que obtuvo Alberto Fernández en las elecciones presidenciales de finales de octubre. Asimismo, continuaron las persistentes dudas de los inversionistas sobre el futuro económico del país. Fernández ha planteado como una de sus prioridades una posible reestructuración de la deuda y en relación con esto, a finales de diciembre, el nuevo Gobierno emitió un decreto ejecutivo para retrasar los pagos de los instrumentos de deuda denominados en dólares a corto plazo que vencen hasta el 31 de agosto de 2020. Frente a esta medida, *Fitch* consideró que la extensión de vencimiento era un «intercambio de deuda en dificultades» en línea con sus Criterios de Calificación Soberrana, dado que se tomó para evitar un incumplimiento de pago tradicional, de forma unilateral a través de decreto presidencial en lugar de una negociación con los acreedores. Además, la firma rebajó la calificación de los bonos en moneda extranjera de largo plazo de *CC* a *RD*, y la de los bonos de corto plazo de *C* a *RD*.

¹⁰Entre las medidas anunciadas por el Gobierno se encuentran: *i*) un paquete por USD5,5 mm que se distribuirían en inversión en infraestructura y bienes públicos dañados, así como en incentivos a pequeñas y medianas empresas, flexibilización del seguro de cesantías, etc;*ii*) una nueva regulación que mejoraría la protección de los consumidores; y *iii*) apoyos transitorios de liquidez a pequeñas y medianas empresas.

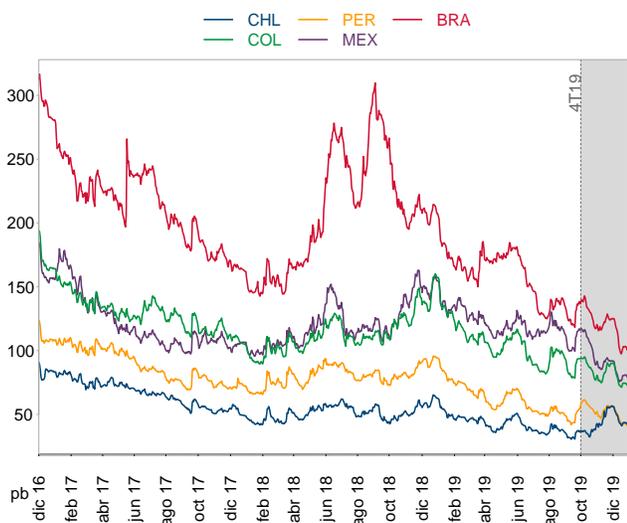
En cuanto a Brasil, la aprobación de la reforma pensional a finales de octubre disminuyó la incertidumbre que había permanecido en el mercado trimestres atrás, en relación con el futuro de esta propuesta del Gobierno que eleva las edades de jubilación, aumenta el tiempo mínimo para contribuir al sistema e introduce reglas específicas diseñadas para trabajadores rurales y docentes. Sin embargo, otros eventos generaron una mayor percepción de riesgo en el mercado, como: *i*) la decisión del presidente Bolsonaro de permitir el cultivo de caña de azúcar en las regiones amazónicas que podría retrasar la ratificación del pacto comercial UE-Mercosur; y *ii*) las declaraciones del presidente Trump sobre el restablecimiento de los aranceles a las importaciones de acero y aluminio procedentes de Brasil y Argentina (exentos desde marzo de 2018).

Iniciando el periodo, continuó la incertidumbre política en Perú ya que luego de meses de enfrentamiento con la oposición en el Congreso, el Gobierno de Vizcarra decidió disolver la cámara de representantes y llamó a nuevas elecciones legislativas para enero de 2020. En respuesta, el congreso declaró la incapacidad temporal del presidente y nombró a la vicepresidenta Mercedes Aráoz como presidenta en funciones, quien renunció al cargo y pidió elecciones generales para superar la crisis política.

Durante 2019 los CDS de la región se ubicaron en niveles históricamente bajos, aunque presentaron un comportamiento volátil, con una mayor percepción de riesgo hacia los países latinoamericanos durante algunos periodos del año. En general, su comportamiento estuvo influenciado por las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, los diferentes eventos en materia política en algunas naciones como Italia y Reino Unido y los persistentes temores de una mayor desaceleración económica a nivel global. Específicamente, en el 4T19 los CDS de la mayoría de los países de la región disminuyeron, a pesar de que a partir de noviembre se incrementaron temporalmente dada la incertidumbre en torno al alcance de un acuerdo comercial fase uno entre EE.UU. y China (el cual finalmente fue aprobado a mediados de diciembre) y las diferentes manifestaciones sociales que surgieron en algunos países de La-

tinomérica. Conviene destacar el aumento que tuvo el indicador de Chile, como consecuencia de la fuerte ola de protestas que vivió el país y las consecuencias económicas que esta trajo (Gráfico 19).

Gráfico 19: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Nota: El 20 de septiembre se presentó un *index roll* (cambio de la fecha de vencimiento del contrato *on the run*), lo que significa que nuevas series empiezan a transarse en el mercado con una nueva fecha de vencimiento.

Comportamiento del precio de los commodities

Durante 2019 el precio del petróleo presentó valorizaciones en el primer semestre, un comportamiento volátil con algunas desvalorizaciones durante el tercer trimestre, seguido por incrementos nuevamente hacia final del año. Las valorizaciones en el primer semestre estuvieron explicadas 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 iniciales sobre una extensión del acuerdo de la OPEP más allá de junio, que se materializó con la extensión del convenio por otros nueve meses¹¹. Las desvalorizaciones durante el tercer

¹¹A inicios de julio la OPEP y sus aliados decidieron extender el programa de recortes hasta marzo de 2020, en un contexto de

trimestre del año estuvieron explicadas principalmente por las preocupaciones en torno a una mayor desaceleración económica, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, y algunos factores de oferta como el aumento de los inventarios de crudo por parte de EE.UU. y Rusia en agosto y septiembre respectivamente. No obstante, la disminución del precio del petróleo en este periodo se vio contenida ante la intensificación de las tensiones entre EE.UU. e Irán, y ante los ataques a instalaciones petroleras en Arabia Saudita a mediados de septiembre.

A partir de octubre, los precios del petróleo tuvieron un comportamiento positivo y cerraron el último trimestre del año por encima de lo observado en septiembre¹² a causa de: *i)* las expectativas de que la OPEP implementara medidas para estabilizar el mercado durante su reunión de diciembre, donde la organización decidió profundizar los recortes a la producción en 500.000 barriles por día a principios de 2020; *ii)* el inesperado declive de los inventarios de crudo en EE.UU. a finales de octubre; *iii)* los avances en materia comercial entre EE.UU. y China; y *iv)* la expansión de la actividad industrial de este país asiático en noviembre que disminuyeron las preocupaciones en torno al debilitamiento de la demanda mundial de crudo.

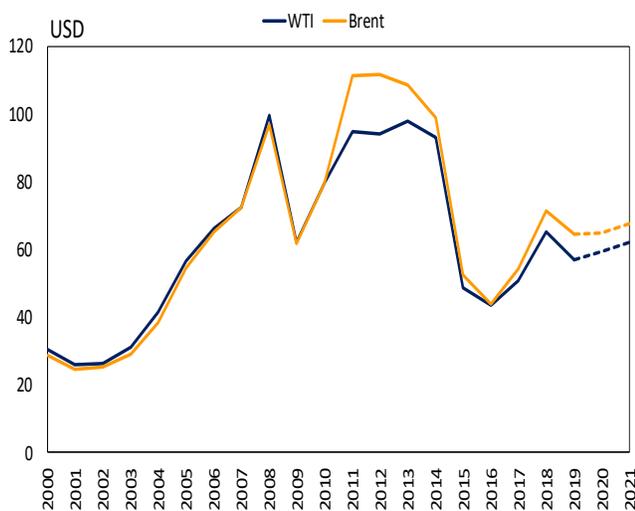
En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, *La Agencia Internacional de la Energía* (AIE) pronostica precios promedio spot para el Brent alrededor de USD65 y USD68 en 2020 y 2021 respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, se espera un precio promedio de USD59 y USD62 aproximadamente para estos mismos años. En ambos casos, los pronósticos de la AIE se ubican en valores superiores a los observados durante este año¹³ (Gráfico 20).

una economía global más débil y el aumento de la producción estadounidense.

¹²En el caso de la referencia Brent, entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre el precio por barril se aumentó 8,6% al pasar de USD60,8 a USD66,0. Por su parte, el precio de la referencia WTI aumentó 12,9% de USD54,1 a USD61,1.

¹³En el caso de la referencia Brent, en 2019 el precio promedio por barril se ubicó en USD64,36. Por su parte, el precio de la referencia WTI se ubicó en USD57,02.

Gráfico 20: Precios promedio del petróleo y pronósticos de la AIE



Fuente: La Administración de Información Energética de Estados Unidos.

Los metales preciosos como el oro y la plata presentaron valorizaciones durante el año; en particular, su precio se vio favorecido ante la demanda de activos refugio durante los periodos de mayores tensiones comerciales y los temores de desaceleración económica global. Por el contrario, los precios de los metales industriales presentaron aumentos durante los periodos de disminución de las tensiones comerciales y debilidad del dólar. Así, el precio del hierro aumentó este trimestre, respaldado por el incremento en el precio del acero y el mayor optimismo en torno a la demanda por parte de China, gracias a las menores tensiones comerciales con EE.UU.

Finalmente, los productos agrícolas presentaron valorizaciones durante el trimestre, pese a las desvalorizaciones que tuvieron el resto del año como consecuencia del aumento de la oferta y producción mundial, particularmente en Brasil y Argentina (Cuadro 3).

Cuadro 3: Precio de productos básicos (en dólares)

	30 Sep 2019	31 Dic 2019	Variación
Pétroleo WTI	54,1	61,1	12,9%
Pétroleo Brent	60,8	66,0	8,6%
Níquel	17.570	14.000	-20,3%
Hierro	91,2	99,8	9,4%
Cobre	5.728	6.156	7,5%
Arroz	12,0	13,1	9,3%
Algodón	59,8	69,1	15,6%
Ganado	106,0	125,0	17,9%
Café Árábigo	119,4	152,1	27,4%
Aluminio	1.704	1.800	5,7%
Azúcar	12,7	13,4	6,1%
Oro	1.472	1.517	3,0%
Soya	906,0	943,0	4,1%
Plata	17,0	17,9	5,0%
Aceite de palma	509,7	746,1	46,4%
Maíz	388,0	387,8	-0,1%
Cacao	2.456	2.540	3,4%
Café	79,7	80,3	0,7%
Trigo	4,9	5,7	14,8%
Carbón	60,9	53,0	-13,0%
CRB INDEX	173,9	185,8	6,8%

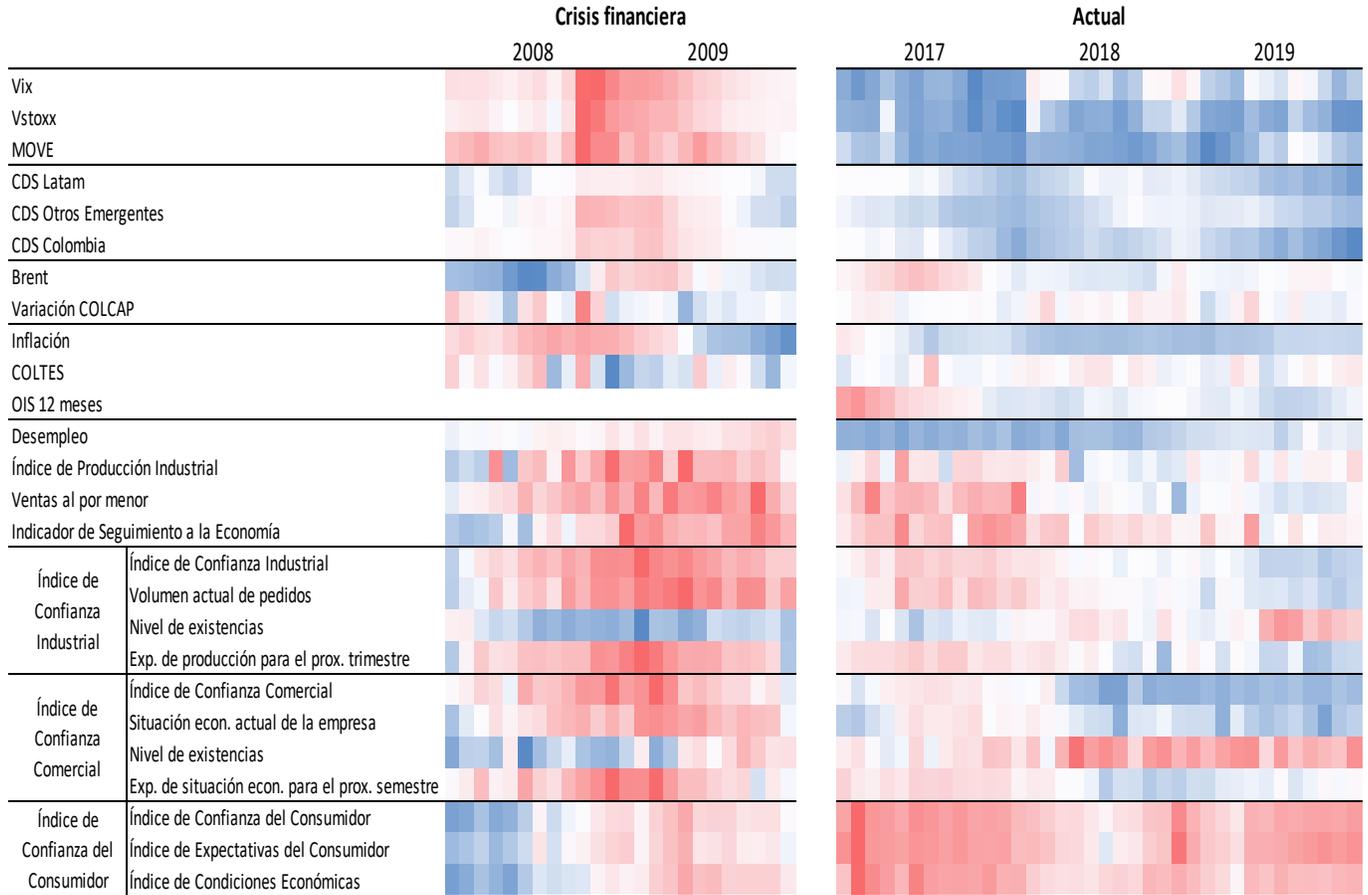
Fuente: Bloomberg.

4 Percepción de riesgo a nivel local

En el 2019, el panorama sobre la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento heterogéneo. Por un lado, se presentó un buen desempeño de las ventas al por menor, confianza industrial y comercial, esta última en niveles históricamente altos. No obstante, se evidenciaron unas menores expectativas de crecimiento, mayores expectativas de inflación, y un deterioro de la producción industrial y confianza del consumidor, esta última permaneciendo en niveles históricamente bajos durante el año.

