

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

III trimestre de 2017



## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas  
Gerente

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

Pamela Cardozo  
Subgerente

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

Juan Sebastián Rojas  
Director

## **Sección Desarrollo de Mercados**

José Vicente Romero  
Jefe

Juan Sebastián Lemus  
Diego Alejandro Martínez  
Andrés Mauricio Mendoza  
María Fernanda Reyes  
Luis Alejandro Rojas  
Tatiana Venegas  
Daniel Ricardo Vergara

## **Estudiantes en práctica profesional**

Sergio Andrés Narváez Lara  
Juan David León García

## **Recuadros**

*Empresas descalzadas en Colombia: su evolución, uso y frecuencia de derivados cambiarios, análisis de su salud financiera y riesgo de crédito*, Autor: Juan S. Lemus E.

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>5</b>
2.1	Entorno Internacional . . . . .	5
2.2	Percepción de Riesgo a Nivel Local . . . . .	5
2.3	Mercado cambiario . . . . .	5
2.4	Política Monetaria y Mercado Monetario Local . . . . .	5
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	6
2.6	Mercado accionario . . . . .	6
<b>3</b>	<b>Entorno Internacional</b>	<b>7</b>
3.1	Entorno Global . . . . .	7
3.2	Entorno financiero de los Países de la Región . . . . .	11
3.3	Política monetaria Internacional . . . . .	12
<b>4</b>	<b>Percepción de Riesgo a Nivel Local</b>	<b>12</b>
<b>5</b>	<b>Mercado Cambiario</b>	<b>16</b>
5.1	Mercado Cambiario Global . . . . .	16
5.2	Mercado Cambiario Colombiano . . . . .	18
<b>6</b>	<b>Mercado Monetario y Renta Fija</b>	<b>20</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	20
6.2	Mercado Monetario Colombiano . . . . .	22
6.3	Mercado de Deuda Pública . . . . .	24
6.3.1	Deuda Pública Interna de Estados Unidos y los Países de la Región . . . . .	24
6.3.2	Deuda Pública Interna de Colombia . . . . .	27
6.4	Deuda Pública Externa de los Países de la Región . . . . .	30
6.5	Deuda Pública Externa de Colombia . . . . .	30
<b>7</b>	<b>Mercado de Deuda Privada</b>	<b>32</b>
<b>8</b>	<b>Mercado Accionario</b>	<b>34</b>
8.1	Estados Unidos . . . . .	35
8.2	Europa . . . . .	36
8.3	Asia . . . . .	37
8.4	Latinoamérica y Colombia . . . . .	38
<b>9</b>	<b>Recuadro: Empresas descalzadas en Colombia: su evolución, uso y frecuencia de derivados cambiarios, análisis de su salud financiera y riesgo de crédito</b>	<b>41</b>
9.1	Caracterización firmas con descalce cambiario para el período 2014-2016 . . . . .	41
9.2	Uso de derivados de las empresas de cobertura para el lapso 2014-2016 . . . . .	43
9.2.1	Derivados peso-dólar . . . . .	43
9.2.2	<i>Forwards</i> otras monedas . . . . .	46
9.3	Salud financiera de las firmas descalzadas entre 2014 y 2016 . . . . .	47

9.3.1	Resultados del <i>F-Score</i> para las empresas con descalce cambiario . . . . .	48
9.4	Riesgo de crédito del sistema financiero local por su relación con firmas descalzadas para 2014-2016	49
9.5	Referencias . . . . .	51

## Índice de Gráficos

1	Inflación Observada y Esperada en EE.UU, la Zona Euro y el Reino Unido . . . . .	8
2	Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa . . . . .	9
3	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de países asiáticos . . . . .	9
4	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes . . . . .	11
5	Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes . . . . .	11
6	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de América Latina . . . . .	11
7	Índices de Confianza . . . . .	13
8	Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF) . . . . .	14
9	Expectativas de Inflación (EOF) . . . . .	14
10	Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF) . . . . .	14
11	Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF) . . . . .	15
12	Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF) . . . . .	15
13	<i>Spread</i> Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES . . . . .	15
14	<i>Spread</i> Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días . . . . .	15
15	VIX vs. Índices de Monedas . . . . .	16
16	Tasas de Cambio LATAM . . . . .	17
17	Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LATAM . . . . .	18
18	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	18
19	COP/USD - LACI - VIX . . . . .	19
20	Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro . . . . .	19
21	<i>Forwards</i> y Futuros CRCC . . . . .	20
22	Tasas de Referencia Países Latinoamericanos . . . . .	21
23	Índice de Precios al Consumidor . . . . .	21
24	Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día) . . . . .	22
25	Posición neta del BR en el Mercado Monetario . . . . .	23
26	Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2017 . . . . .	24
27	Curva Cero Cupón EE.UU. . . . .	24
28	Curvas Cero Cupón Países de la Región . . . . .	26
29	Proyección de Vencimientos TES . . . . .	27
30	Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR . . . . .	28
31	Curvas <i>Spot</i> Colombia . . . . .	28
32	<i>Spread</i> Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años) . . . . .	28
33	Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros . . . . .	29
34	Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación . . . . .	29
35	Monto Promedio Negociado por Plazos de TES . . . . .	29
36	Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema . . . . .	30
37	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil . . . . .	30
38	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú . . . . .	30
39	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México . . . . .	31
40	Spreads Deuda Soberana LATAM . . . . .	31
41	Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia . . . . .	31
42	Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia . . . . .	31
43	Globales USD vs TES locales . . . . .	32

44	TES Globales vs TES locales . . . . .	32
45	Monto Total Colocado . . . . .	33
46	Monto Colocado por Sector . . . . .	33
47	Colocaciones por Tasa de Interés . . . . .	33
48	Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación . . . . .	34
49	Monto Colocado vs Monto Demandado . . . . .	34
50	Principales Índices Accionarios a Nivel Mundial . . . . .	35
51	Evolución de los Índices Accionarios de la Región . . . . .	38
52	COLCAP y Volumen Transado Diario . . . . .	39
53	Volatilidad Condicional Índices Accionarios . . . . .	39
54	Capitalización Bursátil Ajustada/PIB* . . . . .	40
55	Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente . . . . .	40
56	Composición de los agentes con descalce cambiario por tipo de actividad distinguiendo entre sectores de la economía. . . . .	44
57	Evolución del descalce cambiario, por componente y rama de la economía entre 2014 y 2016 . . . . .	45
58	Saldo diario de compras netas de divisas por tipo de derivado peso-dólar para las empresa descalzadas en 2014-2016 . . . . .	46
59	Distribuciones probabilidad teóricas (función de densidad de probabilidad) del <i>F-Score</i> para la firmas con descalce positivo y negativo. . . . .	49
60	Indicadores de riesgo de crédito para las firmas descalzadas, distinguiendo por actividad, para 2014-2016. . . . .	50

## Índice de Tablas

1	Precio de Productos Básicos (en dólares) . . . . .	10
2	Crecimiento 2T17 y Expectativas para 2017 . . . . .	12
3	Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo . . . . .	12
4	Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense . . . . .	16
5	Intervención Cambiaria Mediante Compra/Venta de Dólares en el Mercado Cambiario de Contado (+compras-ventas) . . . . .	17
6	Variación del Balance de los Bancos Centrales por otras operaciones . . . . .	18
7	Variación del Total del Balance de los Bancos Centrales por Intervención Cambiaria . . . . .	18
8	Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a septiembre de 2017 para Latam . . . . .	21
9	Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017 . . . . .	21
10	Emisiones Deuda Privada 3T17 . . . . .	33
11	Principales estadísticas descriptivas de los agentes con descalce cambiario al cierre de 2014. . . . .	42
12	Principales estadísticas descriptivas de los agentes con descalce cambiario al cierre de 2015. . . . .	42
13	Principales estadísticas descriptivas de los agentes con descalce cambiario al cierre de 2016. . . . .	43
14	Uso de derivados por parte de las firmas descalzadas entre 2014 y 2016. . . . .	44
15	Descripción componentes del <i>F-Score</i> y las condiciones para que sean iguales a 1 . . . . .	47
16	<i>F-Score</i> para las empresas descalzadas, sub-muestras por tipo de descalce y por actividad . . . . .	48
17	Porcentaje de empresas con señales del <i>F-Score</i> positivas . . . . .	48

## 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 tercer trimestre de 2017 (3T17), los mercados financieros internacionales estuvieron influenciados principalmente por: i) un contexto macroeconómico favorable; ii) el cambio en las expectativas sobre la política monetaria en economías desarrolladas; iii) la incertidumbre generada por eventos geopolíticos y iv) la dinámica favorable de algunos *commodities* industriales y energéticos. En esta coyuntura, el dólar estadounidense presentó un debilitamiento, el mercado de deuda pública de EE.UU. se desvalorizó mientras que sus mercados accionarios continuaron registrando una dinámica favorable. En la región se presentó un comportamiento heterogéneo en sus mercados influenciado por la dinámica en el precio de algunos *commodities* y eventos políticos idiosincráticos. En Colombia, se observaron desvalorizaciones en los mercados de renta fija mientras que el mercado accionario perdió el dinamismo que se había observado en el trimestre anterior.

El documento se divide en nueve secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en el entorno económico internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se presenta una descripción del mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y el de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local. En la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios a nivel regional y local. Finalmente, se presenta un estudio de las empresas con descalce cambiario, su uso de derivados, su salud financiera y el riesgo de crédito que estas presentaron en 2014, 2015 y 2016.

## 2 Resumen Ejecutivo

### 2.1 Entorno Internacional

En el 3T17, los mercados financieros internacionales estuvieron influenciados por una coyuntura macroeconómica favorable en la mayoría de economías desarrolladas y las modificaciones frente a las expectativas de política monetaria en estas economías. Por su parte, las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte generaron incrementos transitorios en la percepción de riesgo en los mercados accionarios y de renta fija. Los indicadores de riesgo en los países de la región presentaron un comportamiento mixto y estuvieron influenciados principalmente por factores idiosincráticos, así como por la evolución del precio de los principales *commodities*.

### 2.2 Percepción de Riesgo a Nivel Local

En este periodo, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron un comportamiento heterogéneo. En el frente negativo se observó una disminución en las perspectivas de crecimiento del PIB para 2017, y una inesperada reducción en la producción industrial y las ventas al por menor. En el frente positivo, las expectativas de inflación a corto plazo descendieron, se registró algo de recuperación en los principales índices de confianza y los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas del mercado de deuda pública disminuyeron.

### 2.3 Mercado cambiario

Durante el 3T17, el dólar presentó una depreciación importante frente a la mayoría de sus pares debido al incremento de la incertidumbre política en EE.UU, así como a la moderación de las expectativas del mercado sobre una política fiscal expansiva que pudiera afectar de forma positiva el crecimiento. De igual forma, la debilidad del dólar estuvo explicada por la expectativa, en julio y agosto, de una política monetaria de la Fed menos contractiva en el mediano plazo, en comparación a la de otros países desarrollados.

En América Latina, al igual que en la mayoría de economías emergentes el comportamiento fue mixto y estuvo explicado principalmente por el comportamiento de la divisa norteamericana a nivel global, la dinámica del precio de las materias primas, factores políticos locales de cada país y decisiones en materia de intervención cambiaria.

### 2.4 Política Monetaria y Mercado Monetario Local

A lo largo del trimestre los bancos centrales de Colombia, Perú y Brasil recortaron sus tasas de intervención, mientras que en Chile y México las tasas se mantuvieron inalteradas. En Brasil se dio la reducción más pronunciada de la región, recortando 100 puntos básicos (p.b.) en julio y 100 p.b. adicionales en septiembre, para así alcanzar un nivel mínimo en la tasa de interés de referencia en los últimos cuatro años.

En Colombia, durante el 3T17 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de días del trimestre, a excepción de la segunda mitad de agosto.

## 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

La deuda pública interna en moneda local durante el 3T17 presentó desvalorizaciones generalizadas asociadas a la reducción del pronóstico de crecimiento económico del país, la incertidumbre en torno a la situación fiscal, el aumento en la oferta de títulos y las expectativas sobre la dinámica de la TPM. Por su parte, la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. desvalorizó, principalmente en el tramo corto, lo cual estuvo influenciado por datos positivos de esta economía que incrementaron la probabilidad de un incremento adicional en el rango objetivo de la tasa de los fondos federales en lo que resta del año, y por las expectativas sobre la normalización de la hoja de balance. La deuda pública interna en moneda local de los países de la región presentó un comportamiento heterogéneo durante el trimestre que se explicó por coyunturas diferenciadas de cada economía. Las curvas de rendimiento de Brasil y Perú se valorizaron reflejando los recortes de sus tasas de política monetaria y buenos datos del desempeño de sus economías, al tiempo que las curvas de México y Chile se desvalorizaron reflejando debilidades en sus entornos macroeconómicos.

## 2.6 Mercado accionario

En el tercer trimestre del año, los mercados accionarios a nivel mundial se recuperaron y continuaron con su tendencia alcista que se ha venido observando desde finales de 2016. Su dinámica estuvo influenciada, en gran parte, por el recrudecimiento de las tensiones entre Corea del Norte y Estados Unidos, entre julio y agosto. Para septiembre, la perspectiva de una *Fed* más contractiva, y mejores perspectivas económicas en Estados Unidos y Europa hicieron que el comportamiento de los índices bursátiles a nivel regional fuera divergente, ya que en los países desarrollados hubo una tendencia marcada al alza, mientras que en los emergentes se observaron desvalorizaciones importantes. En América Latina, el comportamiento fue mixto y varía según la región que se analice. Las bolsas de Chile, Brasil y Perú mostraron un buen comportamiento, mientras que la dinámica positiva del MEXBOL en México se revirtió y fue constante para el COLCAP. A nivel local, el monto promedio transado retrocedió a niveles comparables a los del 1T17.

### 3 Entorno Internacional

#### 3.1 Entorno Global

En el 3T17, la dinámica de los mercados financieros internacionales estuvo influenciada por cinco determinantes: i) un entorno macroeconómico favorable en la mayoría de economías desarrolladas; ii) el cambio en las expectativas sobre el futuro de la política monetaria en economías desarrolladas; iii) eventos transitorios de incertidumbre política; iv) una dinámica favorable en los precios de la mayoría de *commodities* industriales y energéticos; y v) flujos de portafolio hacia economías emergentes.

#### *Entorno macroeconómico favorable en la mayoría de economías desarrolladas*

Durante el trimestre, la mayoría de economías desarrolladas presentaron datos favorables en el crecimiento de su producto, los cuales han resultado acordes con los niveles altos de confianza comercial y de consumo observados en lo corrido del año, y con el desempeño de sus mercados laborales que han exhibido niveles de contratación altos y de desempleo bajos<sup>1</sup>. Por su parte, la inflación de estos países presentó una dinámica estable, pero con datos inferiores a los objetivos de sus bancos centrales<sup>2</sup>. A diferencia de otras economías desarrolladas, el Reino Unido registró menores tasas de crecimiento, una moderación en los niveles de confianza reportados en las encuestas a comerciantes y consumidores, y una inflación al alza y por encima del objetivo del Banco de Inglaterra (*BoE*)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Durante el trimestre, en EE.UU. se observó, entre otros: i) un crecimiento en su producto para el 2T17 de 3,1%; ii) la confianza del consumidor de la Universidad de Michigan y el PMI manufacturero se encuentran en niveles máximos desde 2004; y iii) la tasa de desempleo se redujo a 4,2%. En la Zona Euro, durante el trimestre, entre otros datos, se observó: i) un crecimiento en su producto para el 2T17 de 2,3%; y ii) niveles confianza del consumidor y de PMI manufacturero en niveles máximos desde 2007 y 2010, respectivamente.

<sup>2</sup>Durante el trimestre, el promedio de la inflación en EE.UU. y la Zona Euro fue de 1,9% y 1,4%, respectivamente.

<sup>3</sup>Durante el trimestre se conoció que el crecimiento de su producto

#### *Cambio en las expectativas sobre política monetaria en las principales economías desarrolladas*

Las proyecciones sobre política monetaria tuvieron un rol central en los mercados financieros durante el trimestre, y su comportamiento presentó una dinámica claramente diferenciada en dos momentos.

Durante julio y agosto, en EE.UU., el Reino Unido y la zona euro, el mercado anticipó una política monetaria más expansiva en el corto y mediano plazo. En EE.UU., este comportamiento en las expectativas del mercado estuvo influenciado por tres factores. En primer lugar, una sucesión de datos de inflación que durante cinco meses resultó inferior a lo previsto por el mercado (Gráfico 1), y una inflación básica descendente durante todo el trimestre<sup>4</sup>. En segundo lugar, algunos comentarios por parte de miembros del *FOMC*<sup>5</sup>, y el contenido de las minutas publicadas para las reuniones de junio y julio de este comité, en donde se mencionaron preocupaciones sobre la convergencia de la inflación a su nivel objetivo y se indicó que los futuros incrementos dependerían de la dinámica en los precios<sup>6</sup>. Por último, la publicación inicial de un dato de crecimiento para el 2T17 inferior a lo esperado por el mercado, y la expectativa frente a los efectos de corto plazo en la economía estadounidense del paso de los huracanes Harvey e Irma<sup>7</sup>.

En el Reino Unido, este comportamiento se explicó por dos datos de inflación inferiores a las expectati-

descendió desde 1,8% en el 1T17 a 1,5% en el 2T17, la inflación promedio fue de 2,8%, el promedio de la confianza de los consumidores descendió y la libra esterlina presentó una depreciación frente a sus principales pares.

<sup>4</sup>El promedio de la inflación básica desestacionalizada entre el 2T17 y el 3T17 descendió de 1,51% a 1,35%

<sup>5</sup>Por las siglas en inglés de del *Federal Open Market Committee*.

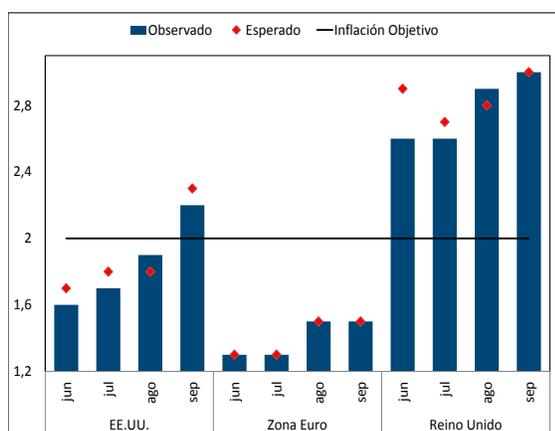
<sup>6</sup>En particular, los comentarios de algunos miembros de este comité hicieron énfasis en que la normalización de la hoja de balance no estaría condicionada a los datos de inflación, mientras que los próximos incrementos en la tasa de fondos federales sí tendrían en cuenta este dato.