Durante el 4T19, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica mixta ante reducciones en la confianza de consumidores, industriales y comerciantes, mayores expectativas de inflación, y datos mixtos de producción manufacturera, ventas al por menor, indicador de seguimiento a la economía y expectativas de crecimiento, que fueron compensados por expectativas de mayores valorizaciones de los TES y el COLCAP (Gráfico 21).

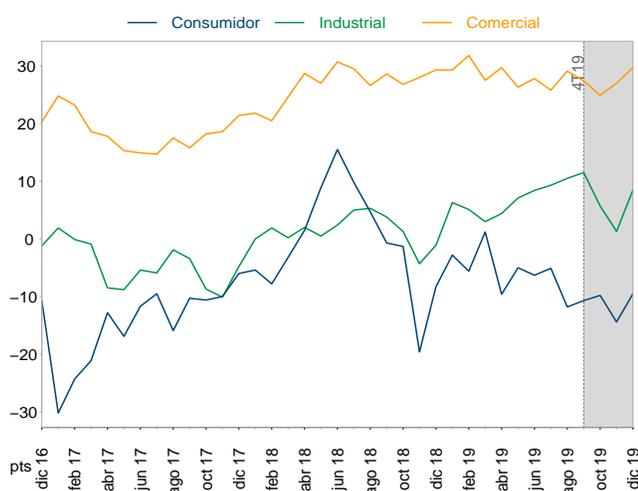
Gráfico 21: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



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

En el *Gráfico 22* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo¹⁴. Se observa que en promedio la confianza de los tres grupos se redujo durante el trimestre, al pasar de un promedio de -9,2%, 10,4% y 27,4% en el 3T19 a -11,2%, 5,2% y 27,2% en el 4T19, respectivamente. En el caso de la confianza de los consumidores, esta reducción estuvo explicada por un deterioro de las condiciones económicas, y en menor medida por una reducción de sus expectativas. Por su parte, la confianza de los industriales se redujo principalmente debido a unas menores expectativas de producción para el próximo trimestre, mientras que la confianza comercial desmejoró principalmente como consecuencia de unas menores expectativas de la situación económica para el próximo semestre, aunque continúa situándose por encima de su media histórica.

Gráfico 22: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 4T19 se conocieron datos mixtos de crecimiento de la producción manufacturera. Este resultó por debajo de lo esperado por el mercado en agosto (obs: 0,1%; esp: 2,5%) y septiembre (obs: 0,3%; esp:

¹⁴Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

2,4%), y superior en octubre (obs: 2,1%; esp: 1,2%). Por su parte, las ventas al por menor crecieron por encima de las proyecciones del mercado en agosto (obs: 9,5%; esp: 7,2%) y octubre (obs: 7,4%; esp: 6,5%), y por debajo en septiembre (obs: 6,9%; esp: 7,5%). Por último, el Indicador de Seguimiento a la Economía se ubicó en línea con lo esperado por el mercado en agosto (obs: 3,4%; esp: 3,4%), y por debajo en septiembre (obs: 2,7%; esp: 3,3%) y octubre (obs: 3,2%; esp: 3,4%)¹⁵.

En la Encuesta de Opinión Financiera¹⁶ se observó que entre septiembre y diciembre, las expectativas de crecimiento para 2019 aumentaron de 3,13% a 3,18%, mientras que para 2020 disminuyeron de 3,26% a 3,23%. Estas leves variaciones estuvieron acordes con la publicación del dato del 3T19 que se ubicó en 3,3% tanto en su serie original como en su serie desestacionalizada, en línea con lo esperado por el mercado (*Gráfico 23*). Respecto a la inflación, las expectativas para 2019 y 2020 aumentaron como consecuencia de la publicación de las cifras de inflación durante el trimestre que se ubicaron por encima de lo anticipado por los analistas durante septiembre y octubre. De esta manera, la inflación esperada para 2019 y 2020 pasó de 3,66% y 3,32% en septiembre a 3,83% y 3,55% en diciembre (*Gráfico 24*)

En lo referente al rendimiento esperado del TES que vence en 2024¹⁷ los agentes mencionaron expectativas de valorización durante los próximos tres meses (*Gráfico 25*). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de mayores valorizaciones durante los próximos tres meses¹⁸ (*Gráfico 26*). Respecto a la duración de

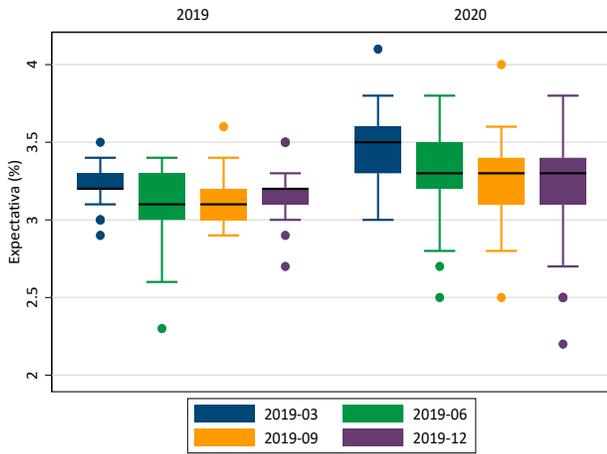
¹⁵Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

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

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

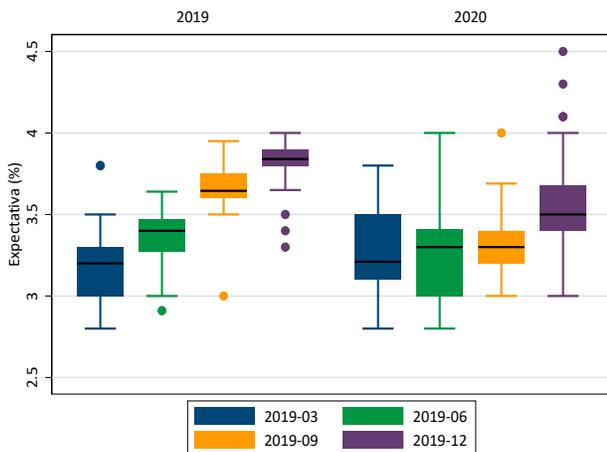
¹⁸En las encuestas de octubre, noviembre y diciembre, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 1,04%, 4,82% y 2,27%, respectivamente.

Gráfico 23: Expectativas de crecimiento (EOF)



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

Gráfico 24: Expectativas de inflación (EOF)

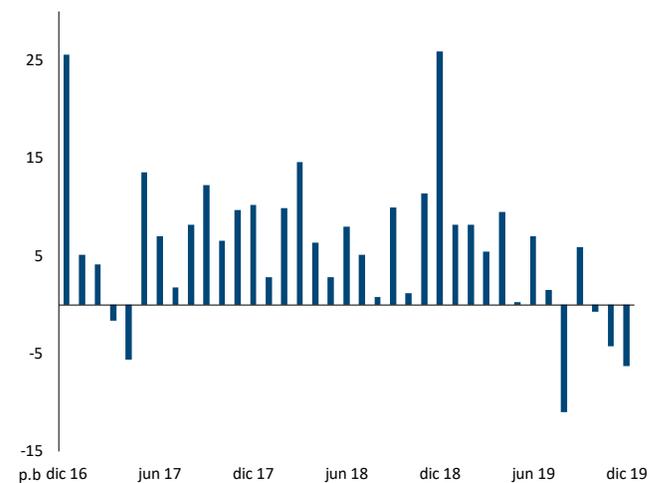


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea negra del centro de la caja representa la mediana. La caja incluye el 50% de los datos.

los portafolios administrados por los agentes, se observa que durante el trimestre, el porcentaje de agentes que esperaba que esta medida se ampliara aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que se redujera disminuyó¹⁹ (Gráfico 27).

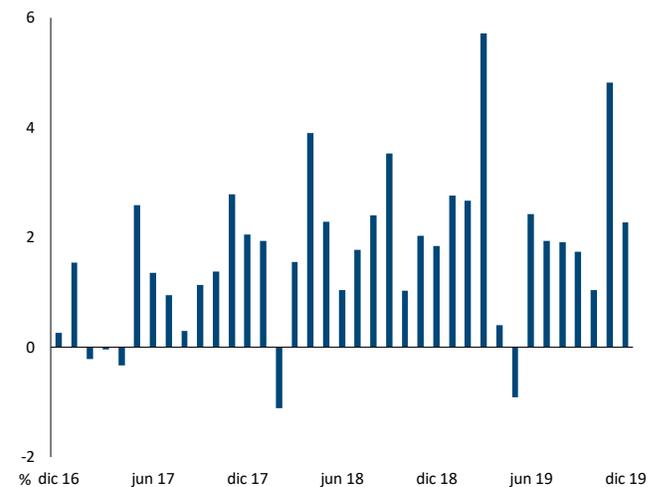
¹⁹Entre septiembre y diciembre, de los agentes a los que les aplica la pregunta, el porcentaje que consideró que la duración aumentaría pasó de 30% a 37%, el porcentaje que consideró que esta disminuiría pasó de 30% a 21%, mientras que el porcentaje que

Gráfico 25: Expectativas a 3 meses del movimiento de las tasas de los TES que vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 26: Expectativas a 3 meses del rendimiento del COLCAP (EOF)



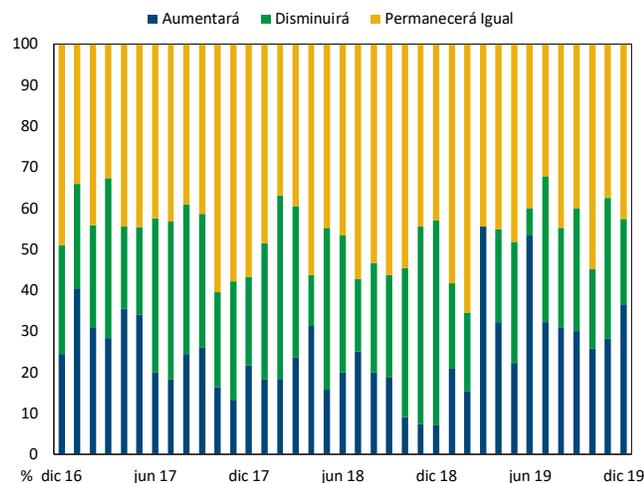
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Finalmente, durante el 4T19, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para todos los plazos²⁰. Al realizar las

consideró que permanecería igual aumentó de 40% a 43%.

²⁰En particular, para plazos inferiores a 1 año: -39 p.b, entre 1 y 3

Gráfico 27: Expectativas a 3 meses de la duración de los portafolios (EOF)

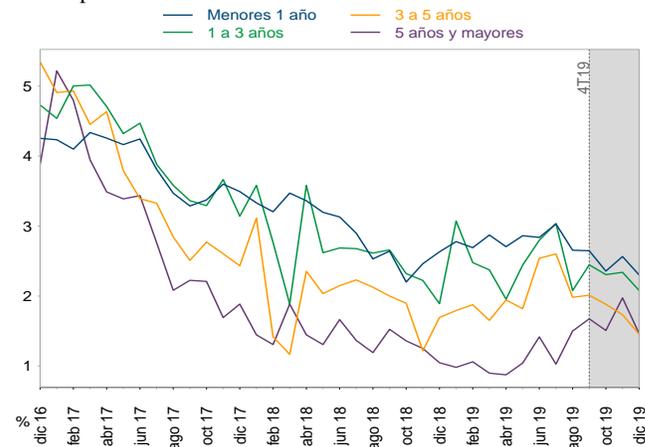


Fuente: Fedesarrollo y BVC.

comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 4T19, frente al promedio del 3T19, también se observó una reducción para todos los plazos. En general, las reducciones del promedio de los *spreads* se explican principalmente por disminuciones de las tasas de cartera preferencial²¹ (Gráfico 28 y Gráfico 29).

años: -27 p.b, entre 3 y 5 años: -42 p.b. y 5 años o más: -60 p.b.
²¹En particular, para plazos inferiores a 1 año: -32 p.b, entre 1 y 3 años: -5 p.b, entre 3 y 5 años: -24 p.b. y 5 años o más: -45 p.b.

Gráfico 28: *Spread* entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 29: *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 2019 el dólar se fortaleció frente a la mayoría de monedas de sus pares y países emergentes como consecuencia de: *i*) la incertidumbre en relación con las tensiones comerciales entre EE.UU. con sus socios, en especial con China; *ii*) el aumento de las

expectativas (durante el primer semestre) de recortes de la tasa de fondos federales durante el año por parte de la Fed; *iii*) los diferentes eventos de incertidumbre política interna en varias regiones del mundo (e.g. Reino Unido, Italia, Argentina y Hong Kong); y *iv*) los temores por una mayor desaceleración económica mundial. Asimismo, el comportamiento de las monedas de países emergentes de la región, estuvo en línea con las dinámicas del dólar, los factores globales anteriormente mencionados y algunos factores idiosincráticos como el surgimiento de las diferentes protestas sociales en países Latinoamericanos este último trimestre.

Durante el 4T19 el dólar revirtió su tendencia frente a los trimestres anteriores y se debilitó frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y emergentes. A principios del trimestre (hasta la primera semana de noviembre) el dólar se depreció ante el mayor optimismo en relación con la disputa comercial entre EE.UU. y China. A partir de la segunda semana de noviembre el dólar se fortaleció ante factores como: *i*) las tensiones sociopolíticas a nivel global relacionadas con la situación en Hong Kong y en Latinoamérica que llevaron a una mayor demanda de activos refugio en algunos episodios; *ii*) las noticias negativas sobre el desarrollo de las negociaciones comerciales previas al alcance del acuerdo de Fase I²²; y *iii*) algunos datos económicos en EE.UU. que mostraron un progreso de la economía local²³. Desde comienzos de diciembre,

²²Después de mediados de octubre se conocieron diferentes declaraciones y noticias negativas sobre los avances con relación a las conversaciones comerciales entre estos dos países como la aprobación de la legislación estadounidense que respalda a los manifestantes antigubernamentales en Hong Kong y las declaraciones del presidente Trump donde había afirmado que no había plazo límite para sellar un acuerdo comercial.

²³La segunda revisión del PIB 3T19 mostró un leve repunte (en lugar de haberse desacelerado como había mostrado la estimación inicial) en medio de una fuerte acumulación de inventarios y un declive menos severo de la inversión de las empresas. Asimismo, la producción manufacturera se aceleró en noviembre y presentó su mayor avance en siete meses, la actividad del sector servicios repuntó más de lo esperado y los órdenes de bienes durables estuvieron en terreno de expansión. Por otra parte, la creación de empleo superó lo esperado por el consenso del mercado en noviembre, registrando el mejor ritmo desde enero, explicado principalmente por el fin de la huelga de trabajadores de General

el dólar se debilitó nuevamente debido a noticias positivas relacionadas con el alcance del acuerdo comercial Fase I entre EE.UU. y China, el cual finalmente se aprobó el 12 de diciembre. (*Cuadro 4* y *Gráfico 30*).

Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: el dólar neozelandés (6,9%), el rand sudafricano (6,7%), la libra esterlina (6,3%) y el peso colombiano (5,8%).

Cuadro 4: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

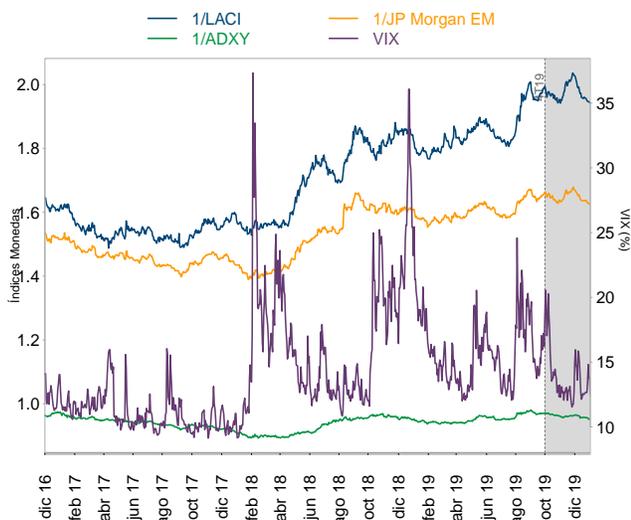
País	2019	4T 2019	País	2019	4T 2019
Monedas Principales			Asia		
eurozona	2,2%	-2,7%	Corea del Sur	3,6%	-3,3%
Gran Bretaña	-3,2%	-6,3%	India	2,0%	0,6%
Australia	0,7%	-3,5%	Hong Kong	-0,5%	-0,7%
Nueva Zelanda	-0,1%	-6,9%	China	1,6%	-2,3%
Canadá	-4,2%	-1,3%	Malasia	-1,1%	-1,9%
Suecia	3,9%	-5,0%	Tailandia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

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

Durante el 4T19 la mayoría de las monedas de América Latina se apreciaron frente al dólar: el peso colombiano (5,8%), el peso mexicano (4,1%), el real brasileño (3,2%) y el sol peruano (1,5%); mientras que el peso argentino y el peso chileno se depreciaron 4,0% y 3,2% respectivamente (*Gráfico 31*). El comportamiento de las monedas de la región estuvo en línea con las dinámicas del dólar a nivel global, así como con sus determinantes y el desarrollo de las negociaciones entre EE.UU. y China. No obstante, factores idiosincráticos llevaron a que en unos episodios algunas monedas presentaran comportamientos particulares. Se destaca el caso del peso chileno que en noviembre presentó una fuerte depreciación frente al dólar (9,4%) acompañada de un incremento en su volatilidad (alcanzó máximos históricos) ante las protestas sociales.

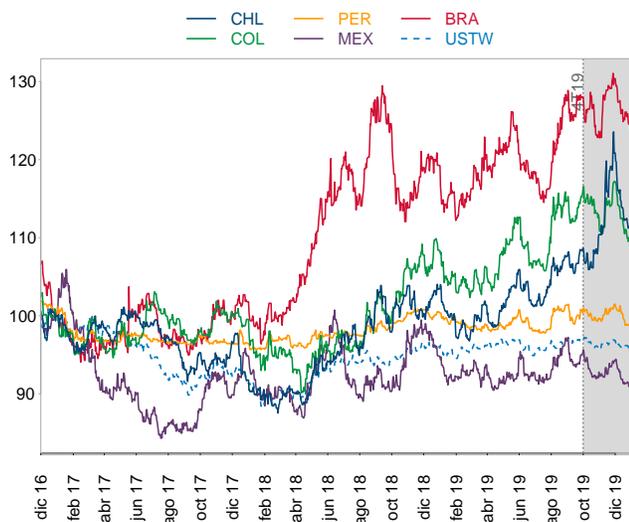
Motors.

Gráfico 30: VIX vs índices de monedas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 31: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

El peso chileno comenzó a depreciarse desde mediados de octubre con el surgimiento de las protestas sociales. A partir de diciembre, el peso se apreció como consecuencia de la menor incertidumbre dado el acuerdo a favor de un plebiscito en 2020 con relación

a un cambio en la Constitución, el aumento del precio del cobre (su principal producto de exportación) y posiblemente a la intervención realizada por el Banco Central de Chile en el mercado cambiario.

Durante el trimestre, el comportamiento del real brasileño también fue explicado por la aprobación de la reforma pensional (octubre) en una votación en la primera ronda del Senado y el mayor optimismo frente a un entorno internacional más favorable. En noviembre, la moneda se depreció como consecuencia del resultado de la licitación de los campos petroleros más grandes del país, donde el contrato fue adjudicado en su gran mayoría a la brasileña Petrobras y no logró la entrada de dólares esperada²⁴.

Por su parte, el peso mexicano se apreció durante la mayor parte del periodo, favorecido por: *i*) los esfuerzos del gobierno para hacer frente a la desaceleración económica y dar impulso a la economía local con un plan de gasto en infraestructura del sector privado por USD44 mm; *ii*) la aprobación en el Congreso del presupuesto federal para 2020, superior al de 2019 y que prevé un mayor gasto para Pemex; y *iii*) un mayor optimismo luego de la aprobación por parte de Cámara de Representantes del nuevo acuerdo comercial de América del Norte, que incluye normas más estrictas en materia laboral y de contenido automotriz, pero deja casi sin cambios el flujo anual de USD1,2 billones entre EE.UU, Canadá y México.

Respecto al peso argentino, este continuó depreciándose con la victoria de Alberto Fernández en las elecciones presidenciales de finales de octubre, con lo cual el Banco Central endureció los controles de capital con una nueva restricción a la compra de dólares por parte de los ciudadanos. Después de las elecciones, el Banco Central anunció un endurecimiento en los límites de compra de divisas a USD200 por persona por mes a través de cuentas bancarias y de USD100 por mes para la adquisición en efectivo, en compara-

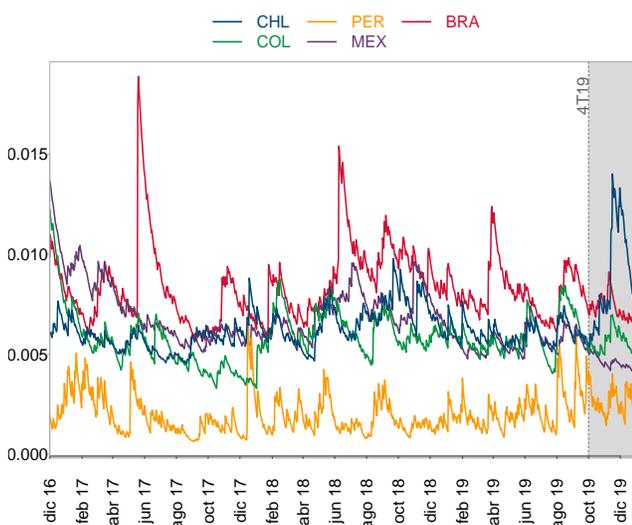
²⁴En la licitación de campos petroleros más grande de Brasil, el Gobierno aseguró unos USD17.000 millones, cifra que frustró a las autoridades, quienes esperaban atraer USD26.000 millones en inversiones.

ción con la restricción anterior de USD10.000 por persona por mes.

Finalmente, el sol peruano mantuvo un comportamiento poco volátil con desvalorizaciones iniciales en un escenario de incertidumbre política y posteriores valorizaciones en línea con una recuperación del precio del cobre.

Con respecto al promedio registrado en el 3T19, en el 4T19 la volatilidad condicional promedio aumentó para el peso chileno (este trimestre fue la moneda de la región que presentó mayor volatilidad promedio) y el sol peruano y disminuyó para el real brasileño, el peso colombiano y el peso mexicano. El real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad durante 2019 seguida por la del peso chileno, el peso colombiano, el peso mexicano y el sol peruano, que fue la moneda menos volátil de la región (Gráfico 32).

Gráfico 32: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre el Banco Central de Brasil (BCB) redujo su posición cambiaria en USD3.286 millones a través de diferentes mecanismos de intervención (Cuadro 5). La intervención en el mercado cambiario

entre el 23 de agosto y el 20 de diciembre se implementó de la siguiente manera: *i*) ventas diarias en el mercado *spot* con una oferta simultánea de *FX-Swaps* reversos (venta de contratos SCS²⁵) por el mismo valor para mantener inalterada su posición cambiaria; *ii*) *FX-Swaps* tradicionales (compra de contratos SCS) por la cantidad ofrecida pero no vendida en dólares en el mercado *spot*; y *iii*) subastas adicionales de venta de dólares en el mercado *spot*.

El Banco Central de Chile (BCCh) disminuyó su posición cambiaria en USD6.690 millones a través de ventas de dólares en el mercado *spot* y en el mercado *forward*. Inicialmente, el 13 de noviembre el BCCh anunció la implementación de un programa²⁶ destinado a facilitar la gestión de liquidez al sistema financiero mediante la inyección de dólares por un monto de hasta USD4.000 millones a través de repos a 30 y 90 días. Luego, el 28 de noviembre el banco anunció un programa de intervención²⁷ en el mercado cambiario de hasta USD20.000 millones a través de venta de dólares en el mercado *spot* y la venta de instrumentos de cobertura cambiaria (de hasta USD10.000 millones cada uno)(Cuadro 6).

El Banco Central de Reserva del Perú aumentó su posición cambiaria en USD442 millones a través de *Swaps*, particularmente durante el mes de octubre(Cuadro 7). Por su parte, el Banco Central de México intervino en el mercado cambiario para renovar la posición de venta de los USD 5.500 millones en *forward* NDF (de un programa anunciado en febrero de 2017).

Finalmente, el Banco de la República de Colombia (BR) no intervino durante el 4T19 en el mercado cambiario. El monto acumulado de compras de divisas con el programa de opciones *put* de acumulación, que inició el 1 de octubre de 2018, se suspendió el 4 de junio

²⁵Por sus siglas en portugués, *Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*.

²⁶Este programa se implementó desde el 14 de noviembre de 2019 hasta el 9 de enero de 2020.

²⁷Este programa se implementará desde el lunes 2 de diciembre hasta el 29 de mayo de 2020.

de 2019 y finalizó el 31 de octubre de 2019 fue de USD1.878,4 millones (*Cuadro 8*).

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

	<i>Spot (A)</i>	<i>Repos (B)*</i>	<i>Cross currency swap NDF (C)**</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+C)</i>
1T19	0	-4.325	253	253
2T19	0	3.100	-839	-839
3T19	-14.140	-1.200	13.316	-824
Oct	-8.675	25	8.269	-406
Nov	-4.461	-1.600	3.697	-764
Dic	-9.585	1.750	7.469	-2.116
4T19	-22.721	175	19.435	-3.286

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

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

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

Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco Central de Chile (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras Netas Spot (A)</i>	<i>Repos (B)*</i>	<i>FX Forward (C)</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+C)</i>
1T19	0	0	0	0
2T19	0	0	0	0
3T19	0	0	0	0
Oct	0	0	0	0
Nov	0	-1.100	0	0
Dic	-2.450	-10	-4.240	-6.690
4T19	-2.450	-1.110	-4.240	-6.690

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

*El BCCh se refiere a este instrumento como swaps de compra.

5.2 Mercado cambiario colombiano

El peso colombiano se depreció 0,8% en 2019 y presentó un comportamiento heterogéneo a lo largo del año. En particular, la tasa de cambio se fortaleció durante el primer trimestre, en línea con el comportamiento de las demás monedas de la región e influenciado por el incremento del precio del petróleo y expectativas de monetización por parte de empresas del

Cuadro 7: Intervención cambiaria del Banco Central de Perú (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras Netas Spot (A)</i>	<i>Repos (B)*</i>	<i>Cross currency swap NDF (C)**</i>	<i>CDR's (D)</i>	<i>CDL's (E)</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D+E)</i>
1T19	385	0	501	0	0	886
2T19	20	0	-90	0	0	-70
3T19	0	0	-619	0	0	-619
Oct	0	0	620	0	0	620
Nov	0	0	-89	0	0	-89
Dic	0	0	-88	0	0	-88
4T19	0	0	442	0	0	442

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

*Corresponde a operaciones de Repos de sustitución.

** Swap cambiario.

Cuadro 8: Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

	<i>Compras Netas Spot</i>	<i>Subasta de opciones put</i>	<i>Total Intervención</i>
1T19	1.000	1.140	2.140
2T19	0	339	339
3T19	0	0	0
Oct	0	0	0
Nov	0	0	0
Dic	0	0	0
4T19	0	0	0

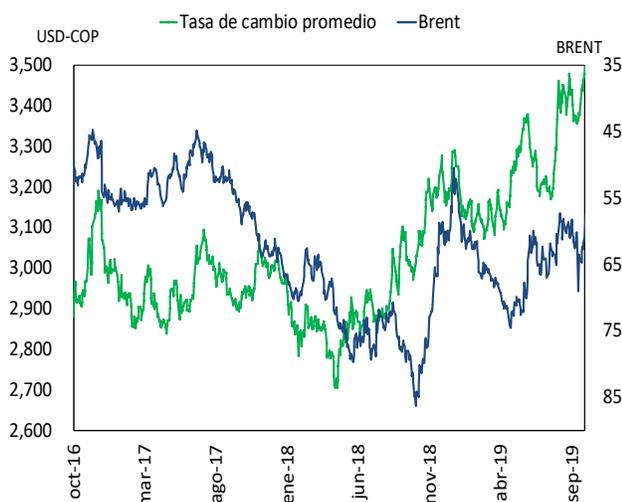
Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones.

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

sector real para el pago de dividendos y de impuestos. Este comportamiento se revirtió durante abril y mayo, periodo en el cual el peso se depreció 6,4% influenciado por el fortalecimiento del dólar, por la incertidumbre respecto a la calificación de Colombia y por las preocupaciones en relación con el incremento en el déficit de la cuenta corriente. En junio parte de esta depreciación se corrigió en un escenario de debilidad del dólar a nivel global. En el tercer trimestre el peso se depreció, siguiendo el comportamiento de las monedas de la región y el fortalecimiento del dólar a nivel global, dado el aumento de las tensiones comerciales entre EE. UU y China.

Durante el 4T19 el peso colombiano presentó una apreciación de 5,8% frente al dólar. Factores locales como la incertidumbre en cuanto a la duración y los costos asociados con las protestas sociales contribuyeron a apoyar las devaluaciones observadas durante noviembre; cuando el COP alcanzó su máximo histórico²⁸. Por su parte, en diciembre este comportamiento se corrigió debido a la percepción de una menor intensidad de las protestas nacionales, al alcance de acuerdo Fase I entre EE. UU. y China y el incremento en los precios del petróleo. (Gráfico 33 (Gráfico 34).