<sup>7</sup>La primera publicación del dato de crecimiento en el producto para el 2T17, con su observación de 2,6%, resultó inferior a las proyecciones de los agentes. Con las posteriores estimaciones este dato se incrementó a 3,1%.

vas del mercado (Gráfico 1) y la decisión unánime del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (*BoE*) de mantener inalterada su tasa de referencia<sup>8</sup>. En el caso de la zona euro, ante las indicaciones del *BCE* sobre la decisión de posponer a otoño el anuncio sobre la decisión de incrementar la compra de activos en 2018.

Durante estos meses, el dólar se depreció frente a sus pares y los títulos de los principales mercados de renta fija en economías desarrolladas se valorizaron.

Gráfico 1: Inflación Observada y Esperada en EE.UU., la Zona Euro y el Reino Unido



Fuente: Bloomberg.

En septiembre, el mercado modificó la tendencia de sus expectativas y empezó a anticipar aumentos en las tasas de interés de los principales bancos centrales en el corto y mediano plazo. En el caso de EE.UU., estas proyecciones estuvieron fundamentadas en cuatro eventos: i) la expansión por parte del Congreso del techo de la deuda del gobierno y las proyecciones sobre los efectos positivos de un mayor gasto público en el crecimiento<sup>9</sup>; ii) una inflación para agosto mayor a lo

<sup>8</sup>Contrario a lo observado en junio, en la reunión de agosto del Comité de Política Monetaria del *BoE* por unanimidad se decidió mantener inalterada la tasa de política monetaria.

<sup>9</sup>De acuerdo a las estimaciones de algunos agentes, en caso de que

previsto por el mercado (Gráfico 1); iii) la decisión del *FOMC* en su reunión de septiembre en donde, en línea con la expectativas de los agentes, se indicó que se daría inicio a la normalización de su hoja de balance a partir de octubre, pero contrario a lo previsto por el mercado, se presentó una posición *hawkish* al mantener la proyección de un incremento en la tasa de interés de política en lo restante de 2017 y al no modificar la inflación esperada para 2017<sup>10</sup>; y iv) el comentario de Janet Yellen, la gobernadora de la Fed, sobre la conveniencia de un enfoque gradual en la política monetaria de esta institución y los posible riesgos frente a la estabilidad del mercado laboral de no llevarse a cabo incrementos en la tasa de fondos federales. De igual forma, en el Reino Unido se fortalecieron las proyecciones sobre un incremento en la tasa de política monetaria ante un aumento en la inflación de agosto superior a lo previsto por el mercado (Gráfico 1) y la indicación de que todos los miembros del comité de política monetaria del *BoE* consideran que bajo las condiciones actuales una reducción del estímulo monetario es necesaria para garantizar un retorno sostenible a su nivel objetivo de inflación.

### Riesgo en los mercados accionarios y de renta fija, e incertidumbre política

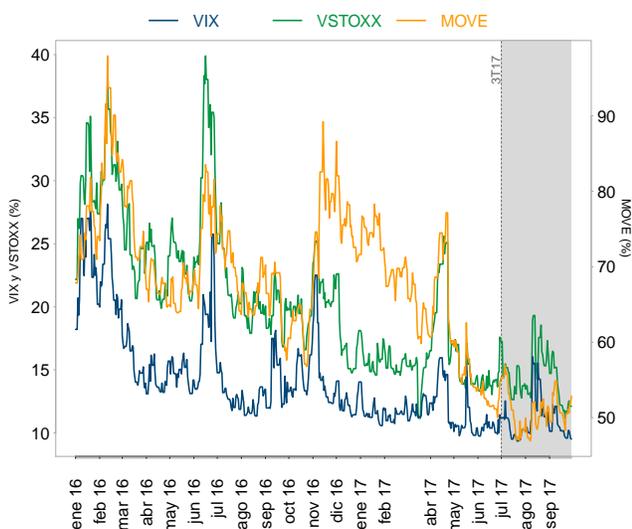
En este periodo la volatilidad de los mercados accionarios internacionales, medida a través de indicadores tales como el *Skew*, el *Vix*, y el *Vstoxx*, fue baja durante julio, y presentó incrementos transitorios en agosto y septiembre ante las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y Corea del Norte, los efectos negativos que se esperaba tuvieran los huracanes Harvey e Irma en la economía estadounidense, la incertidumbre legislativa ante los fallidos intentos de reforma al sistema de salud por parte del Gobierno del presidente Donald Trump y ante la duda sobre la aprobación por parte del Congreso de un incremento al techo de la deuda pública estadounidense (Gráfico 2).

no se llevara a cabo este incremento, los cupos de endeudamiento previamente autorizados hubieran sido suficientes hasta mediados de octubre.

<sup>10</sup>La inflación esperada por el *FOMC* se encuentra en 1,6%.

En los mercados de renta fija, la volatilidad medida a través del *Move* presentó reducciones durante julio y agosto en respuesta a la expectativa del mercado sobre la continuidad de una política monetaria expansiva por parte de la Fed, mientras que a principios de septiembre aumentó una vez el mercado consideró más probable incrementos en el corto plazo sobre la tasa de los fondos federales.

Gráfico 2: Índices de percepción de riesgo Estados Unidos y Europa



Fuente: Bloomberg.

En lo referente a la incertidumbre sobre la política económica se observó una disminución a nivel global y en todas las regiones<sup>11</sup>. En particular, la reducción en estos indicadores fue mayor en Europa que en EE.UU, debido a que en este último país, los intentos fallidos de reforma al sistema de salud y las tensiones con Corea del Norte ante sus amenazas nucleares mantuvieron activa esta clase de incertidumbre.

En los mercados asiáticos, China presentó un crecimiento económico favorable impulsado por el sector de infraestructura y construcción. Sin embargo,

<sup>11</sup>El indicador de incertidumbre política económica de Baker, Bloom y Davis (2016) descendió en promedio entre el 2T17 y el 3T17: i) a nivel global de 183,3 a 141,3; ii) en EE.UU. de 109,4 a 108,3; y iii) en Europa de 240,4 a 165,6.

el Fondo Monetario Internacional ha manifestado sus preocupaciones sobre el endeudamiento de su sector corporativo, en el cual existe una relevante participación gubernamental<sup>12</sup>. En línea con lo anterior, *Standard & Poor's* redujo la calificación crediticia de la deuda pública de este país<sup>13</sup> y el Gobierno chino restringió las inversiones extranjeras directas de sus residentes en sectores específicos. No obstante, durante el trimestre los CDS de China y otras economías asiáticas presentaron disminuciones (*Cuadro 3*).

Gráfico 3: Credit Default Swaps 5 años de países asiáticos



Fuente: Bloomberg.

### Comportamiento del precio de los Commodities

El precio del petróleo se recuperó frente a los niveles observados en el 2T17. Este comportamiento estuvo

<sup>12</sup>De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, la experiencia internacional sugiere que el crecimiento del crédito en China se encuentra en una trayectoria con crecientes riesgos de un ajuste súbito o de una disminución en el crecimiento observado (China's 2017 Article IV consultation).

<sup>13</sup>La agencia calificadoradora redujo la calificación de China desde A+ hasta AA debido a los riesgos generados por el crecimiento en el crédito.

explicado principalmente por proyecciones de mayor demanda de crudo para 2018, especialmente de China, de acuerdo con la OPEP<sup>14</sup> y la Agencia Internacional de Energía<sup>15</sup>, así como por declaraciones de algunos países, que hacen parte del acuerdo de reducción de crudo, de mantener los recortes en la producción. De igual forma, durante julio y agosto, las caídas en los inventarios y en las plataformas de extracción activas de petróleo en EE.UU. disminuyeron las expectativas de oferta de crudo generando incrementos en su precio. No obstante, factores como la llegada de los huracanes Irma y Harvey a las costas de EE.UU (que generaron cierres de refinerías de petróleo) impactaron negativamente los precios del petróleo de manera temporal.

Por su parte, los metales industriales presentaron incrementos en línea con la debilidad de la divisa norteamericana, adicionalmente el comportamiento positivo en el sector de bienes y servicios y en los gastos de infraestructura chinos favorecieron el aumento en sus precios. De igual forma los metales preciosos presentaron incrementos hasta mediados de septiembre y posteriormente caídas en línea con el comportamiento del dólar y los eventos de riesgo geopolítico en Asia.

Los índices de precios agrícolas continuaron disminuyendo durante el trimestre, a pesar de los posibles efectos del fenómeno de la niña y los pronósticos de crecimiento para 2018; esto estuvo explicado por aumentos significativos de la producción en Sudamérica y EE.UU, y a que los balances de la USDA para la mayoría de los productos agropecuarios<sup>16</sup> se expandieron más de lo pronosticado en el primer semestre del año (Cuadro 1).

<sup>14</sup> Organización de países exportadores de petróleo

<sup>15</sup> El 10 de agosto la OPEP señaló que prevé una mayor demanda de crudo en 2018 debido al aumento del consumo mundial. El 13 de septiembre la AIE aumentó sus proyecciones de demanda de crudo en 100.000 barriles diarios frente a lo previamente estimado

<sup>16</sup> Por sus siglas en inglés: Departamento de Agricultura de Estados Unidos.

Cuadro 1: Precio de Productos Básicos (en dólares)

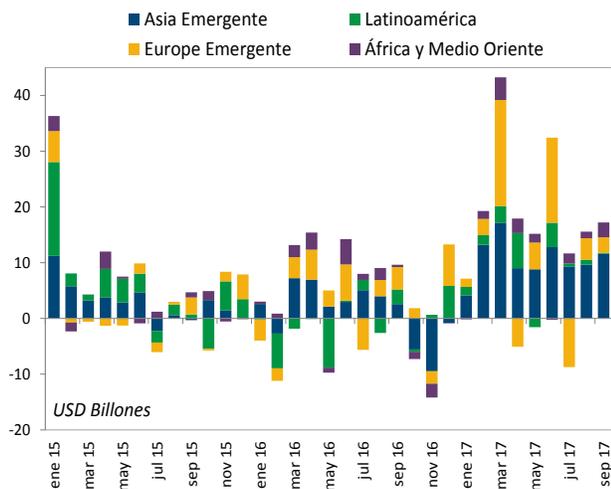
	30 Jun 2017	30 Sep 2017	Variación
Aceite de palma	1090,0	1400,0	28,4%
Pétroleo BRENT	47,9	57,5	20,1%
Níquel	9280	10585	14,1%
Pétroleo WTI	46,0	51,7	12,2%
Aluminio	1909	2111	10,6%
Cobre	5908	6485	9,8%
Azúcar	13,6	14,4	5,2%
Carbón	52,6	54,3	3,2%
Café	1,24	1	3,2%
Cacao	1988,1	2050,4	3,1%
Oro	1241,6	1280,2	3,1%
Soya	942,3	968,3	2,8%
Arroz	11,8	12,0	1,5%
Plata	16,6	16,7	0,2%
Algodón	70,1	69,7	-0,6%
Café Arabigo	149,8	148,0	-1,2%
Hierro	65,0	62,1	-4,5%
Maíz	3,4	3,2	-6,4%
Ganado	118,5	108,2	-8,7%
Trigo	5,0	4,3	-13,2%
<b>CRB INDEX</b>	<b>174,8</b>	<b>183,1</b>	<b>4,8%</b>

Fuente: Bloomberg.

### Flujos de portafolio a economías emergentes

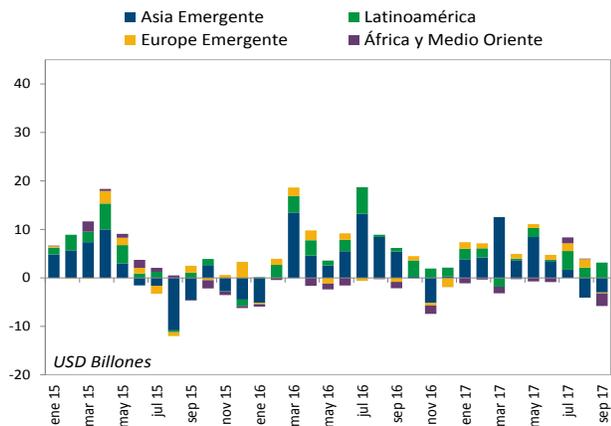
Durante el 3T17 continuaron las entradas de capitales a economías emergentes de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Institute of International Finance (IIF). En el trimestre se presentaron entradas netas de capital de portafolio hacia países emergentes por USD41,3 miles de millones (en el 2T17 se reportaron entradas por USD77,52 miles de millones), de las cuales USD35,7 miles de millones fueron hacia mercados de renta fija y USD5,6 miles de millones hacia el mercado de renta variable (Gráficos 4 y 5). Los flujos de capitales estuvieron explicados principalmente por entradas al mercado de deuda de Asia emergente (USD30,6 miles de millones). Para el caso de Latinoamérica, en este periodo se registraron entradas netas al mercado accionario por USD9,14 miles de millones y entradas netas al mercado de renta fija por USD1,59 miles de millones.

Gráfico 4: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta fija de Economías Emergentes



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

Gráfico 5: Flujos de Capital Extranjero en el mercado de renta variable de Economías Emergentes



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

commodities, las perspectivas sobre la política monetaria de la Fed, factores locales y en menor medida en algunos países por las expectativas sobre las elecciones políticas del otro año. Cabe resaltar que durante las últimas semanas del trimestre este comportamiento se revirtió parcialmente ante el aumento de las probabilidades de un incremento de las tasas de los fondos federales antes de finalizar el año (Gráfico 6).

Gráfico 6: Credit Default Swaps 5 años de América Latina



Fuente: Bloomberg.

Es importante destacar que en Brasil, la disolución de las acusaciones contra el presidente Temer, la aprobación de la reforma laboral y las expectativas del rumbo de la reforma pensional contribuyeron a la disminución de los indicadores de riesgo; mientras que en México las perspectivas favorables sobre las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TCLAN) durante la mayor parte del trimestre favorecieron los indicadores de riesgo, no obstante este comportamiento comenzó a revertirse durante los últimos días del trimestre después de la segunda ronda de negociaciones.

Con respecto al crecimiento del producto, el dato observado del 2T17 fue superior frente al esperado por el mercado para Colombia y Brasil, mientras que fue inferior para Chile y no cambió para Perú y México.

### 3.2 Entorno financiero de los Países de la Región

Los indicadores de riesgo en los países de la región disminuyeron durante el trimestre influenciados principalmente por el incremento en los precios de los

Entre junio y septiembre de 2017, la expectativa de crecimiento para el año en curso aumentó para México y Brasil, y cayó para los demás países de la región (Cuadro 2).

Cuadro 2: Crecimiento 2T17 y Expectativas para 2017

País	Esp. 2T17	Obs. 2T17	Esp. 2017 (Jun. 17)	Esp. 2017 (Sep. 17)
COL	1,20%	1,30%	1,87%	1,70%
BRA	0,00%	0,30%	0,39%	0,70%
CHL	0,98%	0,90%	1,50%	1,40%
MEX	1,80%	1,80%	1,97%	2,10%
PER	2,40%	2,40%	3,00%	2,60%

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg

Adicionalmente, se destaca que en el 3T17 *Standard & Poor's* rebajó la calificación de Chile de AA- a A+ debido a un crecimiento económico débil prolongado que en consideración de la calificadora ha afectado los ingresos fiscales del país, ha contribuido a incrementos en los niveles de deuda del gobierno y ha deteriorado su perfil macroeconómico. Así mismo, *Fitch Ratings* redujo la calificación de Chile de A+ a A, especificando que el periodo de débil crecimiento de Chile está durando más de lo esperado y está contribuyendo a un deterioro sostenido del balance fiscal. Por su parte *Moody's* bajó la perspectiva de la calificación de crédito de Chile de estable a negativa argumentando que el crecimiento doméstico ha experimentado choques estructurales debido a menores precios del cobre y a un declive en la productividad.

Además de la reducción de calificación a Chile durante el 3T17, *Standard & Poor's* retiró la observación negativa de la calificación de Brasil que había realizado el trimestre anterior, argumentando que el escenario político mejoró ligeramente, destacando la aprobación de la reforma laboral y el empeño del Gobierno en impulsar una reforma al régimen de jubilaciones. Así mismo, la calificadora cambió la perspectiva crediticia de México de negativa a estable como consecuencia de una reducción de riesgos en materia de deuda y de pasivos durante los próximos meses. Por su parte *Fitch Ratings* también aumentó su perspectiva de calificación de México de negativa a estable indicando que el riesgo de un escenario perturbador que disminuya la

competitividad de las exportaciones de México se está reduciendo

### 3.3 Política monetaria Internacional

En lo referente a política monetaria, la mayoría de los bancos centrales presentados en el Cuadro 3 mantuvieron su tasa inalterada o la disminuyeron. Los países que redujeron su tasa en mayor proporción fueron Brasil, Bielorrusia y Zambia, mientras que los únicos incrementos durante el trimestre se dieron en Egipto Canadá y República Checa.

Cuadro 3: Comportamiento de algunas tasas de referencia en el mundo

	Jun 2017	Sep 2017	Δ 3T17 (P.b)
Brasil	10,25%	8,25%	-200
Bielorusia	13,00%	11,50%	-150
Zambia	12,50%	11,00%	-150
Colombia	6,25%	5,25%	-100
Rusia	9,00%	8,50%	-50
Perú	4,00%	3,50%	-50
Estados Unidos	1.00-1.25%	1.00-1.25%	0
Japón	-0,10%	-0,10%	0
Zona Euro	0,00%	0,00%	0
Reino Unido	0,25%	0,25%	0
Chile	2,50%	2,50%	0
China	4,35%	4,35%	0
Australia	1,50%	1,50%	0
México	7,00%	7,00%	0
Rep. Checa	0,05%	0,25%	20
Canadá	0,50%	1,00%	50
Egipto	16,75%	18,75%	200

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

## 4 Percepción de Riesgo a Nivel Local

Durante el 3T17, los indicadores de percepción de riesgo a nivel local presentaron una dinámica mixta. En el lado negativo se observaron disminuciones en las perspectivas de crecimiento del PIB, reducciones inesperadas en ventas al por menor y producción industrial, e incrementos en las expectativas de inflación para 2018 (comparando junio frente a septiembre). En el lado positivo, las expectativas de inflación para 2017

descendieron, la confianza del consumidor, industrial y comercial aumentó, los rendimientos esperados en el mercado de renta variable son positivos y los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron.