Gráfico 33: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

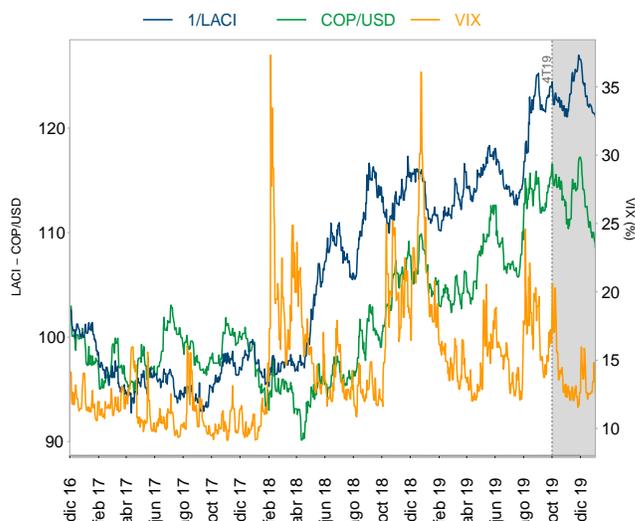
En el mercado *forward* peso-dólar²⁹ el monto promedio diario negociado en el 4T19 se ubicó en USD2.046 millones, mayor al observado en el 3T19 y al de un año atrás³⁰, el monto promedio diario negociado durante el año fue USD1.955 millones. Adicionalmente, al analizar los montos de las operaciones *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio negociado

²⁸El 29 de noviembre la tasa promedio de SET-FX se ubicó en \$3522,57

²⁹Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes. Además, incluye el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

³⁰Promedios diarios: 3T19: USD1.873 millones, 4T18: USD1.798 millones. Fuente: Banco de la República.

Gráfico 34: COP/USD - LACI - VIX



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

COP: 30 de diciembre de 2016

en contratos *forward* aumento ligeramente durante el 4T19 respecto al 3T19, ubicándose en USD3.850 millones (promedio diario 3T19: USD 3.764 millones) el monto promedio diario negociado en contratos durante el año fue USD4.016 millones.

Asimismo, en el mercado *spot* peso-dólar³¹ el promedio diario de negociación³² durante el 4T19 fue de USD1.399 millones, cifra levemente superior al promedio observado durante el trimestre anterior (USD1.326 millones) y durante el mismo periodo hace un año (4T18: USD1.331 millones). El promedio diario de negociación durante el año fue de USD1.372millones.

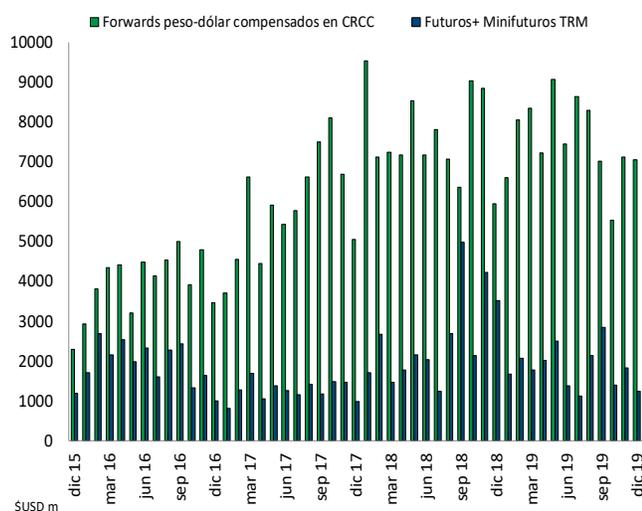
Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) disminuyeron de USD24,0 mm en el 3T19 a USD19,7 mm en el 4T19 (Gráfico 35), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de diciembre se ubicó en USD7,42 mm.

³¹Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones de registro.

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

Durante el 4T19 se negociaron un total de 88.502 futuros de TRM³³, volumen inferior al negociado durante el 3T19 (120.921 contratos), por un monto total de USD4.425,1 millones. Al 30 de diciembre la posición abierta era de 1.929 contratos. Respecto a los mini futuros de TRM³⁴, se negociaron un total de 6.283 contratos, volumen inferior al negociado en el trimestre anterior (10.429 contratos) por un total de USD31,4 millones (Gráfico 35). La posición abierta de mini futuros al 30 de diciembre se ubicó en 682 contratos. Durante el trimestre se negociaron 252 contratos de opciones de TRM por un monto de USD12,6 millones.

Gráfico 35: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: Banco de la República.

Durante el 4T19 el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD1140,7 millones cifra superior al volumen promedio transado durante el 3T19 (USD1005 millones)³⁵. El saldo vigente de este tipo de operacio-

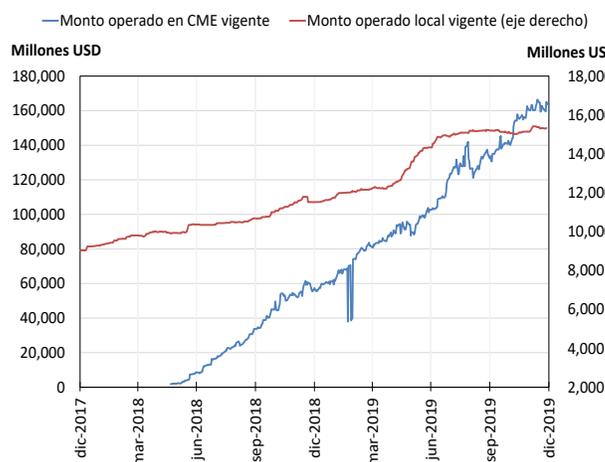
³³Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

³⁴Cada contrato tiene un valor nominal de USD5.000.

³⁵En adición a la compensación del swap de tasa de interés del peso mexicano y del swap cero cupón del real brasileño, el 21 de mayo de 2018 el *Chicago Mercantile Exchange* (CME) lanzó la compensación de contratos *swap* del peso chileno (CLP) y del peso colombiano (COP). El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un *Overnight Index Swap* - OIS, el cual es

nes en el CME al 31 de diciembre de 2019 se ubicó en USD 163.372 millones³⁶. Al comparar este mercado con el mercado local se puede observar que en este último se transa una fracción de estas operaciones. El saldo vigente de swaps IBR que se transaron localmente alcanzó los USD 15.327,7 millones a diciembre de 2019 (Gráfico 36).

Gráfico 36: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



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

Por otro lado, de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria³⁷, en el 4T19 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD2.009 millones, de los cuales USD2.546 millones corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD537 millones a salidas por balanza comer-

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

³⁶Esta cifra corresponde al saldo de los contratos que tienen en sus manos los participantes del mercado. Se calcula sumando el monto de todos los contratos que han sido negociados y están vigentes menos el monto de aquellos contratos que ya han sido cerrados.

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

cial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD1.709 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD4.102 millones, reintegros netos de capital oficial por USD819 millones y entradas por otras operaciones especiales por USD1.573 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta³⁸ por USD3.241 millones (USD789 millones en octubre, USD1.604 millones en noviembre y USD848 millones en diciembre) y por préstamo neto por USD1.134 millones, y se observaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta³⁹ por USD1.621 millones (ingresos en octubre por USD54 millones y egresos en noviembre por USD463 millones y en diciembre por USD1.212 millones) y por operaciones especiales del sector privado por USD6.855 millones⁴⁰.

Frente a los flujos presentados en el 3T19, se destacan los menores ingresos de divisas por cuenta corriente (USD2.301 millones vs. USD2.009 millones) y los mayores ingresos de divisas por concepto de inversión extranjera directa neta, que pasó de USD2.298 millones en el 3T19 a USD3.241 millones en el 4T19.

6 Mercado monetario y renta fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 4T19, en línea con lo observado desde julio, el Banco Central de Brasil recortó en 50 p.b. su tasa de política monetaria durante cada una de sus reuniones de octubre y diciembre, hasta ubicarla en

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

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

⁴⁰Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

el mínimo histórico de 4,50%. Sin embargo, la publicación de cifras que reflejan una recuperación de la actividad económica, así como el aumento de la inflación, han reducido las expectativas de recortes adicionales. De manera análoga, el Banco de México recortó en 25 p.b. su tasa de interés durante cada una de sus reuniones de noviembre y diciembre ante la convergencia de la inflación a la meta y el estancamiento de la economía, y también abrió la posibilidad de recortes adicionales dado el nivel elevado en que se encuentra actualmente la tasa de política frente a sus pares de la región.

Por su parte, el Banco Central de Chile redujo su tasa de referencia en 25 p.b. durante su reunión de octubre con el fin de hacer frente al impacto que tendrían las protestas sobre la actividad económica, así como ante la persistencia de la inflación por debajo de la meta de 3%. Dado el impacto que efectivamente han tenido las protestas y la incertidumbre que han generado, el mercado espera que en 2020 haya una reducción adicional de la tasa de política monetaria. Por último, pese a que la mayoría de los analistas esperaba que el Banco Central de Reserva del Perú mantuviera su tasa de política inalterada en octubre, el Banco la recortó en 25 p.b. debido a que el crecimiento global más débil ha afectado la demanda del cobre y ha reducido la inversión privada (Gráfico 37 y Cuadro 9).

Cuadro 9: Variaciones de las tasas de política monetaria a diciembre de 2019 en Latinoamérica

País	Variación 4T19*	TPM Dic-19**
COL	-	4,25 %
CHL	-25	1,75 %
PER	-25	2,25 %
BRA	-100	4,50 %
MEX	-50	7,25 %

Fuente: Bloomberg.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 30 de septiembre de 2019 y el 31 de diciembre de 2019.

** Nivel al cierre de diciembre de 2019.

A nivel local, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo la tasa de política monetaria en 4,25% durante el trimestre, en línea con lo esperado por el mercado. En diciembre, los factores que tuvo en cuenta la JDBR al momento de tomar su decisión de política fueron: i) las desviaciones transi-

Gráfico 37: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos

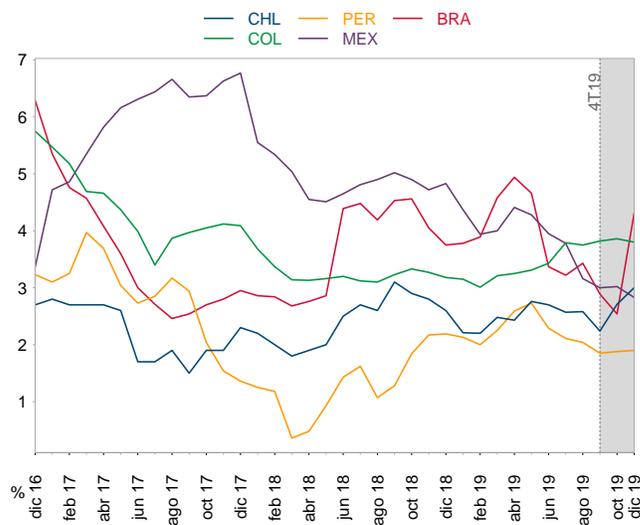


Fuente: Bloomberg.

torias de la inflación respecto a la meta, la incertidumbre sobre la persistencia de la depreciación del peso y su grado de traspaso a los precios internos; *ii*) el tamaño de los excesos de capacidad productiva y la velocidad con que se reduzcan; y *iii*) los efectos sobre la economía colombiana derivados de las cambiantes condiciones externas.

Frente al comportamiento de la inflación anual, en Colombia esta aumentó en octubre, pero se redujo en noviembre y diciembre gracias al desempeño de los alimentos, de manera que cerró el año en 3,80%, cercana al límite superior del rango meta del BR. Así mismo, la inflación en México continuó cayendo hasta ubicarse en 2,83% en diciembre, por debajo pero cerca del objetivo del Banco de México. Por el contrario, la inflación en los demás países analizados aumentó con respecto a septiembre hasta ubicarse cerca del punto medio del rango meta de los bancos centrales (Gráfico 38 y Cuadro 10).

Gráfico 38: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 10: Inflación año completo y meta de inflación 2019

País	Sep 2019	Dic 2019	Rango meta 2019*
COL	3,82 %	3,80 %	2,00 % - 4,00 %
BRA	2,89 %	4,31 %	2,75 % - 5,75 %
CHL	2,10 %	3,00 %	2,00 % - 4,00 %
MEX	3,00 %	2,83 %	2,00 % - 4,00 %
PER	1,85 %	1,90 %	1,00 % - 3,00 %

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

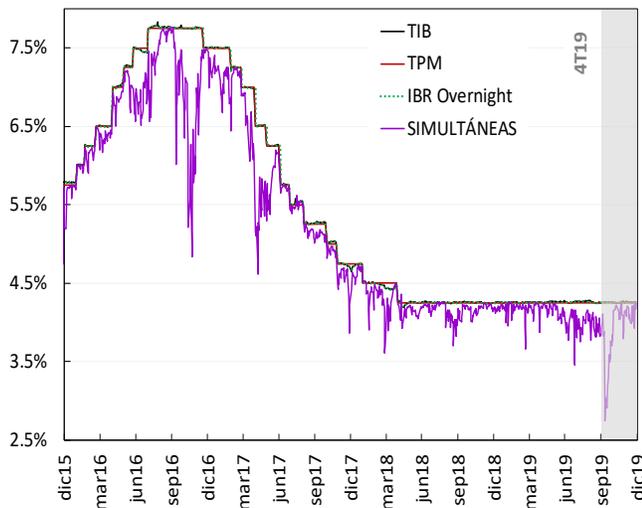
6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el año 2019 las tasas del mercado no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles cercanos al de la tasa de política del BR. Este comportamiento se mantuvo durante el 4T19. 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 año.

Durante el 4T19 la diferencia entre la tasa promedio de simultáneas y la tasa de referencia fue mayor respecto a lo observado durante el resto de 2019, comportamiento que pudo estar motivado por un mayor apetito

de los agentes durante este último periodo por cubrir sus operaciones en corto, en especial en los TES que vencen en julio de 2024 (Gráfico 39).

Gráfico 39: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N

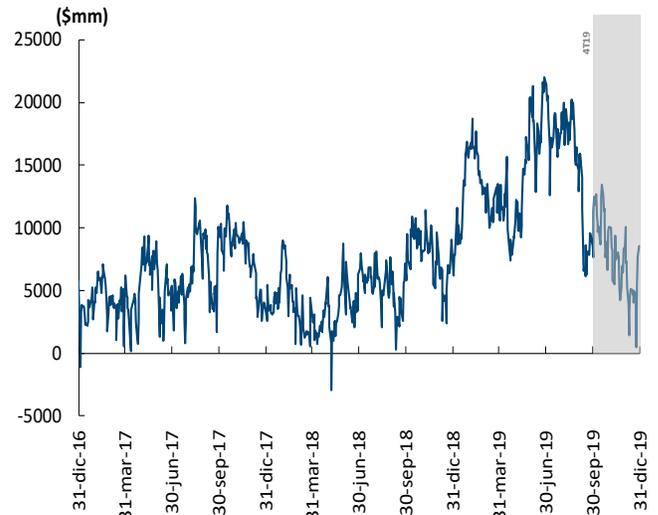


Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora durante el 2019. Durante el 4T19 el BR realizó subastas de repos a plazos de 7, 14 y 30 días (octubre 2019). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 18 de octubre, momento en el cual se registró un nivel de \$13.500 mm de los cuales \$2.000 mm fueron operaciones a plazo. Durante el 4T19 el promedio diario de la posición neta del BR se ubicó en \$8.059 mm cifra inferior al promedio diario observado durante el 3T19 (\$15.449 mm, Gráfico 40).