Gráfico 7: Índices de Confianza



Fuente: Fedesarrollo, con datos de confianza comercial e industrial a noviembre.

En el Gráfico 7 se presentan los índices de confianza de industriales, comerciantes y consumidores que produce Fedesarrollo<sup>17</sup>. Se observa que durante el trimestre los índices de confianza del consumidor, industrial y comercial aumentaron, al pasar entre el 2T17 y el 3T17 desde un promedio de -13,8%, -7,6% y 16% a un promedio de -11,9%, -3,73% y 16,1%, respectivamente. En el caso de la confianza del consumidor este incremento estuvo explicado por mejores expectativas sobre la situación económica en el próximo año. La confianza industrial se incrementó ante mayores volúmenes en los pedidos y mejores expectativas de producción en el próximo trimestre. Por último, la mejora de la confianza comercial estuvo explicada por un dato positivo para el mes de agosto que contrarrestó

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

la tendencia negativa observada desde febrero del presente año; el dato de agosto estuvo principalmente influenciado por una mejor percepción en la situación económica de los negocios y expectativas sobre una situación económica favorable en el próximo trimestre.

En julio, el crecimiento de la producción industrial resultó inferior a las proyecciones de los agentes (obs: -1,9%; esp: -1,5%), mientras que las ventas al por menor coincidieron con las expectativas del mercado (obs: 1%; esp: 1%). Por su parte, en agosto, resultaron sorprendentes y favorables los incrementos en la producción industrial (obs: 6,2%; esp: 4%) y ventas al por menor (obs: 3,1%; esp: 2,6). Por último, en septiembre, resultaron inferiores a las expectativas del mercado los datos de crecimiento en la producción industrial (obs: -3,1%; esp: -1,0%) y ventas al por menor (obs: -1,2%; esp: 1,3%).

El Indicador de Seguimiento de la Economía<sup>18</sup> desestacionalizado para julio se ubicó en 159,6, y tuvo un incremento de 3,0% (esp: 2,6%) frente al año anterior, cuando se ubicó en 154,9.

En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>19</sup> se observó que durante el trimestre, las expectativas de crecimiento para 2017 cayeron desde 1,79% en junio a 1,63% en septiembre (Gráfico 8). Para 2018, las expectativas de crecimiento pasaron de 2,46% en junio a 2,23% en septiembre. Respecto a la inflación, las expectativas para 2017 descendieron de 4,34% en junio a 4,18% en septiembre, mientras que para 2018 aumentaron de 3,54% a 3,64%. De esta forma, la mayoría de los agentes espera que la inflación sea superior a su rango meta en 2017 y que converja a éste en 2018 (Gráfico 9).

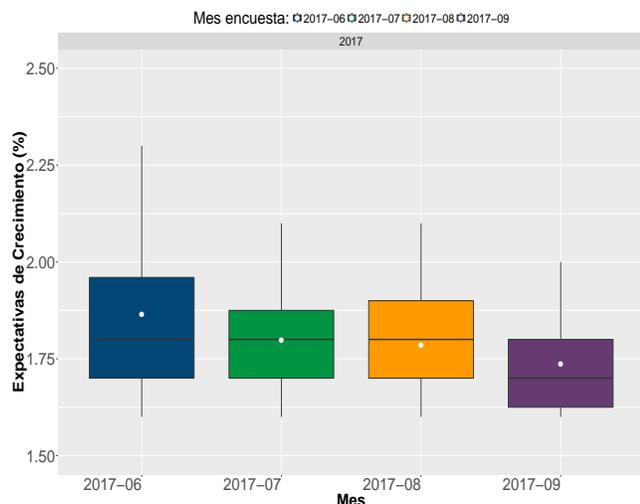
En lo referente al rendimiento esperado en los próximos tres meses del TES que vence en 2024<sup>20</sup> los agen-

<sup>18</sup>El Indicador de Seguimiento a la Economía se publica con dos meses de rezago.

<sup>19</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

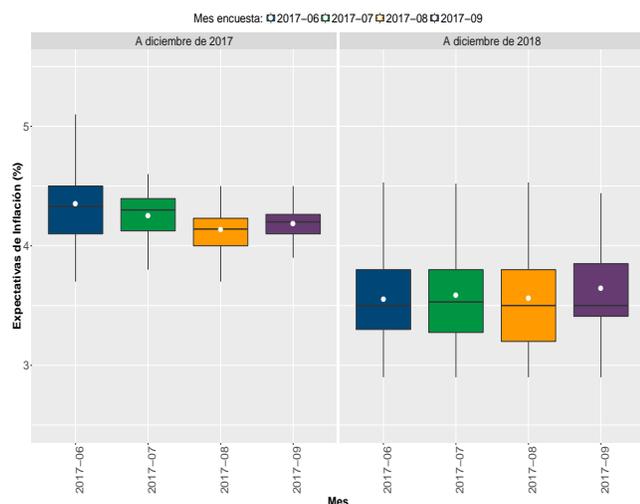
<sup>20</sup>El dato de cada mes se calcula como el valor esperado a partir del punto medio de los rangos que establece Fedesarrollo y la

Gráfico 8: Expectativas de Crecimiento para 2017 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 9: Expectativas de Inflación (EOF)

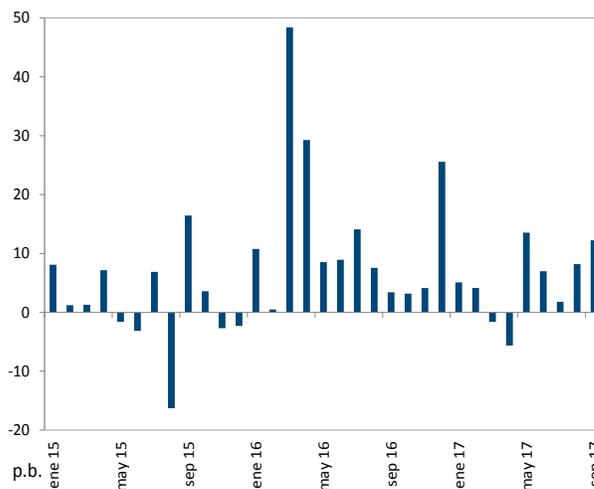


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DODM. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 50% de los datos.

tes esperan desvalorizaciones para el próximo trimestre

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

Gráfico 10: Expectativas a 3 Meses del Movimiento de las Tasas de los TES que Vencen en 2024 (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

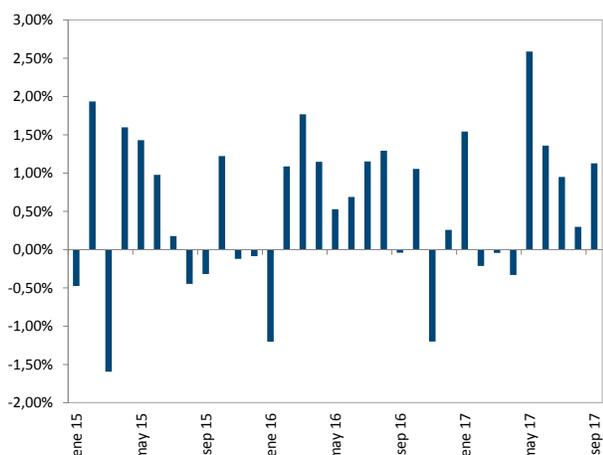
tre (Gráfico 10). En cuanto al rendimiento del COLCAP (a tres meses vista), los agentes mencionaron expectativas de valorizaciones durante todo el trimestre<sup>21</sup> (Gráfico 11).

Respecto a la duración de los portafolios administrados por los agentes se observa que, durante el trimestre, el porcentaje que esperaba que esta medida se incrementara aumentó, mientras que el porcentaje que proyectaba que disminuyera o permaneciera igual se redujo<sup>22</sup> (Gráfico 12).

<sup>21</sup>En la encuestas de julio, agosto y septiembre, los agentes esperaban en promedio valorizaciones del COLCAP de 0,95%, 0,30% y 1,13%, respectivamente.

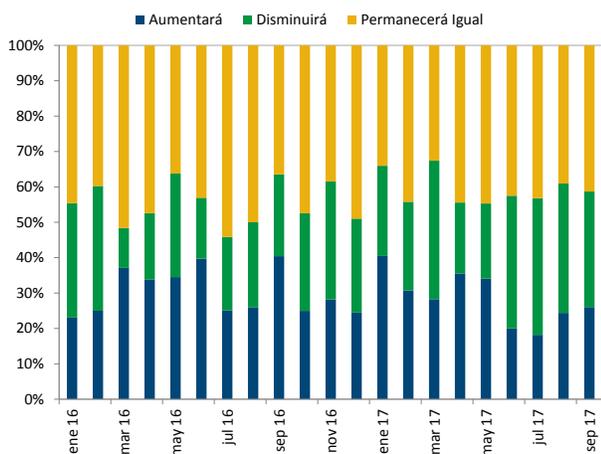
<sup>22</sup>Entre junio y septiembre, el porcentaje de agentes que consideró que la duración aumentaría pasó de 20% a 26,1%, mientras que el porcentaje que consideró que esta medida se reduciría o permanecería igual paso de 80% a 73%.

Gráfico 11: Expectativas a 3 Meses del Rendimiento del Colcap (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Gráfico 12: Expectativas a 3 Meses de la Duración de los Portafolios (EOF)



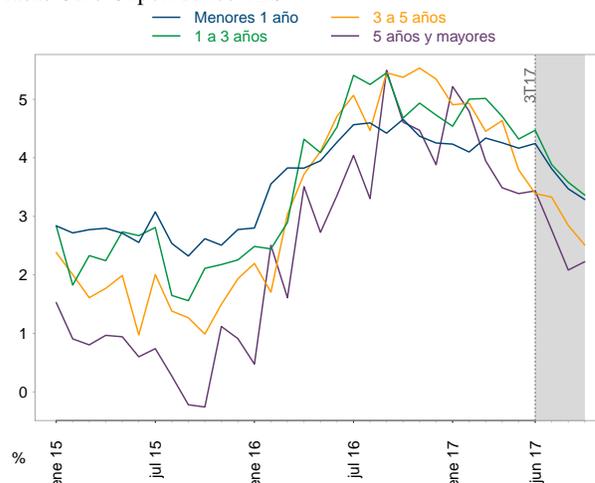
Fuente: Fedesarrollo y BVC.

Finalmente, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES cayeron en todos los plazos<sup>23</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores

<sup>23</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -101 p.b, entre 1 y 3 años: -142 p.b, entre 3 y 5 años: -86 p.b. y 5 años o más: -96 p.b.

promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 3T17, frente al promedio del 2T17, se observó una reducción en todos los plazos (Gráfico 13 y Gráfico 14)<sup>24</sup>.

Gráfico 13: Spread Entre las Tasas Activas Preferenciales y las Tasas Cero Cupón de los TES



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 14: Spread Crediticio - Tasas de Tesorería a 30 Días y Tasa TES 30 días



Fuente: Banco de la República.

<sup>24</sup> En particular, para plazos inferiores a 1 año: -75 p.b, entre 1 y 3 años: -103 p.b, entre 3 y 5 años: -108 p.b. y 5 años o más: -103 p.b.

## 5 Mercado Cambiario

### 5.1 Mercado Cambiario Global

Durante el 3T17, el dólar presentó una depreciación importante frente a la mayoría de sus pares debido al incremento de la incertidumbre política en EE.UU, por las tensiones con Corea del Norte, y por la relación difícil de sus ramas ejecutiva y legislativa, que podrían dificultar la implementación de las reformas económicas del presidente Trump. Estos factores también contribuyeron a la depreciación de la moneda por cuanto moderaron las expectativas del mercado sobre una política fiscal expansiva que pudiera afectar de forma positiva el crecimiento. De igual forma, la debilidad del dólar estuvo explicada por la expectativa de una política monetaria de la Fed menos contractiva en el mediano plazo, en comparación a la de otros países desarrollados. La depreciación del dólar se revirtió parcialmente en los últimos días del trimestre ante las declaraciones del FOMC que fueron percibidas como *hawkish*. (Cuadro 4 y Gráfico 15)

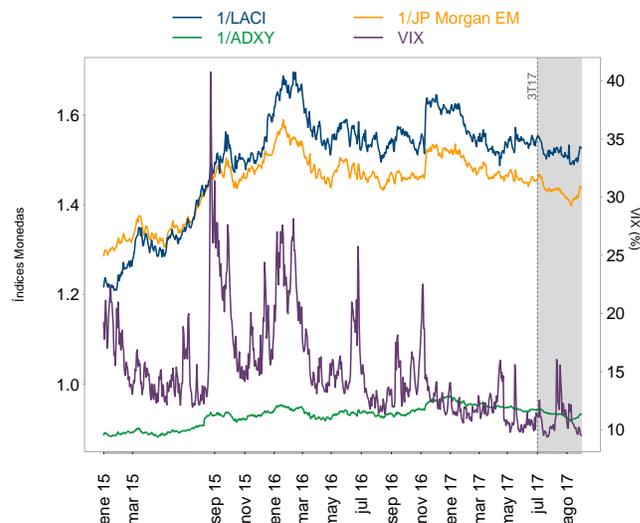
Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense fueron el real brasileño (4,4%), el dólar canadiense (3,8%) y el peso chileno (3,7%), mientras que las que presentaron la mayor depreciación fueron el peso argentino (4,1%), la corona islandesa (4,1%) y el rand sudafricano (3,7%).

Cuadro 4: Depreciación Monedas Frente al Dólar Estadounidense

País	2017	3T 2017	País	2017	3T 2017
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
Zona Euro	-11,0%	-3,3%	Korea del Sur	-4,87%	0,7%
Gran Bretaña	-7,9%	-2,8%	India	-3,9%	1,1%
Australia	-8,0%	-1,8%	Hong Kong	0,71%	0,05%
Nueva Zelanda	-3,8%	1,7%	China	-4,2%	-1,9%
Canadá	-7,2%	-3,8%	Malasia	-5,9%	-1,7%
Dinamarca	-10,9%	-3,2%	Tailandia	-6,9%	-1,9%
Suiza	5,2%	-1,1%	Indonesia	0,0%	1,6%
Japón	-3,8%	0,1%	índice I/ADXY	-4,0%	-0,9%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	0,6%	-1,0%	Islandia	-6,1%	4,1%
Brasil	-2,7%	-4,4%	Rusia	-6,2%	-2,5%
México	-11,9%	0,7%	Polonia	-12,8%	-1,4%
Argentina	9,1%	4,1%	Turquía	1,1%	1,2%
Perú	-2,7%	0,6%	Israel	-7,9%	1,1%
Chile	-4,7%	-3,7%	Sur África	-1,3%	3,7%
índice I/LACI	-4,7%	-1,3%	USTW	-7,99%	-2,7%

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15: VIX vs. Índices de Monedas

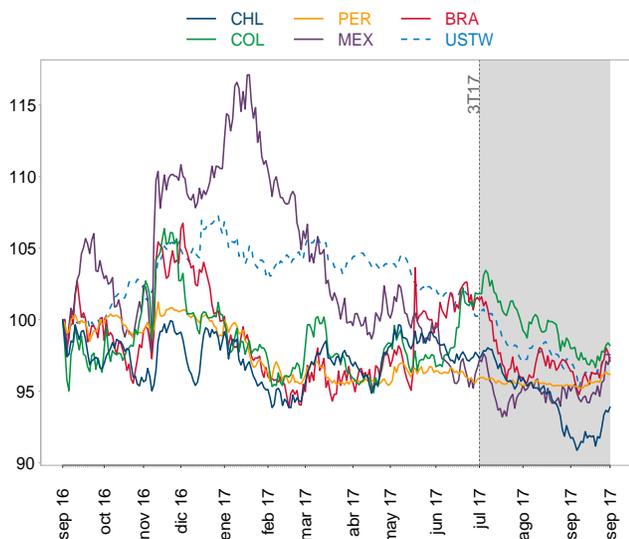


Fuente: Bloomberg.

En América Latina, al igual que en la mayoría de economías emergentes el comportamiento fue mixto, las monedas de Brasil, Chile y Colombia se apreciaron (4,4%, 3,7% y 1,0%), y las de México y Perú se mantuvieron relativamente estables (0,7% y 0,6%) (Gráfico 16). Este comportamiento estuvo explicado principalmente por el comportamiento de la divisa norteamericana a nivel global, la dinámica del precio de las materias primas, factores políticos locales de cada país y decisiones en materia de intervención cambiaria.(Cuadro 1).

Para el real, las apreciaciones estuvieron favorecidas principalmente por un aumento en las expectativas de la pronta implementación de políticas que son importantes para fortalecer la economía y su mercado laboral; mientras que para el peso chileno el comportamiento de la divisa estuvo explicado por un contexto macroeconómico favorable con caídas sorpresivas en los niveles de inflación y un incremento en el precio del cobre de 9,8%. Por su parte, el peso colombiano presentó apreciaciones en línea con el incremento del precio del petróleo y la monetarización de divisas por parte de empresas de telecomunicaciones.

Gráfico 16: Tasas de Cambio LATAM



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

De otra parte las monedas de Perú y México presentaron ligeras depreciaciones en el trimestre, en el caso de Perú el comportamiento obedece a las compras realizadas en el mercado de contado por el Banco Central y el escándalo de Odebrecht, que contrarrestaron los incrementos en los precios de los metales industriales; mientras que en México la moneda presentó un comportamiento en línea con las expectativas sobre las negociaciones del TLCAN, las cuales fueron favorables hasta mediados de septiembre, lo que representó valorizaciones en la moneda local, y posteriormente fueron desfavorables lo que generó una corrección a la baja de la moneda mexicana.

En cuanto a intervención cambiaria, se destaca que el Banco Central de Brasil renovó la totalidad de los *swaps* cambiarios tradicionales<sup>25</sup> con vencimiento en julio y agosto (en septiembre no se presentaban vencimientos de *swaps*), por lo que su intervención en el periodo fue mínima en relación a los trimestres ante-

<sup>25</sup>Los *swaps* cambiarios tradicionales corresponden a instrumentos en el cual el Banco Central se compromete a pagar la variación de tasa de cambio y recibe a cambio la variación de la tasa de interés interbancaria, lo cual aumenta la posición corta en dólares del Banco.

rios, no obstante durante septiembre renovaron parcialmente los *swaps* cambiarios con vencimiento en octubre. Por su parte, el Banco Central de Perú permitió que se vencieran la totalidad de *swaps* cambiarios disminuyendo su stock a cero e intervino mediante compras en el mercado de contado en mayor proporción que los dos trimestres anteriores. Por otro lado, el Banco Central de México renovó la totalidad de las subastas de contratos de venta *forward* (NDF) con vencimientos entre julio y septiembre y realizó ventas al gobierno federal.

En el Cuadro 5 se presentan las compras netas de dólares por intervención cambiaria realizadas por los Bancos Centrales de los países de la región en el mercado de contado, y en el Cuadro 6 se muestra el cambio en el balance de los bancos centrales por la implementación de instrumentos de intervención cambiaria diferentes a compras o ventas en el mercado de contado<sup>26</sup>. Por su parte, en el Cuadro 7 se presenta la variación total del balance de los bancos centrales por la implementación de los diferentes mecanismos de intervención cambiaria.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
Jul.	0	920	0	0	0
Ago.	0	1506	0	0	0
Sep.	0	1114	0	0	0
<b>3T17</b>	<b>0</b>	<b>3540</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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

Con respecto al promedio registrado en el 2T17, en el 3T17 la volatilidad promedio disminuyó para todas las monedas de la región. El real brasileño presentó, en promedio, la mayor volatilidad seguida por el peso mexicano, el peso colombiano, el peso chileno y el sol peruano, que continúa siendo la moneda menos volátil de la región (Gráfico 17).

<sup>26</sup>En el caso del Banco Central de Perú se refiere a los CDR y a los *swaps* cambiarios, en el de Brasil a los *swaps* cambiarios y en el de México a las operaciones con el Gobierno Federal y a renovaciones de contratos de venta *forward*.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil**	México*
Jul.	0	170	0	-2	-1325
Ago.	0	0	0	-4	-999
Sep.	0	0	0	0	-46
<b>3T17</b>	<b>0</b>	<b>170</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-2370</b>

**Fuente:** Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD millones. \*Desde Septiembre de 2015 la información que publica el Banco Central de México es semanal. Cuando el mes termina en lunes o martes los datos de esos días se incluyen en el mes siguiente, mientras que cuando el mes termina en otro día de la semana, todos los datos de esa semana se incluyen en ese mes.

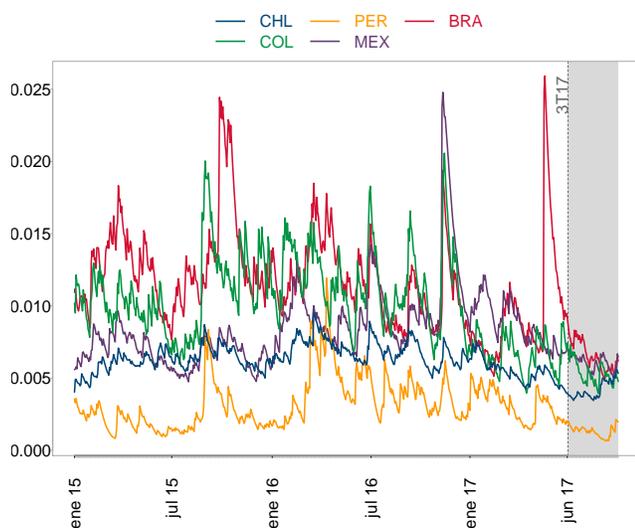
\*\*El valor de los swaps cambiarios en Brasil se incluyen en el mes en que comienza la causación de los swaps y no en el mes que se realiza la subasta.

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

	Colombia	Perú	Chile	Brasil	México
<b>1T17</b>	<b>0</b>	<b>1694</b>	<b>0</b>	<b>4585</b>	<b>-3360</b>
<b>2T17</b>	<b>0</b>	<b>396</b>	<b>0</b>	<b>-5789</b>	<b>-786</b>
<b>3T17</b>	<b>0</b>	<b>3710</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-2370</b>

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

**Gráfico 17:** Volatilidad Condicional de las Tasas de Cambio LA-TAM

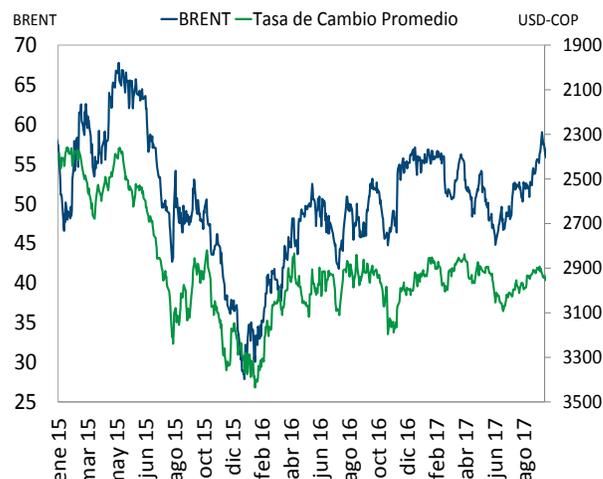


**Fuente:** Bloomberg. Cálculos: DODM

## 5.2 Mercado Cambiario Colombiano

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre del 2017, el peso colombiano se apreció 3,7% (1,7% en junio, 1,7% en julio y 0,4% en agosto)<sup>27</sup> y su evolución estuvo influenciada principalmente por el comportamiento del precio del petróleo, por la debilidad del dólar a nivel global y por la monetización de divisas por parte de empresas de telecomunicaciones a finales de agosto (Gráficos 18 y 19).

**Gráfico 18:** Precio del petróleo frente al peso colombiano



**Fuente:** Bloomberg y Set-FX.

La Posición Propia de Contado (PPC)<sup>28</sup> de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se ubicó al 29 de septiembre de 2017 en USD1752 millones y el promedio diario del trimestre en USD2041 millones, superior al promedio diario observado en el 2T17 que fue de USD1900 millones (Gráfico 20).

<sup>27</sup>Cálculos realizados con la tasa promedio de SETFX.

<sup>28</sup>La PPC se calcula excluyendo del total de derechos y obligaciones en moneda extranjera (m/e): (i) las inversiones en m/e de carácter permanente, (ii) algunas operaciones de endeudamiento (estipuladas en la reglamentación), (iii) las posiciones en operaciones de derivados, (iv) las contingencias por opciones y por otros conceptos, y (v) los activos y pasivos que a pesar de ser denominados en m/e se liquiden en moneda legal.

Gráfico 19: COP/USD - LACI - VIX

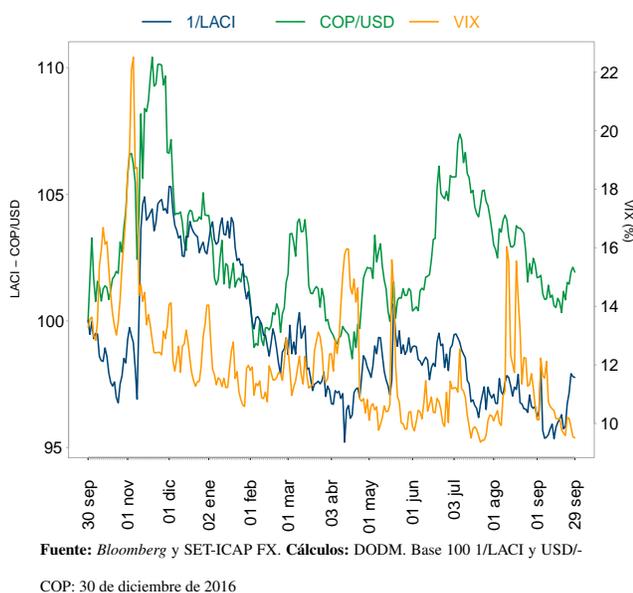
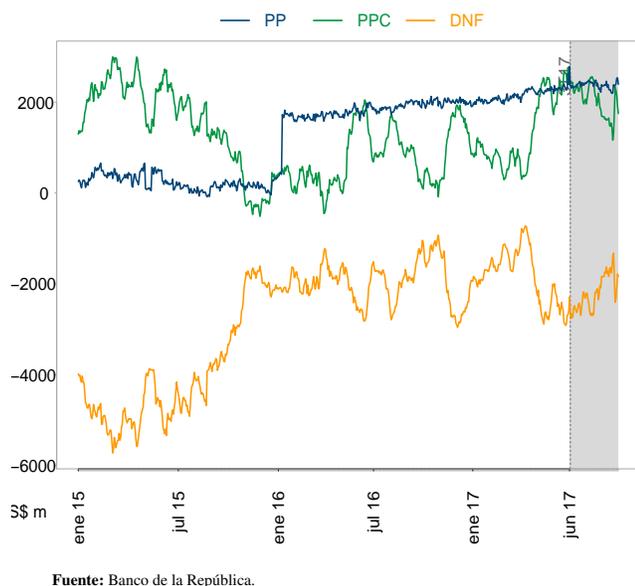


Gráfico 20: Posición Propia de Contado, Posición Propia y Obligaciones Netas a Futuro



En el mercado *spot* peso-dólar el promedio diario de negociación y el monto total negociado en el 3T17 se ubicaron por debajo de los niveles presentados en el

2T17 y en el 2016. En particular, el promedio diario en el 3T17 fue de USD1241 millones, frente a un promedio en 2016 de USD1316 millones y en el segundo trimestre del año de USD1314 millones. Respecto al monto total negociado, este ascendió a USD75.659 millones, frente a un promedio trimestral en 2016 de USD80.717 millones<sup>29</sup>.

De otra parte, en el mercado *forward* peso-dólar<sup>30</sup>, el monto promedio diario negociado en el trimestre alcanzó máximos históricos en septiembre (USD1775 millones), y el promedio del trimestre (USD1716 millones) se ubica por encima de los niveles observados en el resto del año. No obstante, el monto total negociado fue inferior al del 2T17 (USD 104.790 millones vs. USD109.481 millones)<sup>31</sup>.

Las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) pasaron de USD15,8 miles de millones en el 2T17 a USD19,9 miles de millones en el 3T17 (Gráfico 21), y la posición abierta de los *forwards* de tasa de cambio al 30 de junio ascendió a USD5,49 miles de millones.

Durante el 3T17 se negociaron un total de 72.052 futuros de TRM<sup>32</sup>, volumen superior al negociado durante el 2T17 (71.514 contratos), por un monto total de USD3.603 millones. Al 30 de septiembre de 2017 la posición abierta era de 1.985 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>33</sup>, se negociaron un total de 28.266 contratos, volumen superior al negociado en el trimestre anterior (24.197 contratos) por un total de USD141,3 millones (Gráfico 21). La posición abierta de mini futuros al 30 de septiembre era de 622 contratos, la mayoría con vencimiento en octubre.

<sup>29</sup>Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

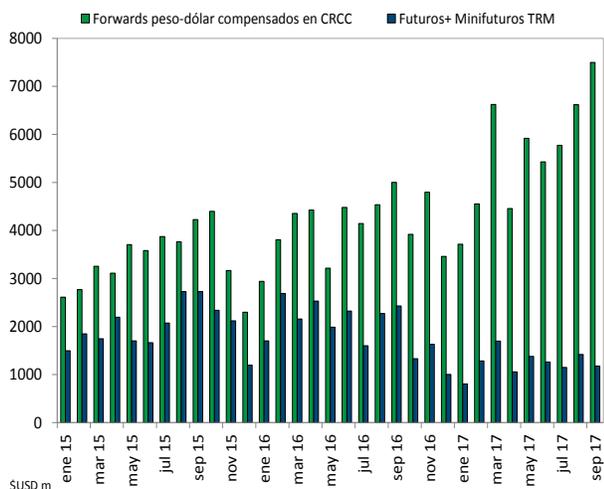
<sup>30</sup>Incluyendo el flujo a futuro de las operaciones *swap* peso-dólar.

<sup>31</sup>Fuente: Banco de la República.

<sup>32</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD50.000.

<sup>33</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD5000.

Gráfico 21: Forwards y Futuros CRCC



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>34</sup>, en el 3T17 la cuenta corriente registró salidas netas de divisas por USD185 millones, lo que se explica por salidas netas de USD331 millones en la balanza comercial y por reintegros por USD146 millones en la balanza de servicios y transferencias. De otra parte, se presentaron reintegros netos de divisas en la cuenta de capital por USD467 millones, que resultan de salidas netas de capital privado por USD1820 millones y de reintegros netos de capital oficial por USD1014 millones y de otras operaciones especiales por USD1273 millones.

En la cuenta de capital privado se presentaron entradas de divisas por inversión extranjera directa neta de USD3180 millones<sup>35</sup>, por inversión extranjera de portafolio neta<sup>36</sup> de USD109 millones, y por préstamo

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

<sup>35</sup>De estos flujos, USD701 millones se presentaron en julio, USD676 millones en agosto y USD1803 millones en septiembre.

<sup>36</sup>Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

neto de USD971 millones, mientras que el rubro de operaciones especiales del sector privado presentó salidas de divisas<sup>37</sup> de USD6081 millones. Frente a los flujos presentados en el 2T17, se destaca un aumento en los ingresos por inversión extranjera directa neta (USD3.180 millones vs USD2.508 millones) y en las salidas de operaciones especiales (USD6081 millones vs. USD4836 millones), y una reducción en los flujos por inversión de portafolio neta (USD109 millones vs USD360 millones).

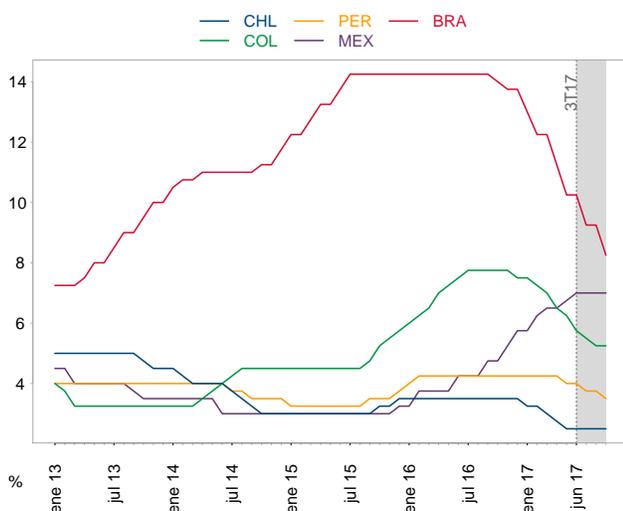
## 6 Mercado Monetario y Renta Fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

A lo largo del trimestre los bancos centrales de Colombia, Perú y Brasil recortaron sus tasas de intervención, mientras que en Chile y México las tasas se mantuvieron inalteradas. En Brasil se dio la reducción más pronunciada de la región, recortando 100 puntos básicos (p.b.) en julio y 100 p.b. adicionales en septiembre, para así alcanzar un nivel mínimo en la tasa de interés de referencia de 8,25 % en los últimos cuatro años. En el caso de Perú, en cada una de las reuniones de julio y septiembre, el banco central recortó su tasa de interés en 25 p.b. para así terminar el trimestre en 3,50 %. Por su parte, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) recortó la tasa de intervención en 25 p.b. en cada una las dos primeras reuniones del trimestre, pero la mantuvo inalterada en su reunión de septiembre. (Gráfico 22 y Cuadro 8).

<sup>37</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

Gráfico 22: Tasas de Referencia Países Latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Variaciones Tasas de Referencia y Tasa de Política Monetaria (TPM) a septiembre de 2017 para Latam

País	Variación 3T17*	TPM Sep-17**
COL	-50,0	5,25 %
CHL	-	2,50 %
PER	-50,0	3,50 %
BRA	-200	8,25 %
MEX	-	7,00 %

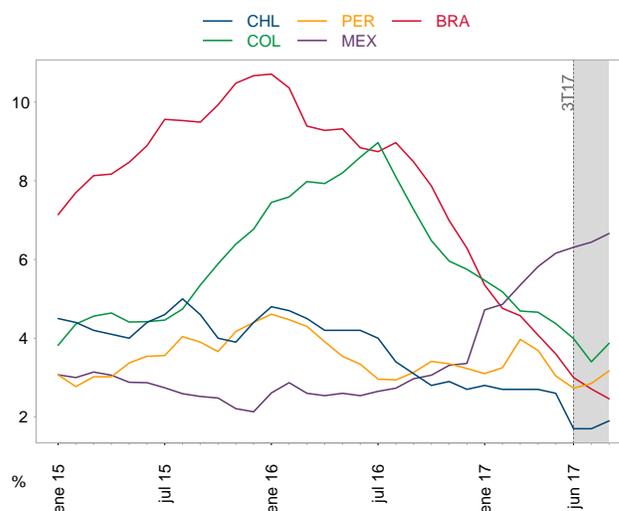
Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 30 de septiembre y el del 30 de junio de 2017.

\*\* Nivel al 30 de septiembre de 2017.

Las decisiones de política monetaria se dieron en un contexto en el cual la inflación anual se situó dentro del rango meta para los países analizados, con excepción de México, donde estuvo por fuera durante todo el trimestre. (Gráfico 23). Cabe destacar que desde febrero de 2015, el indicador no se encontraba dentro del rango meta.

Gráfico 23: Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg. Variación Porcentual 12 meses.

En Colombia la inflación bajó en julio, pero aumentó en las dos lecturas restantes del trimestre, situándose en 3,97% al final del periodo. Por su parte, la inflación en Chile se mantuvo inalterada en 1,70% durante julio, para luego aumentar 20 p.b. en agosto y caer 40 p.b. en septiembre, quedando situada en 1,50%. En México y Perú la inflación tuvo un comportamiento similar, aumentando en los dos primeros meses pero disminuyendo en septiembre, para situarse en 6,35% y 2,94% respectivamente. Por su parte, el comportamiento del indicador en Brasil fue contrario al de México y Perú, disminuyendo en julio y agosto pero repuntando hasta 2,54% en septiembre. (Cuadro 9).