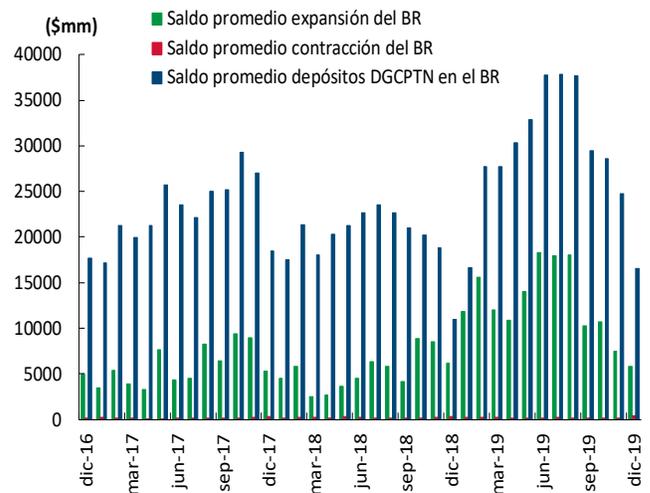
Finalmente, en el 2019 se observó el mayor promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación ubicándose en \$28.991 mm (Gráfico 41). Durante el 4T19 esta cifra se ubicó en \$23.287 mm cifra inferior en \$11.693 mm a el saldo promedio observado en el 3T19 (\$34.980 mm).

Gráfico 40: Posición neta del BR en el mercado monetario



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 41: Promedio mensual de saldos diarios 2016 - 2019



Fuente: Banco de la República.

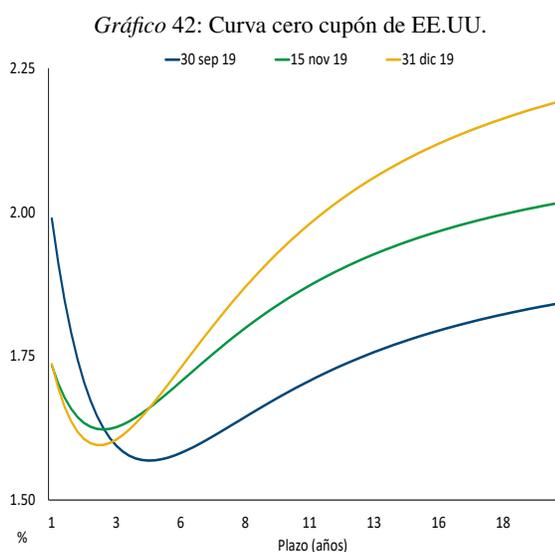
6.3 Mercado de deuda pública

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

En el 2019 las curvas de EE.UU. y los países de la región registraron valorizaciones, principalmente en-

tre el 2T19 y el 3T19. En el caso de los bonos de los EE.UU, las valorizaciones se explicaron en su momento por expectativas de una postura más expansiva por parte de la Fed para el transcurso del 2019 (y su posterior materialización) ante datos de inflación por debajo de la meta, la desaceleración de la economía y los riesgos globales producto de las tensiones comerciales con sus principales socios. Lo anterior, junto con los recortes de las tasas de interés y factores idiosincráticos de cada país, también soportó valorizaciones de la deuda pública de las principales economías de la región.

Durante el 4T19, la curva de EE.UU. se empinó por valorizaciones del tramo corto de la curva y desvalorizaciones en el tramo largo. El comportamiento del tramo corto reflejó la reducción del rango de los fondos federales, mientras que el del tramo largo estuvo relacionado con la menor percepción de riesgo a nivel global tras la mejora de las relaciones comerciales entre EE.UU. y China (Gráfico 42).



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales del año con las del cierre de septiembre, se observaron valorizaciones para Brasil, Perú y el tramo largo

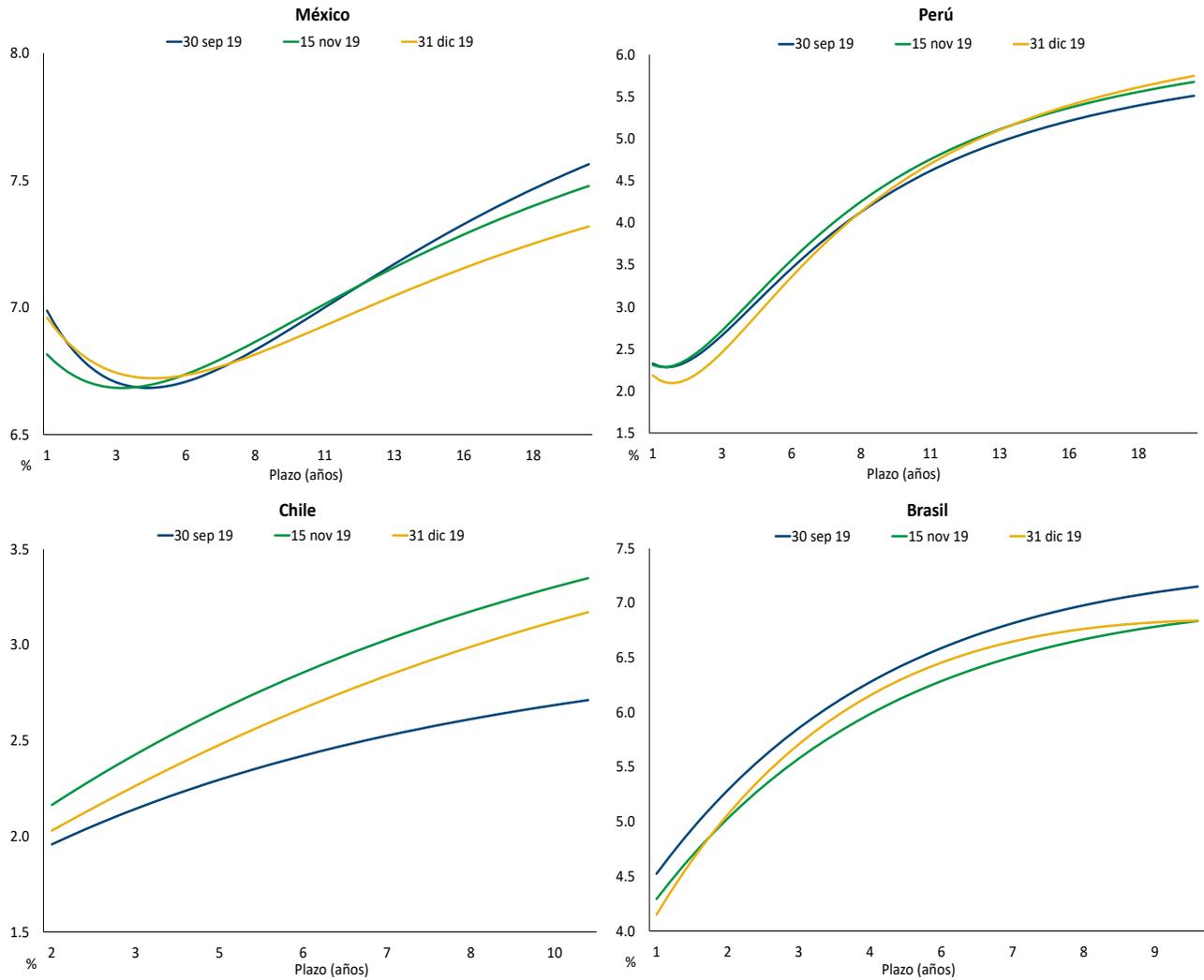
de México, y desvalorizaciones en Chile y Colombia (Gráfico 43).

Las valorizaciones en Brasil y Perú incorporaron los recortes de tasas de interés en estos países (sorpresivo en el caso peruano), las expectativas de mayor expansión monetaria por parte de sus bancos centrales y el incremento en los precios del cobre y el hierro durante el periodo. Además, en el caso de Brasil la curva de rendimientos también reflejó la mayor confianza de los inversionistas en esta economía ante un mejor panorama macroeconómico y la aprobación de la reforma pensional por parte del Senado.

Por su parte, las desvalorizaciones de la deuda pública local en Chile estuvieron relacionadas con las protestas que iniciaron desde mediados de octubre motivadas por el descontento generalizado frente a temas relacionados con el sistema pensional, de salud y de educación pública.

Finalmente, en México se evidenciaron valorizaciones asociadas con: i) el anuncio por parte del Gobierno de un plan de infraestructura por USD44 mm durante los próximos cinco años, lo que fue tomado de manera positiva por varios analistas; ii) la firma de los cambios al acuerdo comercial con EE.UU. y Canadá, y las expectativas de que sería ratificado por el Congreso de EE.UU; iii) las menores expectativas de inflación tras la publicación del dato de noviembre que se ubicó por debajo de lo esperado, del dato anterior y de la meta de 3 % del Banco Central; y iv) las expectativas de que el Banco de México continúe reduciendo su tasa de referencia durante 2020 ante unas menores presiones inflacionarias y una persistencia de la debilidad de la actividad económica.

Gráfico 43: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

En el 2019 la deuda pública local en pesos se valorizó, particularmente durante el primer semestre del año. Estas valorizaciones estuvieron relacionadas con expectativas de menor inflación y una demanda importante por parte de inversionistas extranjeros (que luego se vio contrastada con las ventas netas de estos agentes a lo largo del segundo semestre del año). Específicamente, las valorizaciones significativas que registró la curva de TES en pesos en el 2T19 estuvieron en línea con el comportamiento de la deuda local de los demás países de la región, y estuvieron relacionadas con el comportamiento de los *Treasuries* que reflejaron las expectativas de que la Fed reduciría a un ritmo mayor el rango de los Fondos Federales en el transcurso del 2019. Además, localmente estas valorizaciones estuvieron soportadas por: *i*) la decisión de *Moody's* y *Fitch Ratings* de mantener la calificación crediticia del país; *ii*) la percepción de que el BR adoptaría una política monetaria más expansiva; *iii*) la publicación de datos de crecimiento de la economía por debajo de lo esperado; y *iv*) la publicación del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* del 2019 en donde el Gobierno indicó que buscaría reducir su endeudamiento a través de TES.

Entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre del 2019 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$314,0 billones a \$312,4 billones. En el 4T19 se emitieron \$3,2 billones⁴¹ de TES de largo plazo de los \$39,3 billones aprobados para 2019. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2019 fue de \$19 billones y al 31 de diciembre se habían expedido \$17,7 billones y restituido \$14,0 billones⁴².

Entre los eventos relevantes que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el 4T19, el 16 de octubre la Corte Constitucional declaró la inexe-

⁴¹ Valores nominales. \$3,0 billones de TES en pesos y \$0,2 billones de TES UVR.

⁴² Al 30 de septiembre se habían expedido \$13,6 billones y restituido \$9,7 billones.

quibilidad de la mayoría de la Ley de Financiamiento a partir del 2020 por vicios de trámite, indicando que los efectos del fallo solo se producirían hacia el futuro y, en consecuencia, en ningún caso afectarían las situaciones jurídicas consolidadas. En ese momento se señaló que el Gobierno debía presentar nuevamente la Ley de Financiamiento para que surtiera el debido proceso en la Plenaria de la Cámara de Representantes.

Al respecto, el Gobierno otorgó un parte de tranquilidad al mercado indicando que se mantendrían los beneficios fiscales a los empresarios y destacando sus expectativas de lograr una pronta aprobación de la Ley, lo cual tuvo lugar el 20 de diciembre.

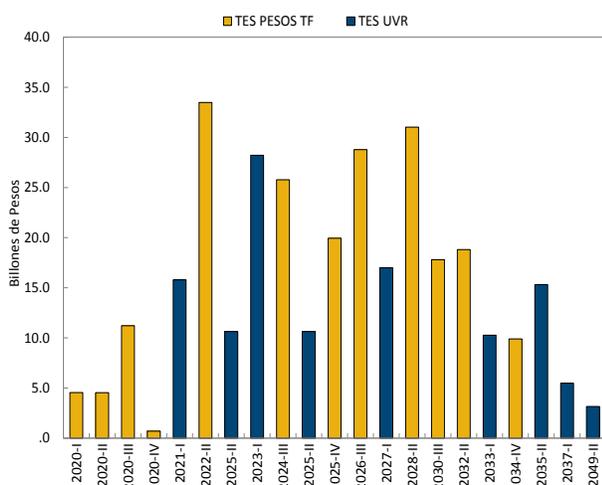
Adicionalmente, el 23 de octubre el Gobierno adelantó una operación de manejo de deuda pública en la se intercambiaron \$5 billones de TES UVR con vencimiento en el 2021 por bonos, también denominados en UVR, con vencimiento en 2027 y 2037 (\$3,2 billones y \$1,5 billones, respectivamente). Al respecto, el director de Crédito Público y Tesoro Nacional destacó que «este fue el canje de mercado más grande que se haya realizado con TES UVR y con menor costo fiscal desde que se lanzó el programa de Creadores de Mercado en 1997».

En el 4T19 se presentaron vencimientos de TES en pesos en diciembre por cerca de \$4,45 billones. Con datos al 31 de diciembre, en el 2020 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$20,99 billones correspondientes al 6,72% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pago de cupones por \$718 mm y \$1,246 mm de los TES en pesos que vencen octubre del 2034 y noviembre de 2025, respectivamente. En el *Gráfico 44* 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 4T19 con las del cierre del 3T19, estas presentaron variaciones de 16 p.b, 32 p.b. y 35 p.b. para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente⁴³ (*Gráficos 45* y *46*). Por su parte, los TES

⁴³ Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel

Gráfico 44: Proyección de vencimientos TES



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

UVR presentaron variaciones de -13 p.b, -2 p.b. y 2 p.b. para estos mismos plazos (Gráfico 47).

Las desvalorizaciones de la deuda pública denominada en pesos incorporaron las expectativas de una mayor inflación, la incertidumbre sobre la decisión que tomaría la Corte Constitucional sobre la Ley de Financiamiento en la primera mitad del trimestre, las ventas netas por parte de inversionistas extranjeros y la incertidumbre sobre los posibles efectos de las manifestaciones que tuvieron lugar a finales de noviembre. Adicional a lo anterior, estas desvalorizaciones también pudieron incorporar el efecto de los eventos generadores de incertidumbre política en varios países de Asia, Europa y la región señalados anteriormente.