Cuadro 9: Inflación Año Completo y Meta de Inflación 2017

País	Anual Jun 2017	Anual Sep 2017	Rango meta 2017*
COL	3,99 %	3,97 %	2,0% - 4,0%
BRA	3,00 %	2,54 %	3,0% - 6,0%
CHL	1,70 %	1,50 %	2,0% - 4,0%
MEX	6,31 %	6,35 %	2,0% - 4,0%
PER	2,73 %	2,94 %	1,0% - 3,0%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

\* De acuerdo con lo informado por los bancos centrales al 30 de septiembre de 2017.

Al analizar por país, en Brasil, el banco central decidió recortar su tasa por cuarta vez consecutiva en su última reunión del tercer trimestre de 2017, aunque aclaró que moderará la intervención en sus próximas reuniones a medida que la tasa de interés se vaya acercando a su nivel neutral. Desde el inicio de su ciclo de expansión en octubre de 2016, el banco central ha acumulado recortes en su tasa en 600 p.b. Cabe anotar, que en lo corrido del año en curso, las seis reducciones en la tasa de interés de referencia han sumado 550 p.b.

En Perú, en julio y septiembre, los recortes de la tasa de interés se justificaron por una actividad económica que continúa por debajo de su potencial, sumado a que las expectativas y niveles observados de inflación han caído más de lo esperado. Con esto, en lo corrido del año el banco central ha recortado su tasa de interés de referencia en 75 p.b. Sin embargo, el banco declaró que espera una recuperación de la actividad económica gracias a un mayor gasto del gobierno y privado.

El Banco Central de Chile<sup>38</sup> mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia a lo largo de todo el trimestre en 2,50%. Para dicho lapso, en los comunicados de prensa de sus reuniones ha reiterado su postura neutral, y ha justificado sus decisiones en materia de política monetaria por un escenario favorable en el entorno internacional sumado al buen comportamiento de los precios de los commodities, especialmente del cobre, que es su principal bien de exportación.

Por último, a nivel local, la JDBR redujo su tasa de política monetaria 25 p.b. en cada una de sus reuniones de julio y agosto, mientras que la dejó inalterada en la sesión de septiembre. De esta manera la tasa de referencia se situó al final del tercer trimestre en 5,25%. Para sus decisiones, en las dos primeras reuniones del trimestre, la JDBR tuvo en cuenta *la debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración más allá de la compatible con el deterioro en la dinámica del ingreso originado por la caída en los precios del petróleo, sumado a la incertidumbre so-*

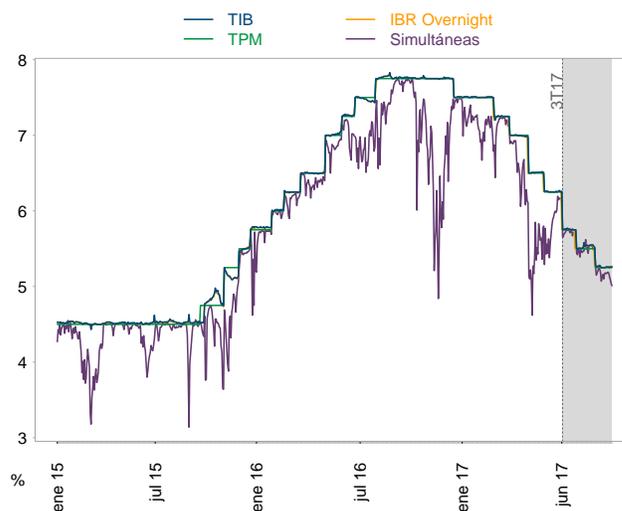
<sup>38</sup>El 6 de septiembre la entidad anunció que modificará su esquema de reuniones de política monetaria, pasando de realizar 12 reuniones anuales a 8.

*bre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3%.* En su sesión de septiembre la Junta mencionó que algunos indicadores sugieren que el valor real de la tasa de interés de referencia estaría cerca a su nivel neutral.

## 6.2 Mercado Monetario Colombiano

En el 3T17 las tasas del mercado monetario no colateralizado (IBR overnight y TIB) permanecieron en niveles similares al de la tasa de política del BR. Por su parte, la tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de interés de referencia durante la mayoría de días del trimestre, a excepción de la segunda mitad de agosto, cuando se ubicó por encima de la TPM 9 días diferentes. Su comportamiento fue relativamente estable teniendo en cuenta que a lo largo del trimestre el promedio del spread calculado entre la TPM y la tasa de simultáneas fue de 4,5 p.b. El comportamiento de esta variable fue diferente cada mes: el spread promedio en julio fue de 4 p.b., luego en agosto fue de 0,14 p.b. y finalmente en septiembre fue de 10 p.b. (Gráfico 24).

Gráfico 24: Tasa Referencia BR, TIB e IBR (1 día)



Fuente: Banco de la República.

Durante julio las condiciones de liquidez del mercado fueron holgadas. El principio del mes se caracterizó porque algunas entidades estaban sobreencajadas, con lo que necesitaban reducir su saldo en la cuenta de depósito del BR. Al final del mes se presentó el pago de cupones de los TES en pesos que vencen en julio de 2020 y julio 2024. La mayoría de operaciones se pactaron a tasas cercanas a la TPM, tanto en el mercado de simultáneas como en el interbancario no colateralizado. A mediados del mes se llevó a cabo el traslado de impuestos (retefuente e IVA) a la DGCPTN, cuyos depósitos en el banco se incrementaron en \$1,1 billones. Esto se vio contrastado con la reducción en \$1,5 billones al final del mes causada por los pagos al Sistema General de Participaciones por Educación.

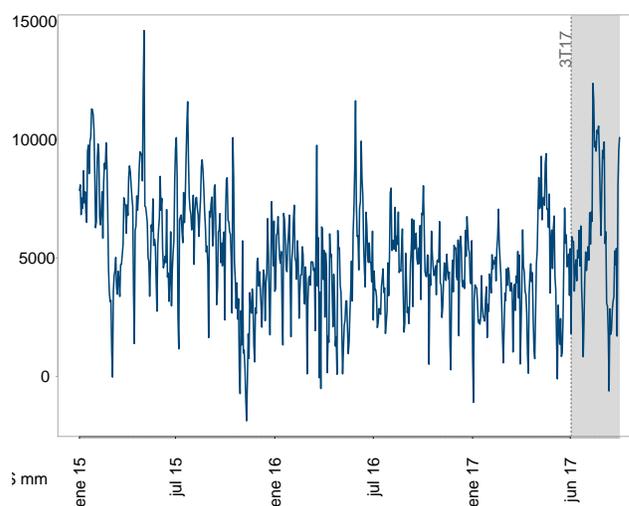
En agosto el mercado presentó bajo dinamismo por la baja oferta de recursos en la mayoría de los días. Durante la primera mitad del mes, se observó que las entidades con disponibilidad de recursos realizaron menos operaciones para aumentar su saldo en la cuenta de depósito en el BR como parte de su estrategia de encaje. Con esto, las necesidades de liquidez de las entidades disminuyeron. La segunda mitad del mes se caracterizó por el bajo nivel de liquidez disponible. Las entidades demandantes de recursos manifestaron la dificultad que hubo para conseguir recursos por montos importantes a tasas cercanas a la TPM, pues la oferta era baja y las contrapartes estaban dispuestas a colocar recursos a tasas en promedio 25 p.b. sobre la TPM. El alto nivel de la TIB con respecto a la TPM se observó durante todo el mes, alcanzando un spread máximo de 80 p.b. el día 11. Lo anterior desincentivó la participación de entidades deficitarias de recursos en el mercado de simultáneas por cuanto las subastas del BR resultaron más atractivas. En comparación con las semanas anteriores, en la última semana del mes disminuyeron el promedio diario negociado en simultáneas, el promedio del monto diario negociado en interbancarios overnight y la utilización promedio del cupo de la subasta de repos del BR. Cabe destacar que durante las dos últimas semanas del mes la DGCPTN recibió ingresos importantes correspondientes al proceso de traslado de impuestos. Con esto, sus depósitos en el BR estuvieron sobre \$29 billones, cifra que no se

alcanzaba desde mayo de 2016.

El bajo dinamismo observado a finales de agosto continuó en la primera semana de septiembre. En efecto, agentes con necesidades de liquidez manifestaron que la oferta de recursos fue escasa y costosa. Pese a lo anterior, algunos agentes deficitarios lograron reducir la presión de liquidez al poder tomar recursos en las operaciones de repo del BR. A mediados del mes las condiciones de liquidez fueron más holgadas debido al pago de cupón del título con vencimiento en septiembre de 2019 por \$969 mm y el vencimiento de un TCO el 12 de septiembre por 2,5 billones.

Por otra parte, la posición del BR con el sistema financiero fue acreedora en todos los días del trimestre con excepción del 12 de septiembre de 2017, en el cual se ubicó en -\$105 mm y a su vez correspondió al dato mínimo durante el 2T17. Por su parte, el máximo nivel de la posición se observó el 14 de agosto, registrando un nivel de \$12.367 mm. La posición cerró en \$10.084 mm el 29 de septiembre (Gráfico 25).

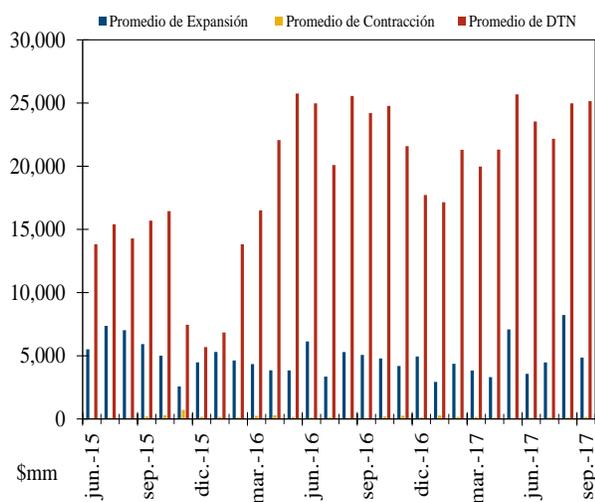
Gráfico 25: Posición neta del BR en el Mercado Monetario



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, respecto al promedio diario de los saldos de la Tesorería de la Nación, este pasó de \$23.537 mm al cierre del 2T17 a \$25.151 mm al finalizar el 3T17 (Gráfico 26).

Gráfico 26: Promedio Mensual de Saldos Diarios 2016 - 2017



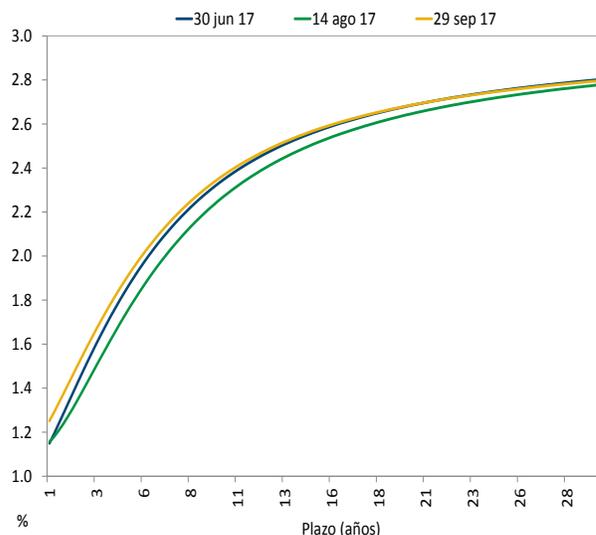
Fuente: Banco de la República.

### 6.3 Mercado de Deuda Pública

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

En el 3T17 la curva de rendimientos de los bonos del tesoro de los EE.UU. presentó desvalorizaciones, principalmente en el tramo corto. Esto se explicó por varias señales positivas de la economía estadounidense que reforzaron los pronósticos de una política monetaria menos expansiva en el corto plazo. Adicionalmente, la evolución de las expectativas acerca de la normalización de la hoja de balance por parte de la Fed, luego de que en junio se indicaran los términos en los cuales se iba a conducir. Lo anterior concluyó en septiembre luego del anuncio de este organismo de que esta iniciaría en octubre (Gráfico 27).

Gráfico 27: Curva Cero Cupón EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

Con respecto a los títulos de deuda pública interna de los países de la región, al comparar sus tasas de finales de junio con las del cierre de septiembre de 2017, se observaron valorizaciones para Brasil y Perú, y desvalorizaciones en los casos de Chile y México (Gráfico 28).

La curva de rendimientos de Perú se empinó, registrando valorizaciones a lo largo de toda la estructura a término. Las mayores valorizaciones de los tramos corto y medio estuvieron influenciadas por la reducción en 50 p.b. en la tasa de política monetaria por parte del Banco Central, mientras que los tramos medio y largo reflejaron datos macroeconómicos positivos. En particular, en agosto se registró un aumento del superávit comercial y de la producción debido a una mayor demanda externa<sup>39</sup> y en septiembre se ob-

<sup>39</sup>El 3 de agosto se conoció que el superávit comercial pasó a USD 582 millones (ant: USD 185 millones). El 15 de agosto se publicó el dato de producción nacional para junio, la cual aumentó 3,64%, principalmente ante el incremento de 31,5% en las exportaciones. El 23 de agosto se publicó el PIB del 2T17 con un crecimiento del 2,4% (anterior: 3,4%; esperado: 3,5%), superior a las expectati-

servaron datos favorables del mercado laboral<sup>40</sup>.

En el caso de Brasil, también se observó un empujamiento de la curva de rendimientos y valorizaciones en toda la curva. Las mayores valorizaciones de los tramos corto y medio fueron el resultado de los recortes de la tasa de interés de referencia<sup>41</sup>, así como de la reducción de la inflación de 3% en junio a 2,54% en septiembre. Por su parte, el comportamiento de los bonos de largo plazo reflejaron un entorno macroeconómico favorable y una menor incertidumbre política a lo largo del periodo. En julio se conoció que la producción industrial en mayo creció 4% anual<sup>42</sup>, la cuenta corriente presentó por cuarto mes consecutivo un dato positivo<sup>43</sup> y se observó una inversión extranjera directa superior a las expectativas<sup>44</sup>. Además, ese mismo mes el *Comité Constitucional de la Cámara Baja* rechazó las acusaciones por corrupción del Fiscal General en contra del Presidente Temer y fue aprobada la reforma laboral. En septiembre, se destacó la reducción en la tasa de desempleo<sup>45</sup>, el dato de crecimiento del PIB del 2T17<sup>46</sup>, los incrementos en la producción industrial<sup>47</sup> y el incremento en las ventas al por menor<sup>48</sup>.

Por otra parte, la curva de rendimientos de México se desvalorizó, principalmente en el tramo corto. Lo anterior estuvo en línea con los *Treasuries* y con las expectativas de una inflación por encima del 6% en los próximos 6 meses, tal como lo indicó el Banco Central de este país en sus minutas publicadas en agosto. Además, algunos agentes del mercado preveen un menor crecimiento en los próximos dos trimestres como resultado del terremoto en Ciudad de México (ocurri-

vas y a su observación anterior (esperado: 2,4%; anterior: 2,1%).

<sup>40</sup>La tasa de desempleo para agosto fue 6,7%, mientras el mercado esperaba un 6,8%.

<sup>41</sup>200 p.b. durante el periodo.

<sup>42</sup>Nivel no observado desde principios de 2014 y superior a la proyección del mercado de 3,1%.

<sup>43</sup>Observado: USD 1,3 miles de millones.

<sup>44</sup>Observado: USD 4 miles de millones; esperado: USD 2,8 miles de millones; ant: USD 2,9 miles de millones.

<sup>45</sup>Observado: 12,8%; esperado: 13%; anterior: 13%.

<sup>46</sup>Observado: 0,2%; esperado: 0%; anterior: 1%.

<sup>47</sup>Observado: 2,5%; esperado: 1,8%; anterior: 0,6%.

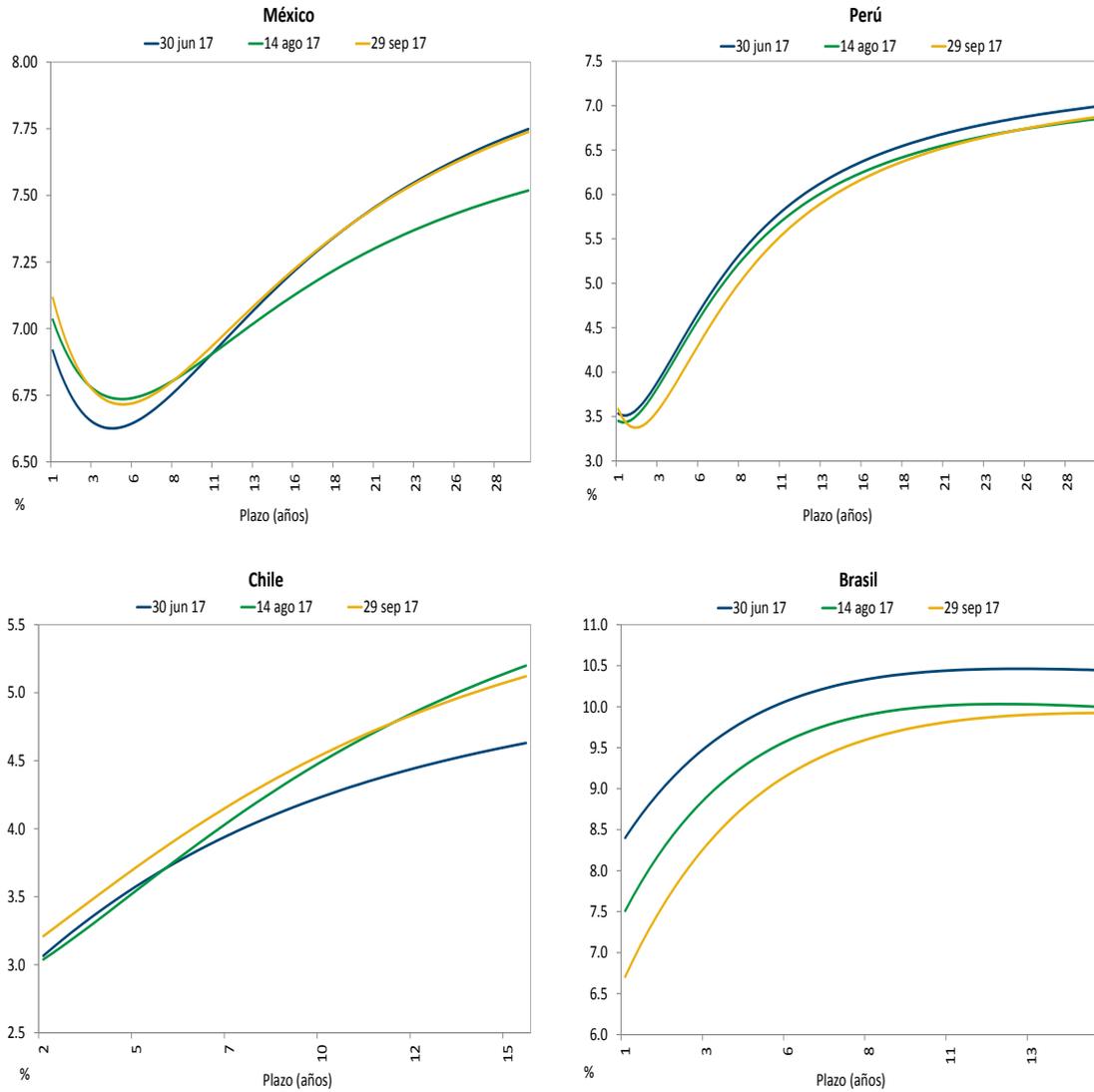
<sup>48</sup>Observado: 5,8%; esperado: 4,9%; anterior: 4,3%.

do el 19 de septiembre).