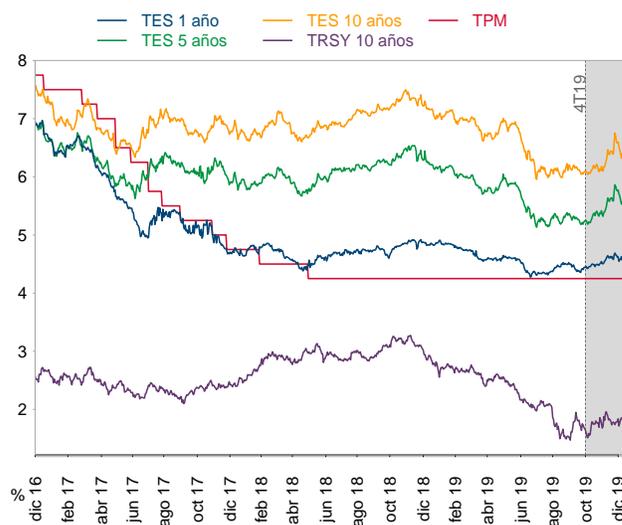
No obstante, cabe destacar que en diciembre se observaron correcciones parciales relacionadas con las expectativas de que el efecto de las manifestaciones no sería tan adverso para la actividad económica local como se anticipaba, con una menor incertidumbre sobre el trámite de la reforma tributaria y con una menor percepción de riesgo tras el acuerdo comercial

(1987).

entre EE.UU. y China (Fase I), así como la victoria del Partido Conservador en las elecciones generales en el Reino Unido que redujo el riesgo de un Brexit sin acuerdo.

Por su parte, las valorizaciones de los TES UVR de más corto plazo reflejaron las expectativas de mayor inflación, el efecto del canje señalado previamente y el de las estrategias estacionales de inflación que incrementaron la demanda por estos títulos.

Gráfico 45: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR

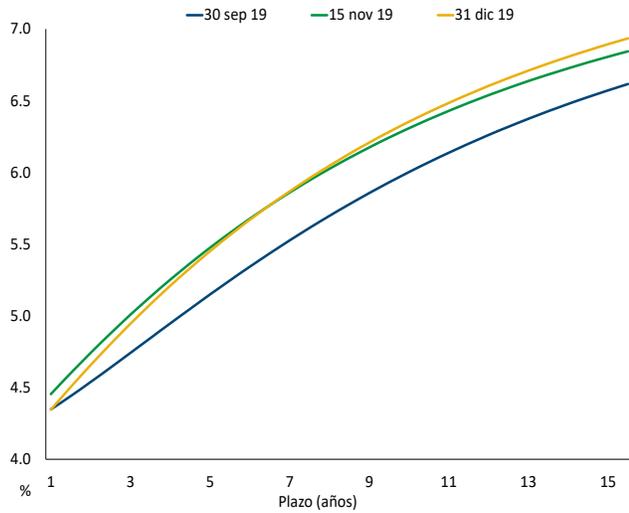


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En el 4T19 los inversionistas extranjeros vendieron en neto TES denominados en pesos por \$2128 mm en el mercado *spot* y \$2880 mm en el mercado a futuro. Además, durante el periodo estos inversionistas también vendieron en neto TES denominados en UVR en el mercado *spot* por \$453 mm. En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el trimestre la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 36,4% a 35,8%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,7% a 2,3% (Gráficos 48 y 49).

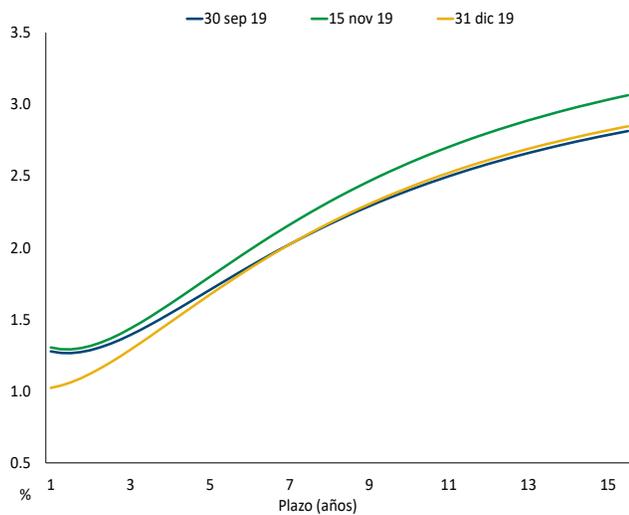
Durante el 4T19 el mercado *spot* de TES presentó un

Gráfico 46: Curva spot en pesos, Colombia



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

Gráfico 47: Curva spot en UVR, Colombia

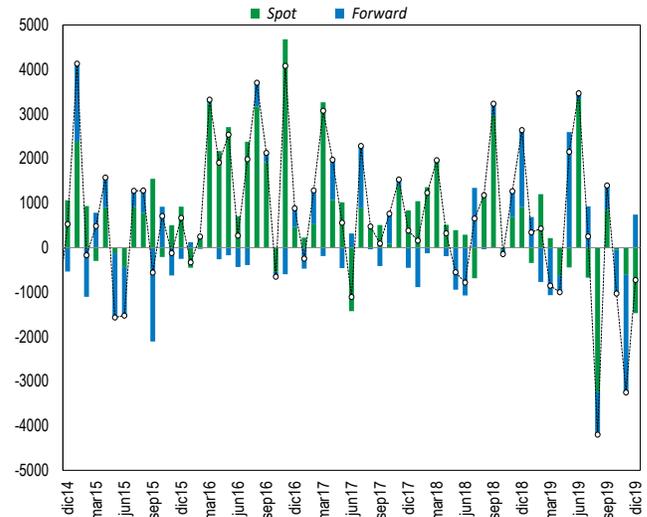


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 3T19. El promedio diario de negociación fue \$3,14 billones⁴⁴, inferior a lo observado en el tri-

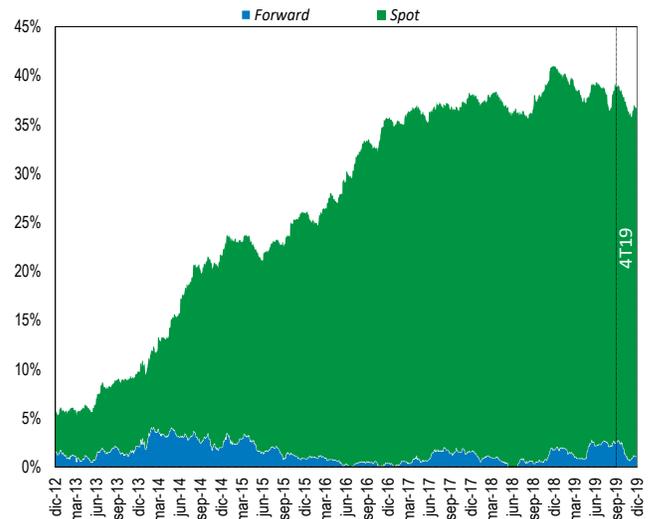
⁴⁴Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

Gráfico 48: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros



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

Gráfico 49: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación

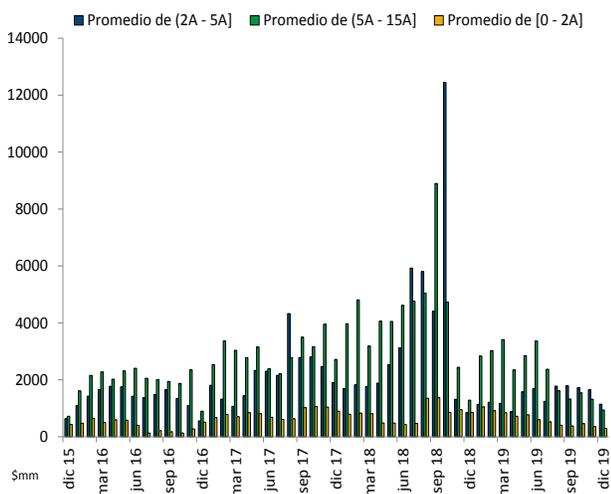


Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

mestre anterior (\$3,81 billones) y en el mismo período del año 2018 (\$8,57 billones) (Gráficos 50 y 51). Los títulos más tranzados fueron aquellos que vencen en

mayo del 2022, cuya participación pasó de 20,4% a 23,9% entre el 3T19 y el 4T19, seguidos de los que vencen en julio del 2024, cuya participación pasó de 20,5% a 18,3%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 50).

Gráfico 50: Monto promedio negociado por plazos de TES



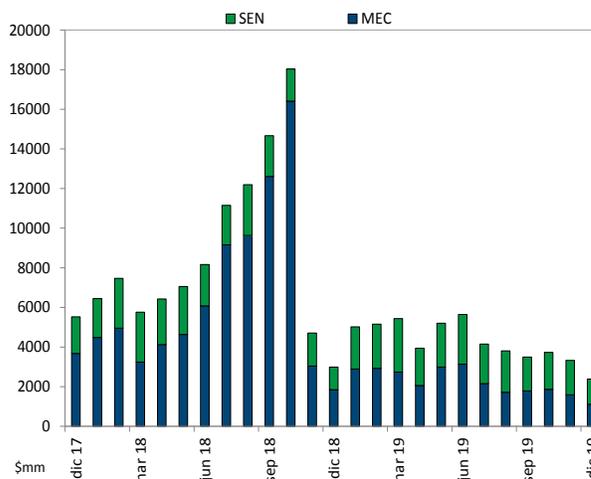
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros de TES disminuyó al pasar de 40.991 contratos en el 3T19 a 32.836 contratos en el 4T19 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$8.209 mm. Asimismo las posiciones abiertas disminuyeron a 5.940 contratos al 30 de diciembre de 2019 con respecto al 30 de septiembre (7.303 contratos).

6.4 Deuda pública externa de los países de la región

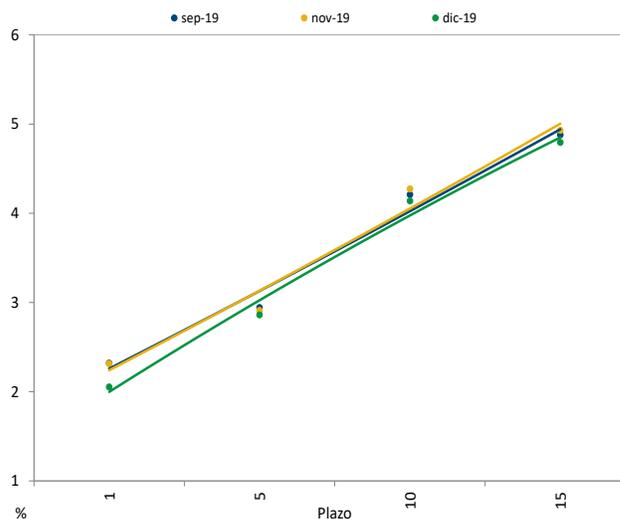
En el 4T19 las curvas de rendimiento de los bonos de deuda pública externa de los países de la región presentaron algunas valorizaciones en línea con la menor percepción de riesgo a nivel internacional (Gráficos 52, 53 y 54).

Gráfico 51: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

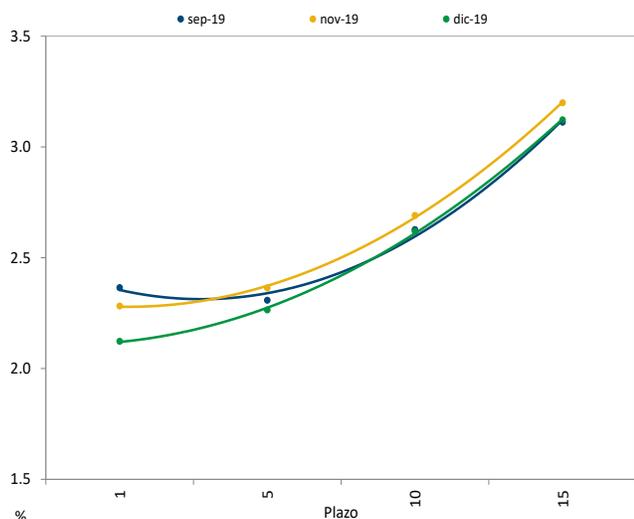
Gráfico 52: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

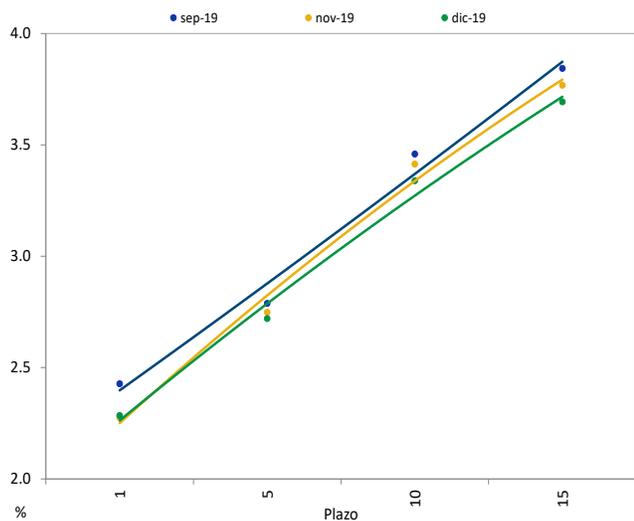
Durante el trimestre, las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron. En promedio, los EMBI para una muestra de países cayeron 21,8 p.b.

Gráfico 53: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

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



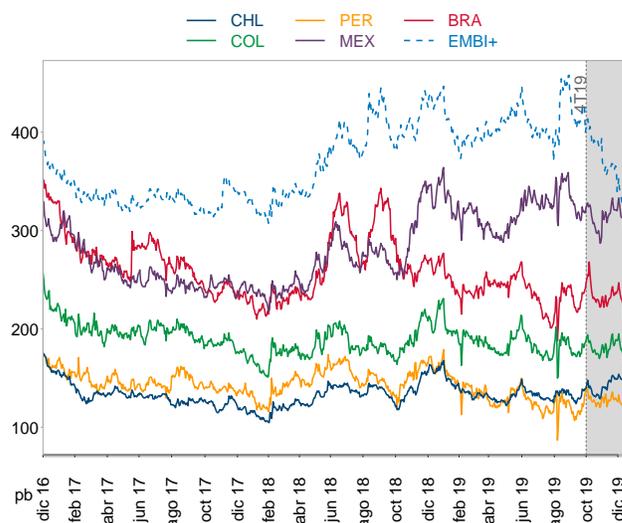
Fuente: Bloomberg.

(12,2%)⁴⁵, el EMBI+ disminuyó 101,6 p.b. (25,4%)

⁴⁵Variaciones EMBI países: Colombia: -23 p.b. (-12,4%), Brasil: -26 p.b. (-10,8%), México: -26 p.b. (-8,2%), Perú -30 p.b. (-26,8%)

(Gráfico 55) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región cayeron 20,6 p.b. (18,0%)⁴⁶.

Gráfico 55: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

6.5 Deuda pública externa de Colombia

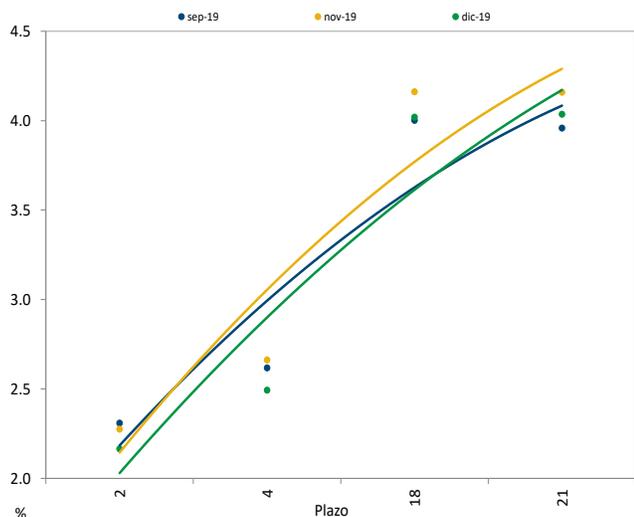
En el 4T19 la deuda externa de Colombia también se valorizó, en línea con la deuda externa de la región (Gráficos 56 y 57).

En el Gráfico 58 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* aumentaron en el trimestre para todos los plazos reflejando principalmente las desvalorizaciones de los bonos locales. Lo anterior, según algunos analistas del mercado, reflejó el interés de los agentes de continuar invirtiendo en deuda pública colombiana sin asumir riesgos de tasa de cambio (dado el comportamiento volátil del

y el EMBI Global Chile: -4 p.b. (-2,9%).

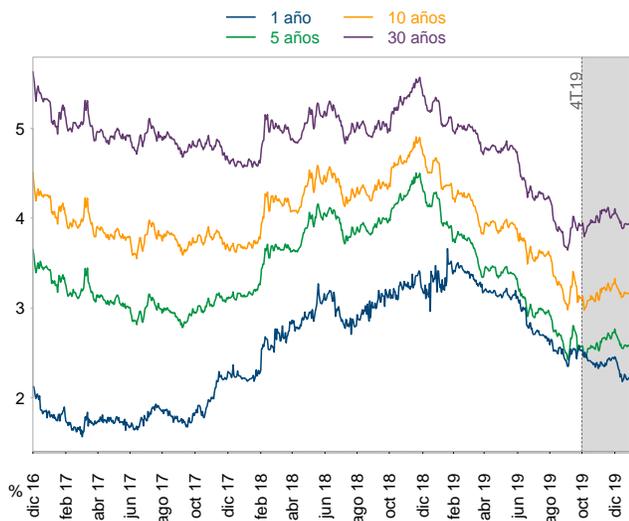
⁴⁶Variaciones: Colombia: -21,5 p.b. (-22,9%), Brasil: -37,1 p.b. (-27,2%), México: -37,1 p.b. (3,7%), Chile: +6,2 p.b. (17,2%) y Perú: -13,7 p.b. (-25,0%).

Gráfico 56: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

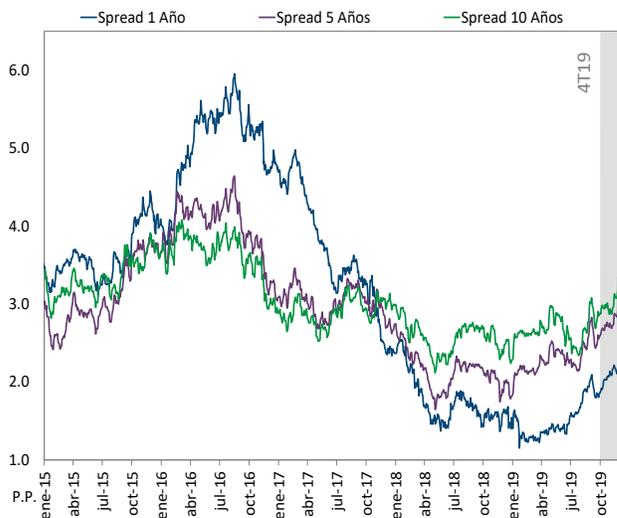
Gráfico 57: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

peso que registró en lo corrido del año), lo cual a su vez podría constituir como una señal de expectativas de depreciación de los agentes.

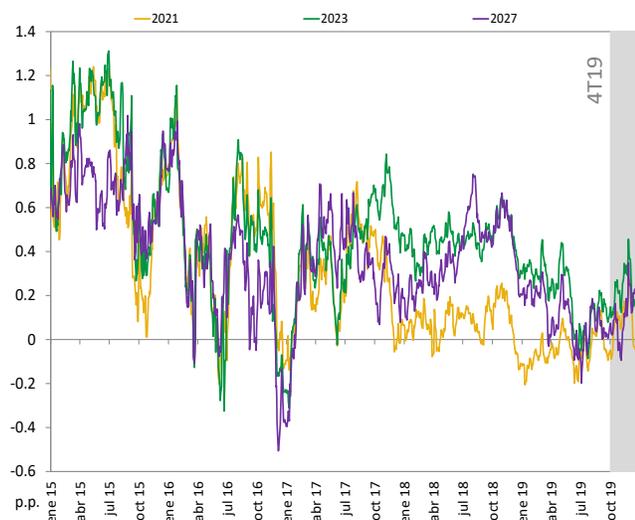
Gráfico 58: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Por su parte, en el Gráfico 59 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes presentaron variaciones de -2 p.b, 2 p.b. y 16 p.b. para los títulos que vencen en 2021, 2023 y 2027. El comportamiento del *spread* de más corto plazo obedeció a desvalorizaciones ligeramente más pronunciadas de los TES Globales frente a los TES locales, mientras que el de los títulos de mediano y largo plazo reflejó las desvalorizaciones más pronunciadas de los TES locales frente a las de los TES Globales.

Gráfico 59: TES Globales vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

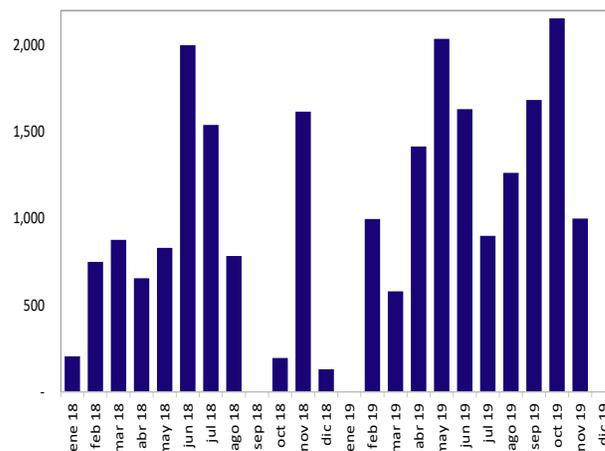
7 Mercado de deuda privada

En 2019 las colocaciones en el mercado de deuda privada alcanzaron un monto de \$13,66 billones, consiguiendo la colocación más alta desde 2010⁴⁷. Las colocaciones del año estuvieron explicadas principalmente por emisiones del sector financiero que correspondieron al 50,9%, seguidas por el sector no financiero (38,9%) y el sector público (10,2%). En el 4T19, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada disminuyeron frente a lo observado en el 3T19 (\$3,16 billones en el 4T19 frente a \$3,85 billones en el 3T19) (Gráfico 60).

Del total de colocaciones del periodo, el sector no financiero realizó el 15,8%, el sector financiero el 39,8% y el sector público el 44,4% (Gráfico 61). Durante el trimestre, seis entidades realizaron colocaciones (Cuadro 11). Las emisiones se indexaron al IPC (29,5%), a tasa fija (45,1%) y a UVR(25,4%) (Gráfico 62).

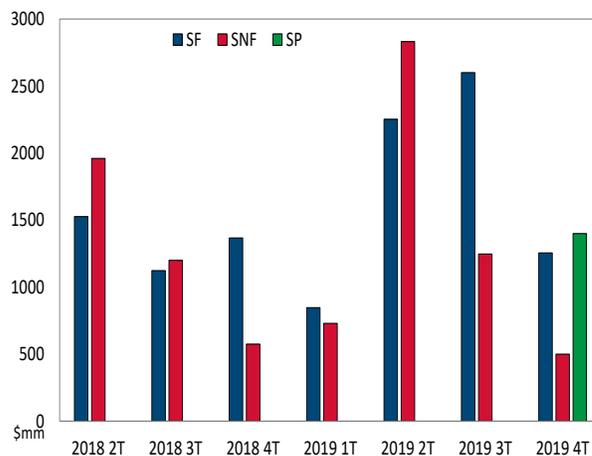
⁴⁷En 2010 las colocaciones fueron de \$13,8 billones

Gráfico 60: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 61: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

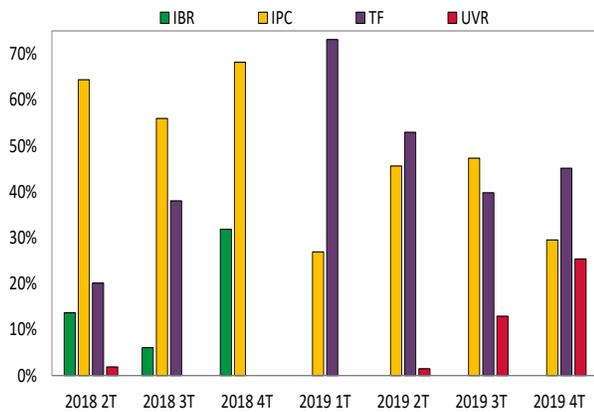
El 29% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 2 y 5 años, un 22,4% a plazos entre 5 y 10 años, un 31,2% a plazos entre 10 y 20 años y un 17,5% a

Cuadro 11: Emisiones deuda privada 4T19

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Interamericano de Desarrollo - BID	100	2 a 5	TF
Bogotá Distrito Capital	1400	5 a >20	IPC, TF, UVR
Grupo Aval acciones y valores S.A.	400	2 a 20	TF, IPC
Itaú Corpbanca Colombia S.A.	350	5 a 10	IPC, TF
Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias	500	5 a >20	IPC, TF
Titularizadora Colombiana S.A.	405	5 a 20	TF

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

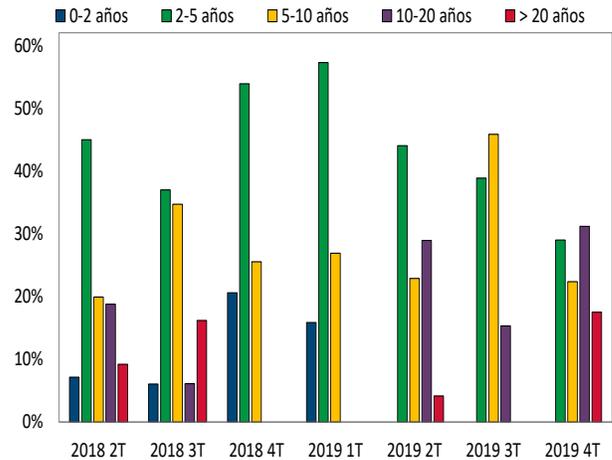
Gráfico 62: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

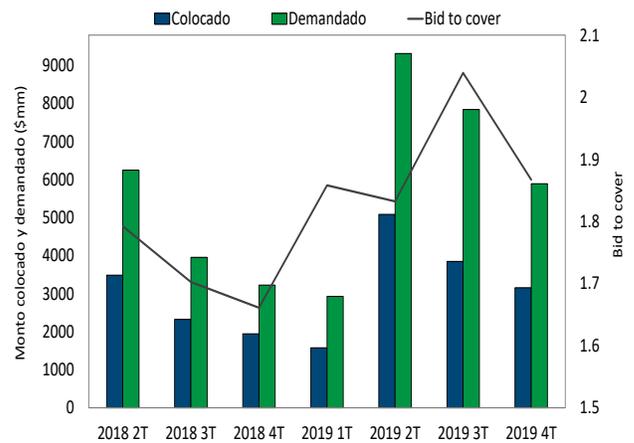
plazos de mas de 20 años(Gráfico 63). Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 1,87 (ant: 2,04). La demanda por colocaciones fue de \$5,89 billones (Gráfico 64).

Gráfico 63: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 64: Monto colocado vs monto demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

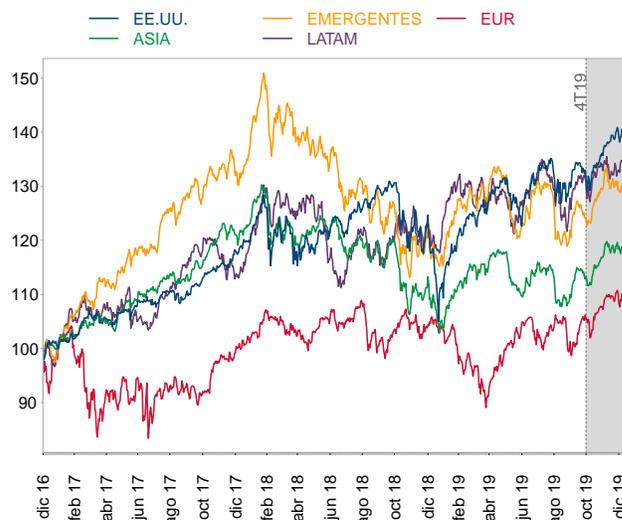
8 Mercado accionario

En 2019 los principales índices de renta variable a nivel global presentaron valorizaciones y en algunos casos alcanzaron máximos históricos debido principalmente al entorno internacional más favorable y las mejores condiciones de liquidez a nivel global. Por su parte, en el 4T19 los índices bursátiles presentaron un buen desempeño, favorecidos por el optimismo respecto al avance de las conversaciones entre Estados Unidos y China en materia comercial, las cuales resultaron en el alcance de un acuerdo Fase I a finales de año.

En el 4T19 el mercado de mejor desempeño fue el de emergentes (11,8%), seguido por Estados Unidos (8,5%), Asia (8%), Latinoamérica (6%) y Europa (5,8%)⁴⁸. A continuación, se presenta un breve recuento de los principales eventos que incidieron en el comportamiento de los mercados bursátiles el 4T19.

⁴⁸Al 31 de diciembre 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 4T19 del *S&P 500*, sin embargo el *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* registraron valorizaciones de 6%, y 12,2%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (al 31 de diciembre de 2019, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por último, cuando se mira el desempeño agregado de las acciones del grupo de los países emergentes, mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (al 31 de diciembre de 2019 los países ponderados en el índice fueron Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos)

Gráfico 65: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

8.1 Estados Unidos

El mercado estadounidense presentó valorizaciones importantes a lo largo de 2019 (28,9%). En el año sus principales índices accionarios alcanzaron máximos históricos en varias ocasiones y llegaron a su punto más alto el 26 de diciembre en el caso del *NASDAQ*⁴⁹ y el 27 de diciembre para el caso del *S&P 500* y del *Dow Jones*⁵⁰. Dichas valorizaciones estuvieron explicadas por menores tensiones entre EE. UU y China dado el adelanto en las conversaciones en materia comercial, la publicación de datos económicos positivos de la economía estadounidense y los recortes de tasa por parte de la Fed.