La curva de Chile registró desvalorizaciones durante el periodo. Lo anterior reflejó principalmente las proyecciones de un menor crecimiento<sup>49</sup> y los recortes en la calificación crediticia del país. Específicamente, en julio la agencia calificadora *Standard & Poor's* redujo la calificación de la deuda soberana de Chile de AA- con perspectiva *negativa* a A+ con perspectiva *estable*; mientras que en agosto *Fitch Ratings* redujo su calificación de la deuda soberana de A+ con perspectiva *negativa* a A con perspectiva *estable*, y *Moody's*, aunque mantuvo su calificación en Aa3, redujo la perspectiva de *estable* a *negativa*. En general estas decisiones fueron soportadas por un periodo prolongado de datos débiles de esta economía.

<sup>49</sup>El Gobierno de este país anunció, el 10 de julio, que su pronóstico de crecimiento para finales de 2017 descendió de 2,25% a 1,5%.

Gráfico 28: Curvas Cero Cupón Países de la Región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República

### 6.3.2. Deuda Pública Interna de Colombia

Entre el 30 de junio y el 30 de septiembre el saldo de TES clase B en el mercado pasó de \$242,8 billones a \$252,5 billones. En el 3T17 se emitieron \$12,5 billones<sup>50</sup> de TES de largo plazo de los \$33,4 billones aprobados para 2017. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado (rotativo) para 2017 es de \$13 billones y al 30 de septiembre se expidieron \$7,7 billones.

Entre los eventos relevantes para el mercado de deuda pública local durante el 3T17 se destaca que el 12 de Julio el Ministerio de Hacienda y Crédito Público anunció una modificación en el cupo de colocación semanal por subastas para TES pesos y UVR, de tal forma que lo redujo de \$700 mm a \$600 mm para TES pesos y de \$350 mm a \$300 mm para TES UVR, manteniendo la meta total de colocaciones establecida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo para 2017.

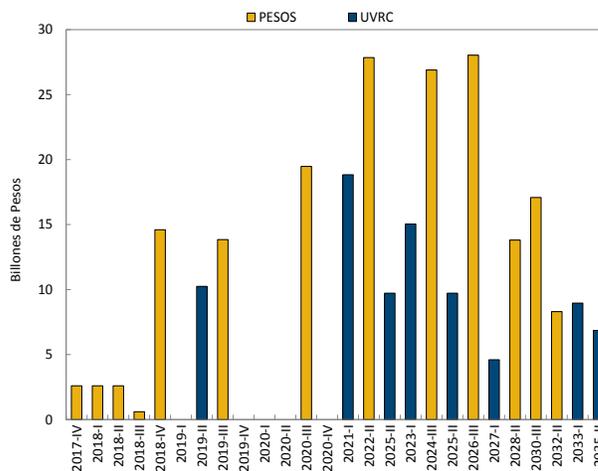
El 2 de agosto se realizó la reapertura de un bono global denominado en dólares con vencimiento en el 2027 por USD\$1.400 millones a una tasa de 3,816% (con un margen de 155p.b. sobre Treasuries) y con una demanda aproximada de USD\$5.600 millones. Se indicó que los recursos obtenidos de la operación serán destinados a la financiación de las necesidades establecidas en el plan financiero de 2017 por USD\$500 millones, y para pre-financiar las necesidades del 2018 por USD\$900 millones.

En el 3T17 se presentaron vencimientos de TES en pesos por \$2,6 billones. Con datos al 30 de septiembre, en el 2017 los vencimientos de TES en pesos ascenderán a \$10,3 billones correspondientes al 5,8% del saldo en circulación. En el período analizado hubo pagos de cupones por \$2142 mm, \$2689 mm, \$2102 mm, \$969 mm y \$1323 mm de los TES en pesos que vence el 24 de julio de 2020, el 24 de julio de 2024, el 26 de agosto de 2026, el 11 de septiembre de 2019 y el 18 de septiembre de 2030, respectivamente. Por

<sup>50</sup>Valores nominales. \$6,2 billones de TES en pesos y \$3,1 billones de TES UVR.

último, se presentó el vencimiento de un TES de corto plazo el 12 de septiembre por \$2,6 billones. En el *Gráfico 29* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 29: Proyección de Vencimientos TES



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

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre de 3T17 con las del cierre del 2T17, se observan variaciones en promedio de 11 p.b. en el tramo corto, de 11 p.b. en el tramo medio y de 6 p.b. en el tramo largo<sup>51</sup> (*Gráficos 30, 31 y 32*). Las desvalorizaciones generalizadas de la curva estuvieron relacionadas con la reducción del pronóstico de crecimiento económico del país, incertidumbre en torno a la situación fiscal, aumento de la oferta de títulos (ante nuevas emisiones y disminución del apetito de extranjeros) y las expectativas sobre la finalización del ciclo de recortes de la TPM por parte del BR.

En cuanto a los TES denominados en UVR, al comparar las tasas cero cupón de finales del 2T17 con las de finales del 1T17, se observaron variaciones en prome-

<sup>51</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987). Para efectos de elaboración de este informe se consideran tramo corto entre 0 y 2 años, tramo medio entre 2 y 5 años, y tramo largo entre 5 y 15 años.

dio de -25 p.b. en el tramo corto, -24 p.b. en el tramo medio y -10 p.b. en el tramo largo<sup>52</sup>. Durante el trimestre se observaron valorizaciones relacionadas con mayor apetito por títulos indexados a la UVR ante el repunte de la inflación a final de año. Durante el trimestre, el título UVR con vencimiento en 2021 presentó altos volúmenes negociados (registrando máximos desde 2014), como resultado de la alta rotación de posiciones intradía por parte de agentes creadores de mercado con interés en aumentar su puntaje y aprovechando la baja volatilidad de este título en particular.

Gráfico 30: Tasa Cero Cupón de TES en Pesos y Tasa de Referencia del BR



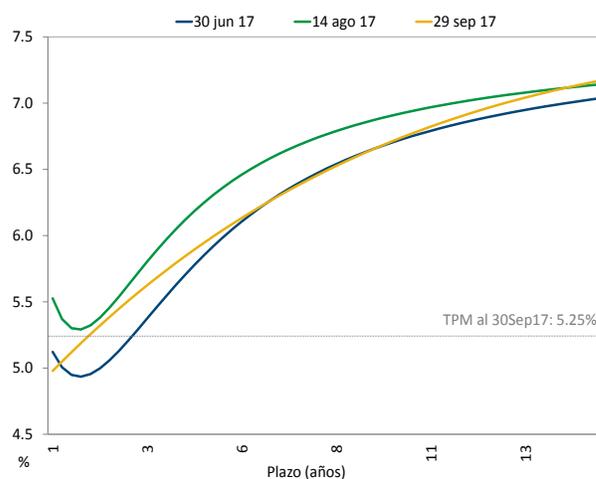
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En el 3T17 los inversionistas extranjeros realizaron compras netas en el mercado de TES en pesos por \$2,8 billones<sup>53</sup>. En relación con los saldos tanto en el mercado *spot* como en el *forward*, la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,46% el 30 de junio a 35,16% el 29 de septiembre de 2017. Por su parte, la participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,78% a 3,14% en el mismo periodo (Gráficos 33 y 34).

<sup>52</sup> Idem.

<sup>53</sup> Compras netas en el mercado *spot* por \$1,7 billones y en el mercado de *forwards* por \$1,1 billones.

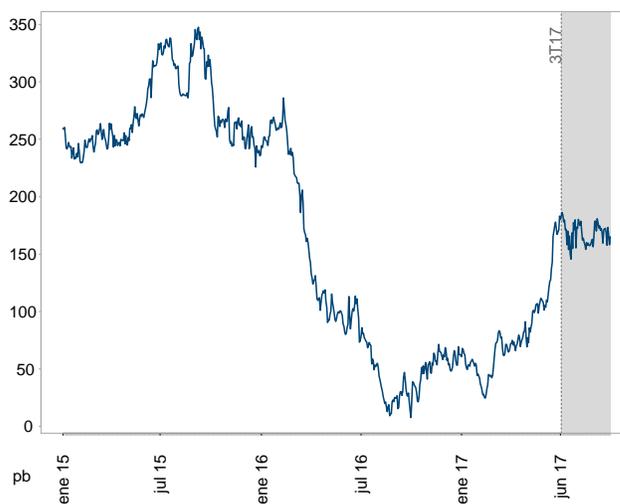
Gráfico 31: Curvas Spot Colombia



Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo
11 p.b.	11 p.b.	6 p.b.

Fuente: SEN y MEC. Corresponde a la variación punto entre el 30 de junio de 2017 y el 30 de septiembre. Cálculos: Banco de la República.

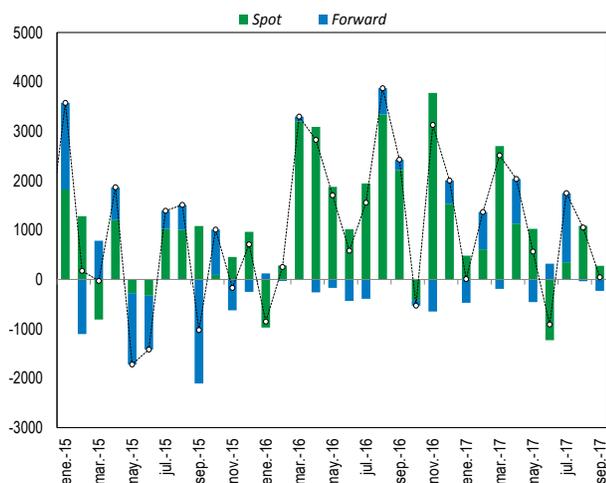
Gráfico 32: Spread Tasas Cero Cupón TES Tasa Fija (1 - 10 años)



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

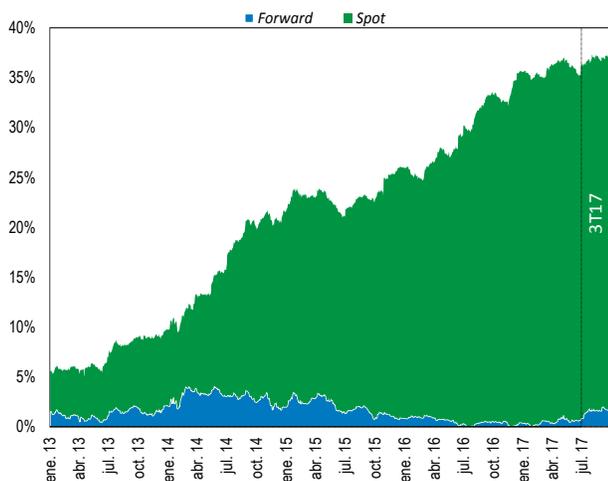
Durante el 3T17 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 2T17. El promedio diario de negociación

Gráfico 33: Compras Netas de TES en Pesos de Inversionistas Extranjeros



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

Gráfico 34: Saldo de TES en Pesos en Manos de Extranjeros Como Porcentaje del Saldo en Circulación



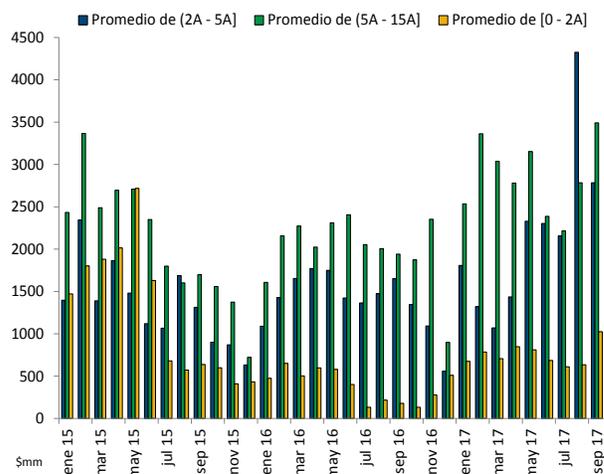
Fuente: Depósito Central de Valores. Banco de la República.

fue \$6,6 billones<sup>54</sup>, superior a lo observado en el trimestre anterior (\$5,5 billones) y en el mismo período

<sup>54</sup>Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC.

de 2016 (\$3,6 billones) (Gráficos 35 y 36). El aumento de los montos negociados en el mercado secundario de TES podría ser explicado por la participación más activa de agentes nuevos en el programa de creadores del mercado y la demanda de títulos por parte de extranjeros. A su vez, durante el 3T17 los títulos más transados fueron aquellos que vencen en marzo del 2020 denominados en UVR, cuya participación pasó de 4% en el trimestre anterior a 20%, seguidos de los que vencen en julio del 2024 denominados en pesos, cuya participación pasó de 24% a 18%. Cabe mencionar que el tramo medio de la curva de rendimientos fue el más negociado (Gráfico 35).

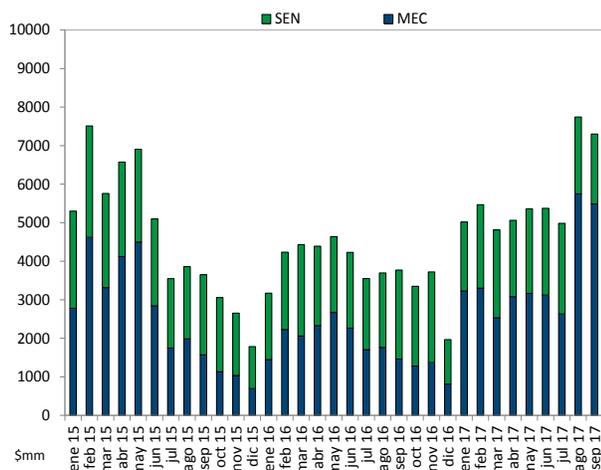
Gráfico 35: Monto Promedio Negociado por Plazos de TES



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 71.610 contratos en el 2T17 a 66.992 contratos en el 3T17 (cada uno por \$250 millones) que equivalen a \$16.748 miles de millones. Por otra parte, las posiciones abiertas disminuyeron a 6093 contratos el 30 de septiembre de 2017.

Gráfico 36: Monto Promedio Diario Negociado de TES por Sistema



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

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

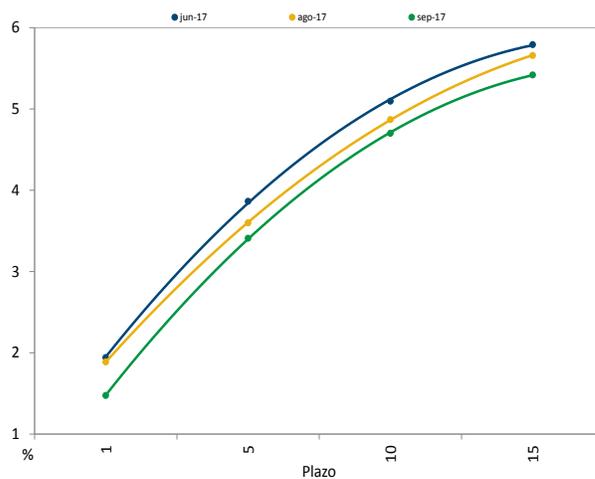
En el 3T17 los bonos de deuda pública externa en dólares de los países de la región registraron valorizaciones, ante menores primas de riesgo y, en algunos casos, por mejoras en los fundamentales de estas economías (Gráficos 37, 38 y 39).

Las primas de riesgo de los países de la región disminuyeron. En promedio, los EMBI para una muestra de países cayeron 22 p.b. (-11,1%)<sup>55</sup>, mientras que el EMBI+ cayó 16,9 p.b. (-5,1%) (Gráfico 40) y los CDS de bonos a 5 años de los países de la región disminuyeron en promedio 14,4 p.b. (-9%)<sup>56</sup> (Gráfico 6).

<sup>55</sup>Variaciones EMBI+ países: Colombia: -18 p.b. (-8,9%), Brasil: -43 p.b. (-14,9%), México: -23 p.b. (-12,0%), Perú -23 p.b. (-16,8%) y el EMBI Global Chile: -4 p.b. (-3,0%).

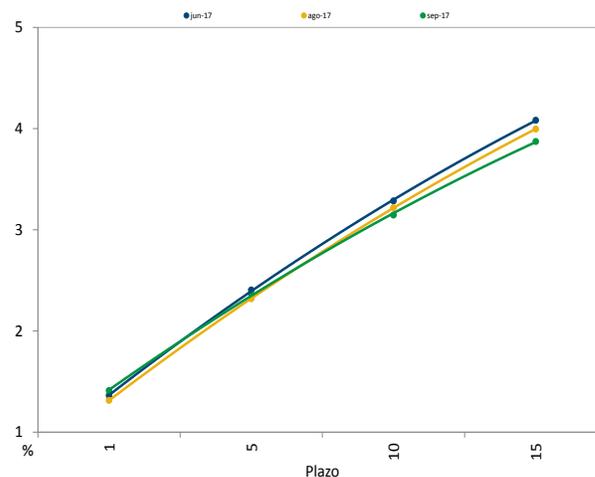
<sup>56</sup>Variaciones: Colombia: -13,9 p.b. (-10,2%), Brasil: -46,4 p.b. (-19,1%), México: -2,3 p.b. (-2,1%), Chile: -7,1 p.b. (-10,7%) y Perú: -2,3 p.b. (-2,7%).

Gráfico 37: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Perú

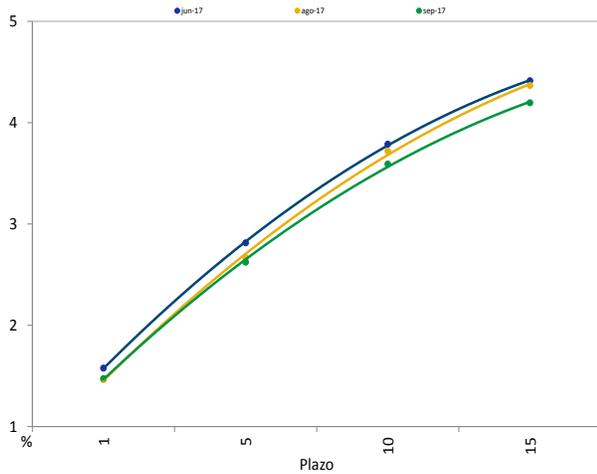


Fuente: Bloomberg.

### 6.5 Deuda Pública Externa de Colombia

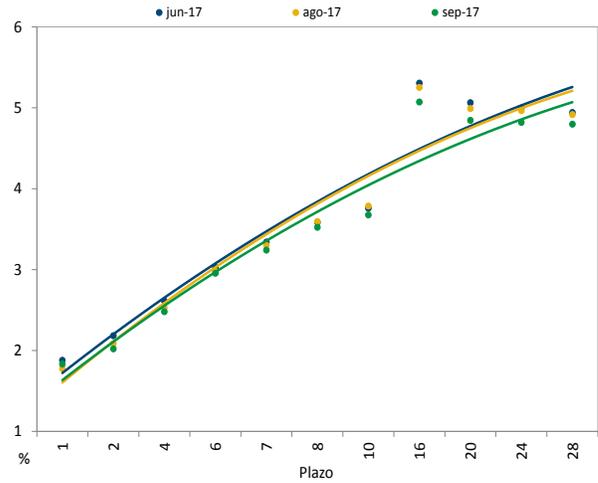
En el 3T17 la deuda externa de Colombia en general se valorizó (Gráficos 41 y 42). Esta dinámica pudo estar

Gráfico 39: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) México



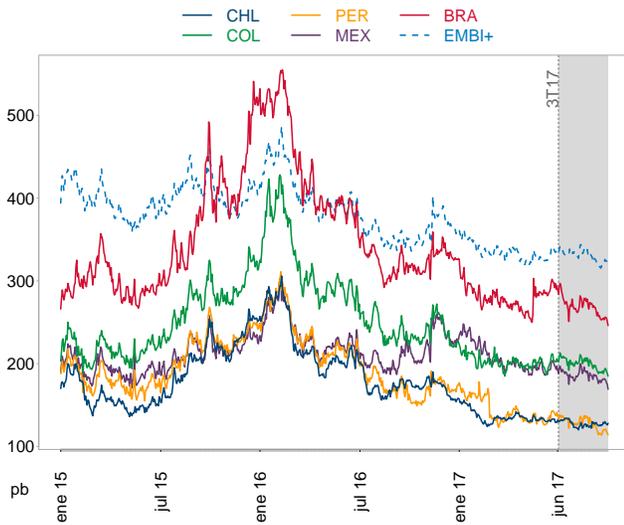
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41: Curva de Rendimientos Deuda Pública Externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

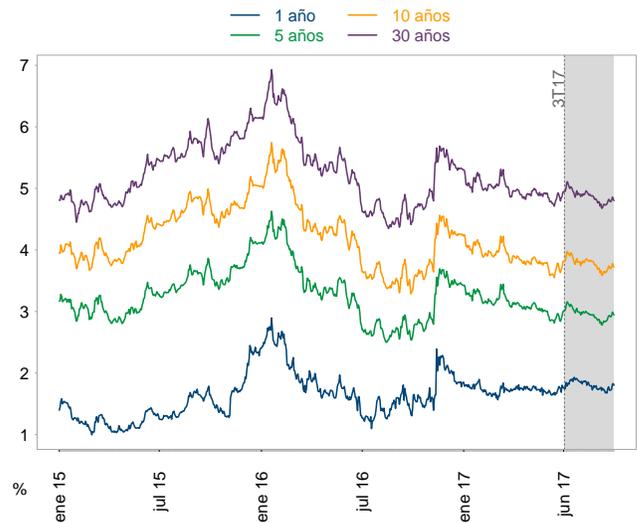
Gráfico 40: Spreads Deuda Soberana LATAM



Fuente: Bloomberg.

influenciada por el apetito de bonos denominados en dólares de la región, particularmente en julio y agosto. La excepción fueron los bonos de más corto plazo, que se desvalorizaron 4 p.b.

Gráfico 42: Rendimientos Deuda Externa en USD Colombia

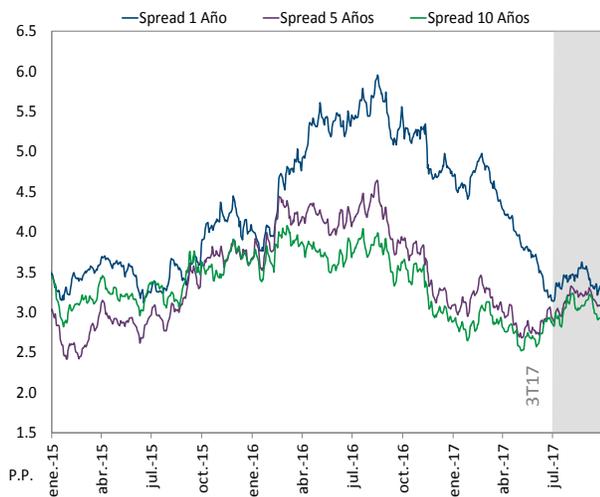


Fuente: Bloomberg.

En el Gráfico 43 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales deno-

minados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que estos *spreads* aumentaron en el 3T17 para los tramos medio y largo debido a desvalorizaciones de los bonos locales y valorizaciones de los bonos externos, mientras que el margen a 1 año aumentó por mayores desvalorizaciones de los bonos locales frente a las de los títulos externos. Por su parte, en el *Gráfico 44* 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 últimos aumentaron para los títulos con vencimiento en 2021 y 2023 por valorizaciones de los TES Globales y desvalorizaciones de los bonos locales, y el *spread* para los bonos con vencimiento en 2027 disminuyó por las mayores desvalorizaciones de los bonos externos.

*Gráfico 43: Globales USD vs TES locales*



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

*Gráfico 44: TES Globales vs TES locales*



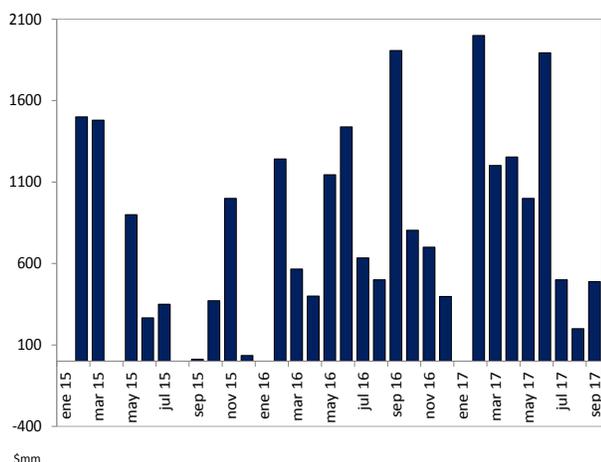
Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

## 7 Mercado de Deuda Privada

En el 3T17, las colocaciones en el mercado primario de deuda privada disminuyeron frente a lo observado los dos trimestres anteriores, de tal forma que pasaron de \$4,1 billones en el 2T17 a \$1,6 billones en el 3T17 (*Gráfico 45*).

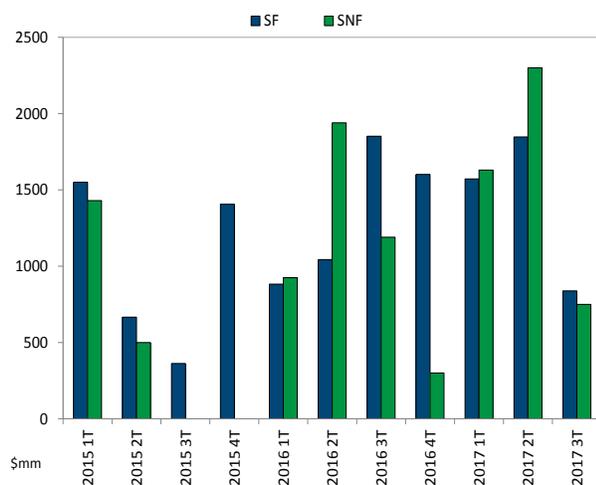
Se destaca que las colocaciones de este trimestre disminuyeron y se marcaron mínimos que no se veían desde 2015. El sector no financiero realizó el 53 % mientras que el sector financiero llevó a cabo el 47 % de las colocaciones (*Gráfico 46*).

Gráfico 45: Monto Total Colocado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 46: Monto Colocado por Sector



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

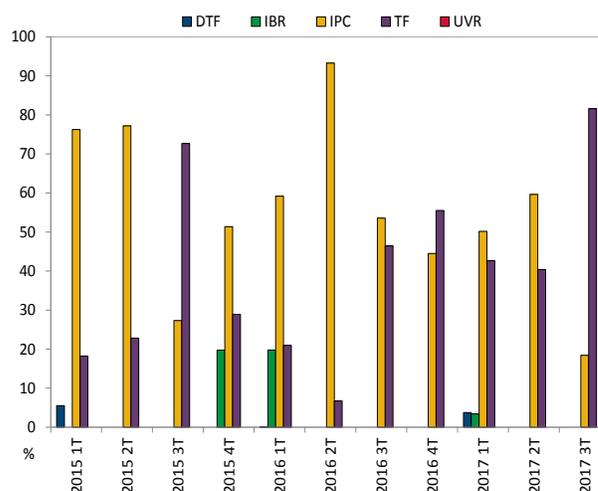
Durante el trimestre, siete entidades realizaron colocaciones (Cuadro 10). Las emisiones se indexaron al IPC (18%) y a tasa fija (82%) (Gráfico 47).

Cuadro 10: Emisiones Deuda Privada 3T17

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Popular S.A.	395	2 a 5	IPC, TF
Credifamilia	59,89	15	TF
Grupo Argos S.A.	350	1	TF
Serfinansa	150	3 a 5	TF, IPC
BANCOLDEX	200	5	TF
Corp. Financiera Internacional	33,7	5	TF
Odinsa	400	3	TF

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

Gráfico 47: Colocaciones por Tasa de Interés

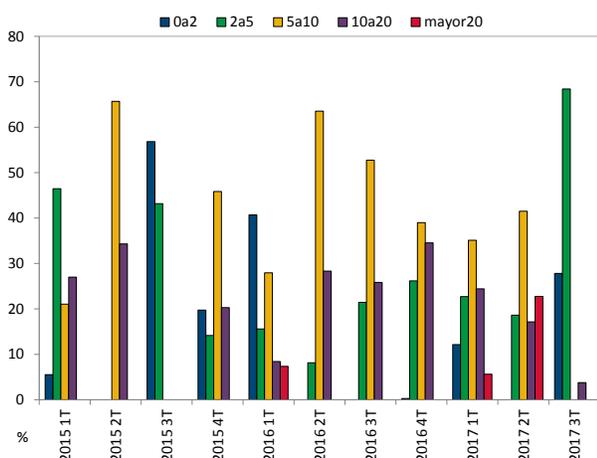


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

El 27,8% de las colocaciones se realizaron a plazos entre 0 y 2 años, un 68,4% a plazos entre 2 y 5 años y el 3,8% restante a plazos entre 10 y 20 años (Gráfico 48).

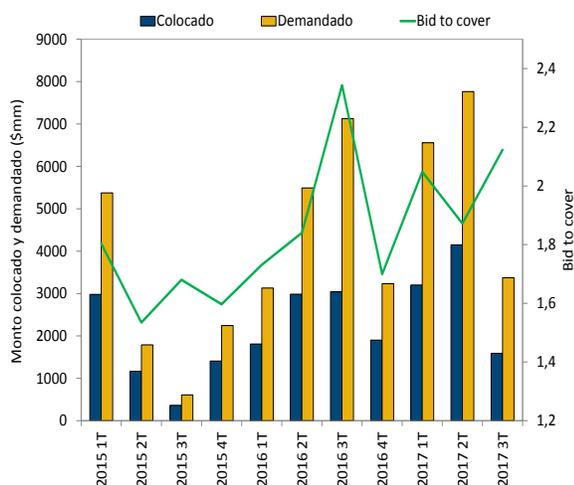
Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) en las subastas fue de 2,12 (ant: 2,05). La demanda por colocaciones fue de \$3,37 billones (Gráfico 49).

Gráfico 48: Participación de las Emisiones por Plazo de Colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 49: Monto Colocado vs Monto Demandado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

## 8 Mercado Accionario

En el 3T17 los índices agregados de renta variable para los países emergentes y Estados Unidos presentaron el mejor desempeño a nivel mundial, al valorizarse

7,9% y 4,9%, respectivamente. Le siguieron las bolsas asiáticas, para las cuales, su índice compuesto creció 4,0%, mientras que el de las acciones europeas se valorizó durante el trimestre en 3,0%. Dentro del grupo de bolsas emergentes el comportamiento fue mixto ya que las acciones de los países latinoamericanos crecieron en promedio 11,3% a lo largo del trimestre y fue superior a lo observado en sus contrapartes asiáticas<sup>57</sup>. Cabe anotar que, al finalizar el trimestre, a diferencia de lo ocurrido en Europa y Estados Unidos, la fortaleza del dólar americano, mayores tasas de retorno en los activos de renta fija en Estados Unidos y el deterioro de la relación entre Corea del Norte y Estados Unidos, repercutió negativamente de forma generalizada los activos de renta variable asiáticos, haciendo que el indicador agregado bursátil de los países emergentes retrocediera su tendencia positiva<sup>58</sup>.

Los ritmos de crecimiento mencionados fueron superiores a los observados en el 2T17 para Latinoamérica, Europa, Estados Unidos y los países emergentes en 12,5 puntos porcentuales (pp), 2,6 pp y 1,6 pp en cada uno de los últimos dos casos. En contraste, los mercados bursátiles de Asia mostraron una tasa de crecimiento promedio que fue inferior en 1,7 pp frente a la

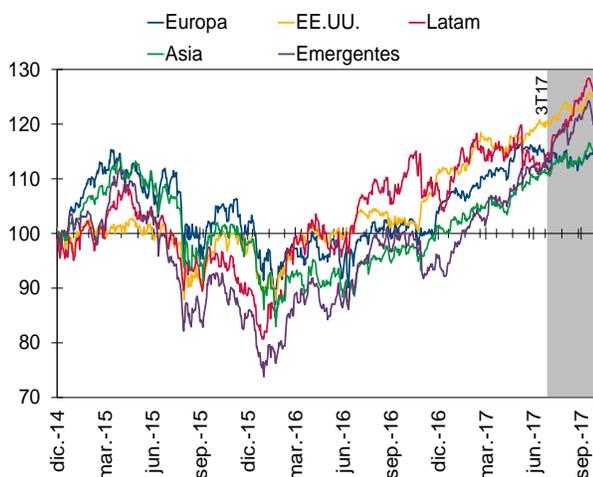
<sup>57</sup>Estas cifras se calcularon para los países emergentes mediante el *MSCI Emerging Markets Index* (Al 29 de septiembre los países ponderados en el índice fueron Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Catar, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y los Emiratos Árabes Unidos.) y para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Index* (Al 29 de septiembre, los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. Para el primero se encuentran Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Del segundo se incluyen a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia).

En el caso de los Estados Unidos se promediaron las valorizaciones trimestrales del *Dow Jones*, *S&P 500* y *Nasdaq Composite*: 3,96%, 5,79% y 4,94%, en su orden. Para Europa se utilizó el *Euro Stoxx 50* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Index* (Al 29 de septiembre, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

<sup>58</sup>No obstante, el indicador agregado de países emergentes alcanzó al 30 de septiembre una valorización año corrido de 27,8%, siendo la más alta cuando se compara con la de los demás mercados accionarios importantes a nivel mundial.

calculada entre abril y junio del año en curso. En general, los mercados se recuperaron frente a la dinámica que se observó en el 2T17 (Gráfico 50).

Gráfico 50: Principales Índices Accionarios a Nivel Mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 31 de diciembre 2014

En el tercer trimestre de 2017, la dinámica de los mercados accionarios a nivel mundial estuvo influenciada en gran parte por el recrudecimiento de las tensiones entre Corea del Norte y Estados Unidos. Sin embargo, a nivel regional, diferentes factores idiosincrásicos moldearon a su vez el comportamiento de las bolsas. A continuación se presentan los hechos más relevantes que fueron determinantes en la dinámica de los activos de renta variable para los grupos mencionados.

### 8.1 Estados Unidos

En julio, los mercados accionarios estadounidenses continuaron con la dinámica positiva que se observó en el trimestre anterior, aunque esta se afectó en algunos episodios del mes a medida que los inversionistas afianzaron sus expectativas sobre el rumbo de la política monetaria de la Fed en el segundo semestre del año. A lo largo del mes los inversionistas tuvieron buenas expectativas de las ganancias de las empresas

listadas en bolsa al cierre del segundo trimestre, sobre todo de bancos; sin embargo, para este sector, una vez se dieron a conocer los resultados financieros de las entidades más grandes, estos fueron mixtos. El mes terminó a la baja luego que a nivel sectorial el desempeño fuera diverso: caídas en los sectores de transporte y tecnología y valorizaciones en el energético por la recuperación de los precios del petróleo.