En octubre el mercado de renta variable se vio favorecido principalmente por la reanudación de las conversaciones comerciales entre EE. UU y China las cuales resultaron en el alcance de un acuerdo comercial parcial en el cual China aumentaría significativamente las compras de productos agrícolas estadounidenses, re-

⁴⁹El nivel de cierre fue de 9.022,39 puntos

⁵⁰El nivel de cierre fue de 3.240,02 puntos para el caso del *S&P 500* y de 28.645,26 puntos para el caso del *Dow Jones*

saría ciertas medidas de propiedad intelectual y haría concesiones relacionadas con servicios financieros y tasa de cambio. Las valorizaciones del mes también se vieron soportadas por la publicación de resultados corporativos positivos por parte de empresas como *Microsoft*, *Intel*, *General Electric*, *Mattel*, *Apple* y *Facebook*.

El optimismo en torno a las conversaciones comerciales continuó durante noviembre pese a que algunas noticias como la posible postergación de la firma del acuerdo hasta diciembre y el respaldo del presidente Trump a los manifestantes de Hong Kong generaron cautela en los inversionistas. Las valorizaciones durante este mes estuvieron relacionadas a su vez con el repunte de las acciones de *Disney* tras el anuncio de su plataforma de *streaming* y sus reportes iniciales de suscriptores, así como por la publicación de resultados positivos de *Wal-Mart* quien además aumentó su pronóstico de ganancias para el año y el anuncio de venta de *Tiffany & Co* a *LVMH*. Las valorizaciones continuaron durante diciembre por la publicación de la revisión del dato de crecimiento del 3T19 y tras el alcance del acuerdo comercial Fase I entre EE. UU y China el 12 de diciembre⁵¹, lo cual evitó la entrada en vigencia de aranceles que estaba prevista para el 15 de ese mes.

8.2 Europa

En 2019 el mercado europeo se valorizó un 23,2% y alcanzó máximos históricos el 27 de diciembre⁵². Estas valorizaciones estuvieron impulsadas principalmente por el mejor entorno internacional y las políticas expansivas del BCE. En el 4T19 el mercado se vio beneficiado por el entorno internacional más favorable, la publicación de resultados corporativos positivos por parte de *Atlas Copco*, *Daimler* y *Loreal*, el anuncio de recompra de acciones por parte de *Unicredit*, la comunicación de adquisición de *The medicine* por parte

⁵¹El 31 de diciembre el presidente Trump anunció que la firma del acuerdo se llevará a cabo el 15 de enero de 2020

⁵²El índice *Stoxx 600* cerró la jornada en 419.74 puntos

de *Novartis* por USD 9.700 millones, el acuerdo que logró el primer ministro Boris Johnson con la Comisión Europea a mediados de octubre y la ratificación de que el Reino Unido saldría del bloque económico a más tardar el 31 de enero de 2020. No obstante, la publicación de resultados corporativos negativos por parte de *BP* y *Deutsche Bank*, la caída de *Glencore* tras el inicio de una investigación por posible corrupción dentro de la compañía impactando el índice *FTSE 100* del Reino Unido y el bajo crecimiento económico en la zona contuvieron parte de las ganancias durante el trimestre.

8.3 Asia

Los principales índices de China y Japón presentaron valorizaciones en 2019 de 22,3% y 18,2%, respectivamente, siguiendo el comportamiento de los mercados a nivel global. No obstante, el *Shanghai Composite* presentó un comportamiento heterogéneo durante el año, con valorizaciones importantes en el primer y cuarto trimestre y caídas durante el segundo y tercero.

Por su parte el mercado de China se vio favorecido por anuncios de mayores estímulos a la economía los cuales incluyeron mayor inversión en infraestructura, reformas de impuestos, apoyo al sector tecnológico, recorte de tasas de interés por parte del Banco Central, la eliminación de todas las restricciones sobre las inversiones extranjeras que no estén incluidas en sus autodenominadas «listas negativas» y mayores recortes a en la cantidad que los bancos mantienen como reserva. Por su parte el *Nikkei 225* se vio favorecido por el anuncio de un paquete de estímulo por USD120 mm por parte del gobierno y el dato positivo del PIB de 3T19.

8.4 Latinoamérica y Colombia

Los principales índices accionarios de Latinoamérica cerraron el año en terreno positivo, a excepción de Chile y presentaron un comportamiento heterogéneo.

Este comportamiento estuvo influenciado por un entorno internacional favorable y por factores idiosincrásicos de cada país, el mercado de mejor desempeño fue el de Brasil (31,6%), seguido por el de Colombia (25,4%), Perú (6,1%) y México (4,6%), mientras que el mercado de Chile cayó un 8,5%.

En el 4T19 el *IBOVESPA* de Brasil presentó la valorización más alta entre los mercados analizados y alcanzó máximos históricos el 26 de diciembre⁵³ en un entorno de recorte de tasas por parte del Banco Central de Brasil, de mejora de *outlook* por parte de la calificadora de riesgo *S&P* y de datos positivos de crecimiento y actividad económica.

Gráfico 66: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

Por su parte el índice *S&P/BVL* de Perú se desvalorizó durante principios del trimestre en un escenario de incertidumbre política, y posteriormente presentó valorizaciones en línea con el comportamiento de los mercados accionarios a nivel mundial. Por su parte el mercado mexicano presentó valorizaciones durante la mayor parte del trimestre influenciado por el entorno internacional, sin embargo, se presentaron desvalorizaciones a principios de diciembre por incertidumbre

⁵³El *IBOVESPA* alcanzó un nivel de 11.7203,2

respecto a la firma del T-MEC y temores de que la aprobación se postergue hasta el 2020, dichos temores se disiparon luego de que la cámara de representantes de EE.UU. aprobara el acuerdo.

La caída del índice *S&P/CLX IPSA* durante el trimestre estuvo explicada principalmente por los temores respecto al impacto que tendrían sobre la actividad económica las protestas sociales que se adelantaban en el país, así como por la contracción de la actividad económica a su mayor nivel desde la crisis de 2008. No obstante, parte de las pérdidas se revirtieron durante diciembre influenciadas por una mayor tranquilidad a nivel local y el anuncio del gobierno de un paquete de recuperación por USD5.5 mm que incluiría inversión para infraestructura y bienes públicos dañados, incentivos a pequeñas y medianas empresas, entre otros.

Finalmente, el índice *COLCAP* presentó un comportamiento positivo durante la mayor parte del año impulsado por el buen desempeño de las empresas del sector financiero y del sector de servicios, las acciones que más se valorizaron en el año fueron Corficolombiana (101,3%), Mineros (58,9%) y Banco de Bogotá (52,6%), mientras que las más desvalorizadas fueron PF-Grupo Argos (6,9%), PF-Grupo Sura (5,7%) y BVC (3,2%).

En el trimestre el índice presentó una valorización de 5,4% y alcanzó máximos históricos⁵⁴ junto con varias acciones que lo componen (Bogotá⁵⁵, PF-Bancolombia⁵⁶, Bancolombia⁵⁷, PF-Davivienda⁵⁸ e ISA⁵⁹). Las acciones que más se valorizaron en el trimestre fueron las de Avianca (20,7%), Ecopetrol (12,4%) y PF-Grupo Aval (12,3%), en contraste las acciones que presentaron un comportamiento negativo fueron las de Éxito (21,2%), PF-Cementos Argos (8,4%), Mineros (3%).

⁵⁴El 4 de noviembre con un dato de cierre de 1.942,37 puntos

⁵⁵El 6 de noviembre la acción cerró en \$89.960

⁵⁶El 19 de diciembre la acción cerró en \$46.500

⁵⁷El 24 de diciembre la acción cerró en \$45.500

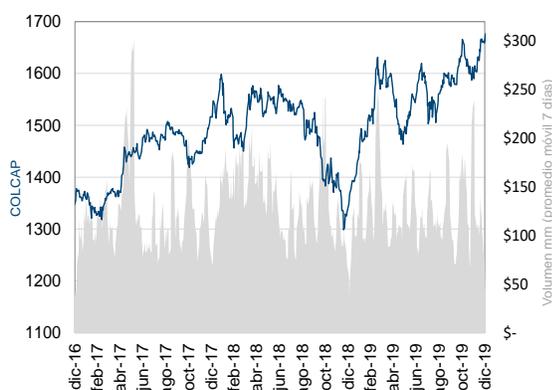
⁵⁸El 30 de diciembre la acción cerró en \$45.980

⁵⁹El 5 de noviembre la acción cerró en \$20.480

En el trimestre finalizó la operación de la OPA del Éxito, en la cual *Companhia Brasileira de Distribuição (GPA)* buscaba adquirir el total de las acciones⁶⁰ a través de su subsidiaria *Sendas Distribuidora S.A.* El plazo para las aceptaciones se dio entre el 28 de octubre y el 19 de noviembre, tras esto se dio a conocer que *GPA* logró adquirir el 96,57%⁶¹ del total de las acciones por un total de \$7,78 billones. El flotante de la acción, tras la OPA es de 3,43 % del total lo cual podría afectar la ponderación que tiene la acción de Éxito dentro del índice *COLCAP* en el proximo rebalanceo que se llevará a cabo en enero de 2020.

El 7 de noviembre se anunció el retiro de las acciones PF-Grupo Sura y Cementos Argos del índice *MSCI Global Standard Indexes* la cual se hizo efectiva el 26 de noviembre, durante este mes las acciones cayeron un 18,7 % para el caso de Cementos Argos y un 12,4 % para el caso de PF-Grupo Sura, debido a los flujos de venta importantes que se observaron por parte de extranjeros durante noviembre en estas especies.

Gráfico 67: COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

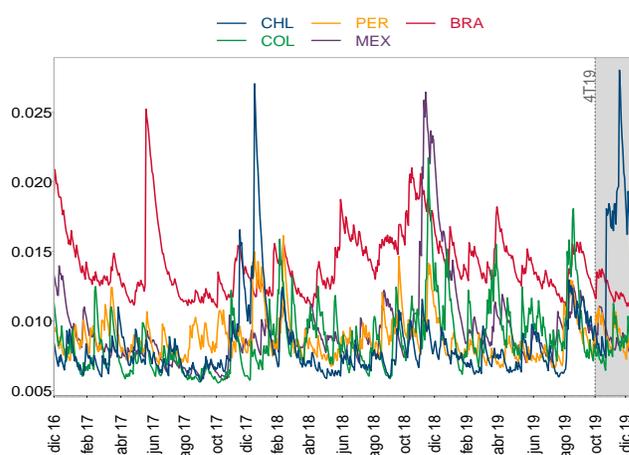
La volatilidad condicional de los índices bursátiles la-

⁶⁰Total de acciones: 447.604.316

⁶¹Equivalente a 432.256.668 de acciones

tinooamericanos⁶² disminuyó durante el 4T19 para Colombia, México, Brasil y Perú, respecto a lo observado en el 3T19, mientras aumentó para Chile. La cifra promedio más alta fue la de Chile (*S&P/CLX IPSA*: 1,52%), seguida por Brasil (*IBOVESPA*: 1,19%), México (*S&P/BMV IPC*: 0,92%), Perú (*S&P/BVL*: 0,87%) y Colombia (*COLCAP*: 0,84% (Gráfico 68).

Gráfico 68: 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 bursátil⁶³ como porcentaje del PIB⁶⁴ se observa que, en línea con el comportamiento de los mercados descrito anteriormente, en diciembre Brasil presentó el dato más alto (40,1%), superando a Chile, que ahora se ubica en segundo lugar (29%). Por su parte, los mercados de México, Colombia y Perú presentaron leves aumentos en el indicador durante diciembre y se ubicaron en 20,1%, 15,9% y 13,7%, respectivamente. (Gráfico 69).

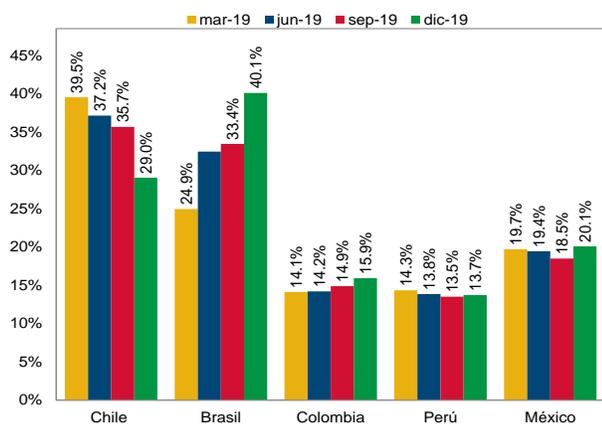
Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que durante el 4T19 los mayores vendedores netos de accio-

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

⁶³Ajustada por flotante disponible.

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

Gráfico 69: Capitalización bursátil ajustada/PIB*



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

Cálculos: Banco de la República.

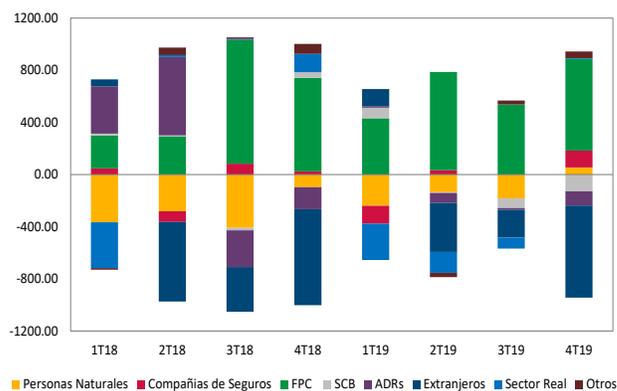
*Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2018. Dato de Brasil no disponible para el mes de junio

nes fueron los extranjeros por un monto de \$706 mm, continuando con la posición que presentaron durante los dos trimestres anteriores, la oferta de estos agentes fue contrarrestada por la demanda neta de los fondos de pensiones (\$703 mm). Durante la mayor parte del año los extranjeros, el sector real y las personas naturales se comportaron como oferentes netos en el mercado de renta variable, mientras los fondos de pensiones se comportaron como demandantes netos (Gráfico 70).

En cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 4T19 los inversionistas colombianos vendieron en neto acciones por \$915 millones resultantes de ventas netas por \$820 millones en el mercado peruano y ventas netas por \$95 millones en el mercado chileno. Esto representa una disminución en las ventas netas de los inversionistas colombianos en el mercado MILA, respecto a lo observado en el trimestre anterior (durante el 3T19 las ventas netas fueron de \$7.731 millones).

Finalmente, en el 4T19 no se negociaron futuros con

Gráfico 70: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

subyacente COLCAP pero se negociaron 14.699 contratos de mini futuros de COLCAP⁶⁵. Por su parte, en el 3T19 se negociaron 875 contratos de futuros y 3.490 de mini futuros.

⁶⁵El valor de cada contrato de futuros y minifuturos es igual a \$25.000 y \$2.500, respectivamente, multiplicados por el valor del COLCAP.