Agosto fue un mes volátil y en el que la buena dinámica de los mercados accionarios estadounidenses se detuvo. El mes inició al alza debido a las valorizaciones en las acciones de las empresas del sector financiero, los resultados contables mejores a los esperados en el sector de tecnología y una respuesta positiva por parte de los inversionistas a las mejoras en el mercado laboral<sup>59</sup>. Al empezar la segunda semana, los mercados bursátiles se desvalorizaron de forma importante a medida que las tensiones entre Estados Unidos y Corea del Norte fueron escalándose e incrementaba en el mercado el temor de la materialización de un conflicto nuclear, haciendo que los inversionistas sustituyeran acciones por activos refugio (tales como el yen japonés y el oro)<sup>60</sup>. A mediados del mes, la volatilidad en las bolsas aumentó, una vez las minutas de la Reserva Federal dieron a conocer que los miembros del banco central se encontraron más preocupados por la inflación persistentemente débil y que algunos pidieran detener la senda de política monetaria contractiva una vez se tuviera claridad de que la tendencia en materia de precios fuera transitoria. Al finalizar agosto, los mercados presentaron mejoras a medida que las tensiones Estados Unidos-Corea del Norte pasaron a segundo plano y luego de que el PIB del segundo trimestre fuera revisado al alza.

Finalmente, en septiembre, el mercado accionario recuperó su comportamiento positivo. Si bien a principios del mes la retórica agresiva entre Estados Unidos

<sup>59</sup>En efecto, el *Dow Jones* culminó el 7 de agosto con una racha consecutiva de nueve días durante los cuales el índice superó consecutivamente su máximo histórico y superó los 22.000 puntos.

<sup>60</sup>En términos de volatilidad, el *VIX*, el indicador que mide la volatilidad de las opciones que tienen como subyacente el *S&P 500*, pasó de 10 a 16 puntos en dos días.

y Corea del Norte se reactivó y escaló a niveles comparables a los de agosto, los mercados se valorizaron una vez que los líderes del Congreso de Estados Unidos acordaron extender el techo de la deuda. A partir de la segunda semana del mes, los principales índices accionarios empezaron a marcar récords históricos en diferentes días y estuvieron jalonados por alzas en las acciones de empresas financieras y tecnológicas<sup>61</sup>, a pesar que caídas en las especies de grandes nombres en algunos instantes del mes evitaron que la dinámica pudiera ser mayor. Los índices continuaron con su buena racha luego de la reunión de política de la Fed, en la cual se dio a intuir una mayor probabilidad de un aumento en el rango de la tasa de fondos federales en diciembre, impulsando las acciones de bancos. Al finalizar el mes, la buena dinámica en las acciones se acentuó una vez el Presidente Trump dio a conocer su proyecto de recortes en la tasa de impuestos a niveles personal y corporativo, pues materializó una de las causas del *rally* que se ha venido observando de forma continua a lo largo del año en el mercado accionario.

El trimestre cerró con el *S&P500* y el *Dow Jones* registrando ocho trimestres consecutivos de ganancias. Por su parte, el dato para el *Nasdaq Composite* es de cinco trimestres. Lo anterior es relevante mencionarlo, teniendo en cuenta que el tercer trimestre de 2017 estuvo marcado por diferentes sucesos que pudieron haber afectado de forma importante la dinámica de los mercados accionarios: la creciente polarización política en EE.UU, las dudas en el mercado de que el presidente llevará a cabo sus promesas electorales e implementará reformas en pro del crecimiento, la incertidumbre sobre el próximo aumento en la tasa de interés de referencia debido a una inflación persistentemente débil y la difícil relación entre Pyongyang y Washington por las pruebas de misiles de Corea del Norte.

## 8.2 Europa

En Europa, a lo largo del trimestre, los mercados presentaron una dinámica estable en julio, volátil en agos-

to, similar a lo observado a nivel mundial, y una recuperación en septiembre. En agregado, la tendencia alcista sostenida que se venía observado desde diciembre de 2016 se interrumpió en el 3T17. Por mes, al inicio de julio, los buenos datos económicos en Alemania, sobre todo en exportaciones, propiciaron valorizaciones en los activos de renta variable del país y de otras regiones. En general, a lo largo del mes, se observó un crecimiento de los flujos hacia los fondos de renta variable europeos, lo cual se atribuyó a un menor riesgo político y mejoras en el crecimiento económico. Al finalizar julio, más de la mitad de los principales bancos europeos habían reportado sus ganancias durante el segundo trimestre del año y por encima del consenso del mercado, siendo esto explicado a mejoras en la calidad del crédito. De esta manera, los activos de renta variable del sector bancario fueron los de mejor desempeño y los que, a su vez, impulsaron las valorizaciones generalizadas de las bolsas del continente al cierre del mes.

En agosto, la mayoría de las empresas listadas en bolsas europeas reportaron sus resultados para el segundo trimestre y los bancos y las empresas minero-energéticas se destacaron al principio del mes por sus buenos resultados, siendo en este último caso debido a la recuperación de los precios del Brent y el repunte en los precios del cobre y hierro. De forma semejante a lo sucedido en Estados Unidos, las tensiones políticas entre este país y Corea del Norte ocasionaron pérdidas importantes en los mercados bursátiles. Lo anterior ocurrió simultáneamente en un escenario donde las acciones de las empresas exportadoras presentaron valorizaciones a lo largo del continente y que se explicó principalmente debido a i. la debilidad del euro, ii. mejoras en los datos económicos del Reino Unido, y iii. que una mayor demanda en China de minerales para actividades de construcción (específicamente el zinc) impulsara las acciones de firmas mineras. El mes cerró con cerca del 90% de las empresas listadas habiendo reportado sus estados financieros al cierre del segundo trimestre, con el 55% superando las expectativas del mercado y el 39% por debajo de lo anticipado en materia de ganancias<sup>62</sup>.

<sup>61</sup>El *S&P 500* superó el nivel de 2.500 puntos el 15 de septiembre.

<sup>62</sup>Los resultados positivos en los mercados accionarios se atribuyeron

Por último, en septiembre, el comportamiento durante las tres primeras semanas del mes fue comparable al visto en Estados Unidos cuando las tensiones entre dicho país y Corea del Norte se recrudecieron. Sin embargo, los persistentes resultados positivos en materia de crecimiento a lo largo de la región, que el Banco Central Europeo reafirmara su postura de política monetaria contractiva en el mediano plazo<sup>63</sup> y el crecimiento sostenido del precio del Brent y otros minerales favorecieron los activos de renta variable de las empresas exportadoras e industriales, energéticas y de bancos, impulsando así las valorizaciones de los índices agregados. No obstante, el referendo catalán, durante el último fin de semana del mes, generó fuertes caídas en el *IBEX*, el índice bursátil español, y reavivó la incertidumbre política.

### 8.3 Asia

Por su parte, el desempeño de los mercados accionarios en Asia fue afín a lo observado en otras regiones, es decir, ha continuado la tendencia alcista observada en trimestres anteriores (específicamente desde julio de 2016), aunque en el 3T17 presentó interrupciones temporales debidas principalmente a las tensiones en la península de Corea y que, en agregado, el ritmo de crecimiento de los índices agregados fuera menor al del 2T17. En julio, el comportamiento de los índices bursátiles japoneses fue divergente a los del continente asiático. La fortaleza del *yen* japonés a lo largo del mes, que perjudica a las firmas exportadoras del país, afectaron el desempeño de las acciones. En contraste, los índices de diversas partes de la región presenta-

yeron principalmente a mejoras continuas en los datos macroeconómicos de diferentes países de la región (siendo relevante destacar los de España y Alemania) y el buen comportamiento de los precios de los minerales, como se mencionó. Esta mejora en los datos económicos, sobre todo en crecimiento, por su parte, fortaleció de manera importante, aunque temporal, el euro, lo cual percibió el mercado como un factor de riesgo para el desempeño de los activos de renta variable mirando hacia adelante, pues gran parte de las empresas grandes que transan en los mercados accionarios europeos son exportadores netos.

<sup>63</sup>Que a su vez revirtió la fortaleza del euro favoreciendo así las perspectivas de las firmas exportadoras

ron un buen desempeño en respuesta a mejoras en los principales datos económicos de China y los comentarios de diferentes miembros de la Fed que dieron a entender una postura *dovish* en materia de política monetaria<sup>64</sup>.

Agosto estuvo marcado por fuertes caídas en los índices accionarios debido a las tensiones en la península de Corea y de manera similar a lo ocurrido en otras regiones. De manera comparable a lo observado en julio, a lo largo del mes, el comportamiento del mercado bursátil japonés fue divergente al observado en otras partes del continente. A pesar de que, a inicios de agosto, el 69% de las firmas listadas en el *Topix* que habían reportado sus estados financieros tuvieron, en agregado, ganancias superiores en un 18,8% a las proyectadas por el mercado, los activos de renta variable japoneses continuaban castigados por la fortaleza del *yen* japonés frente al dólar de Estados Unidos. Fuera de Japón y en momentos donde la retórica entre Estados Unidos y Corea del Norte no propició desvalorizaciones generalizadas en los índices accionarios (sobre todo en Corea del Sur), se observó que continuó la tendencia al alza de los flujos entrantes a los mercados de bonos y de renta variable de la región, siendo relevante destacar los de Indonesia e India.

En septiembre, los mercados asiáticos, sobre todo los de Corea del Sur y Japón, se encontraron afectados por el recrudecimiento de los mensajes entre Corea del Norte y Estados Unidos. Sin embargo, a medida que pasaba el mes y que las tensiones políticas se desvanecían, los mercados accionarios de diferentes regiones presentaron repuntes históricos, siendo relevante destacar los de Malasia, Indonesia y Tailandia. A pesar de lo anterior, el mes cerró a la baja, por un lado,

<sup>64</sup>Inicialmente, los buenos datos económicos (principalmente crecimiento, aunque también ventas al por menor, producción industrial y crecimiento de inversión en activos fijos) en China no tuvieron el efecto esperado en los mercados bursátiles del país y Hong Kong sino unos días después. En efecto, y en contraste a lo visto en otras partes de la región, se observaron ventas generalizadas de los activos de renta variable debido a preocupaciones por el endurecimiento de las actividades del regulador con el fin de reducir el apalancamiento en los mercados de capitales, incertidumbre en materia de gobernanza y presiones en la liquidez.

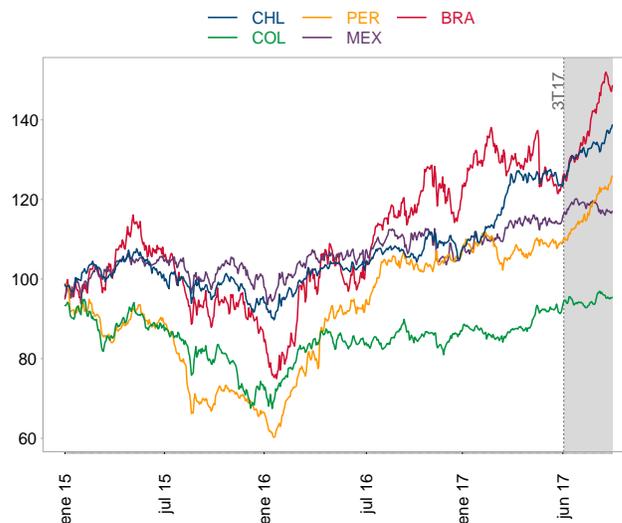
debido a que el líder de Corea del Norte amenazó con derribar los aviones de Estados Unidos que sobrevolaran la península de Corea, reanimando la incertidumbre política en la región y, por otro, debido a las fuertes caídas en los precios de las acciones de firmas de construcción chinas, luego de que el gobierno anunciara medidas para endurecer la regulación en el mercado hipotecario.

### 8.4 Latinoamérica y Colombia

Dentro del grupo de emergentes, para el caso de Latinoamérica sus activos de renta variable presentaron una dinámica muy positiva durante el trimestre cuando se compara con sus contrapartes a nivel mundial. Los cinco índices bursátiles analizados presentaron valorizaciones durante el trimestre, aunque el comportamiento fue mixto, pues Brasil, Perú y Chile registraron crecimientos a dos dígitos y considerablemente superiores a los del 2T17 (*BOVESPA*: 18,1%, *IGBVL*: 14,9% y *IPSA*: 12,5%, en su orden), mientras que no ocurrió para Colombia y México, teniendo en cuenta que el *COLCAP* y el *MEXBOL* crecieron a ritmos trimestrales de 1,68% y 0,98%, respectivamente (*Gráfico 51*).

El comportamiento distinto entre estos dos grupos de países se explicó principalmente por la recuperación de los precios de las materias primas que produce la región en los mercados internacionales (minerales, principalmente). Adicionalmente, factores idiosincrásicos en México, como el terremoto de septiembre y la incertidumbre sobre el futuro del tratado de libre comercio que el país tiene pactado con Canadá y Estados Unidos, castigaron los activos de renta variable de ese país en mayor medida que los de sus contrapartes en la región. Lo anterior, en un contexto donde las tensiones geopolíticas a nivel mundial aumentaron y el dólar se fortaleció, de manera que los activos de renta variable de países emergentes se volvieron menos atractivos.

Gráfico 51: Evolución de los Índices Accionarios de la Región



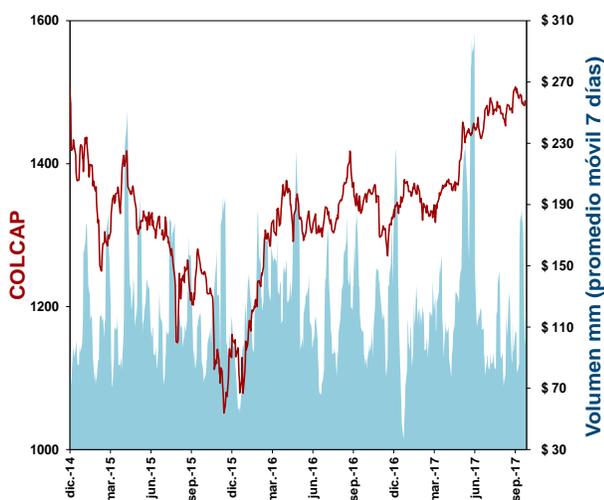
Fuente: Bloomberg. Base 100: 2 de enero 2015

De otra parte, la recuperación de los activos de renta variable en Brasil y Chile también respondió a eventos propios. En el primer caso por mejoras en el ambiente político y una mayor expectativa de que las reformas en el plano económico serán implementadas, mientras que en el segundo por mejoras en el plano fiscal y de los resultados financieros de bancos y empresas del sector industrial que fueron mejores a lo esperado por el mercado. Sin embargo, es importante resaltar que en la última semana de septiembre se registraron caídas consecutivas durante seis días en el *BOVESPA* de Brasil, ante la caída de acciones de empresas mineras y productoras de acero como respuesta a la fuerte caída en los precios del hierro. Adicionalmente, menores tasas de aprobación del Gobierno y que los escándalos de corrupción cobraron una mayor relevancia al finalizar septiembre generaron presiones sobre los activos de renta variable.

Por su parte, para Colombia, el *COLCAP* pasó de ser el índice bursátil de mejor desempeño en la región durante el 2T17 a ubicarse de cuarto lugar en el 3T17. Por sectores de las empresas que componen el índice, el mejor desempeño lo tuvo el financiero cuya valorización

zación trimestral fue 4,0% seguido del sector energético con 1% y el no-financiero cuyos activos de renta variable presentaron una variación positiva de 0,3%. Adicionalmente, el monto promedio transado diario se ubicó en \$111,6 mm, siendo comparable al observado al cierre del 1T17 (1T17: \$112,3 mm) e inferior a los niveles promedio de cada uno de los trimestres del 2016 (Gráfico 52)

Gráfico 52: COLCAP y Volumen Transado Diario



Fuente: Bloomberg.

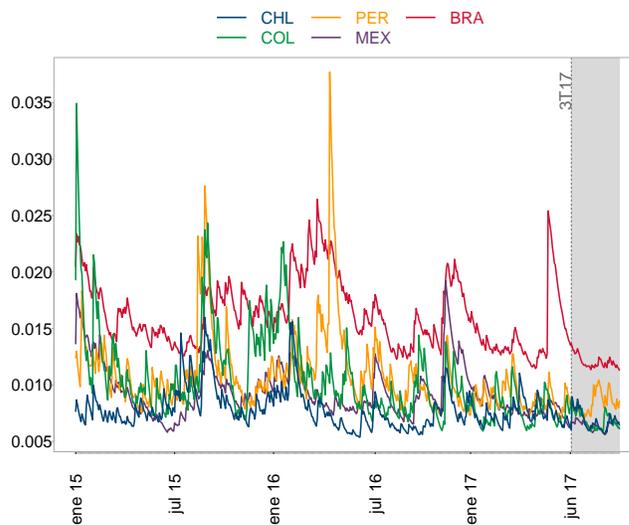
En materia de volatilidad condicional de los índices bursátiles latinoamericanos<sup>65</sup>, su promedio en el 3T17 cayó 0,13% frente al dato del trimestre anterior (Gráfico 53). A nivel individual se presentaron caídas en todos los países de la región. Al ordenar las volatilidades promedio, se encuentra que la cifra promedio más alta fue para Brasil (BOVESPA: 1,20%), seguida por Perú (IGBVL: 0,94%), Chile (IPSA: 0,69%), México (MEXBOL: 0,65%) y Colombia (COLCAP: 0,64%).

Al comparar los tamaños de las bolsas de la región, mediante la capitalización bursátil<sup>66</sup> como porcenta-

<sup>65</sup>Medida a través de modelos GARCH(1,1).

<sup>66</sup>ajustada por flotante disponible

Gráfico 53: Volatilidad Condicional Índices Accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

je del PIB<sup>67</sup>, se observa que, a agosto de 2017<sup>68</sup>, la Bolsa de Chile sigue presentando la más alta de la región (52,8%), seguida por la de las bolsas de Brasil (31,0%), México (23,5%), Colombia (15,9%)<sup>69</sup> y Perú (13,0%) (Gráfico 54)<sup>70</sup>. El indicador aumentó el todos los caso respecto a los cálculos para el cierre del 2T17.

De otro lado, durante el 3T17, continuaron como principales demandantes netos en el mercado accionario local los agentes del exterior y los Fondos de Pensio-

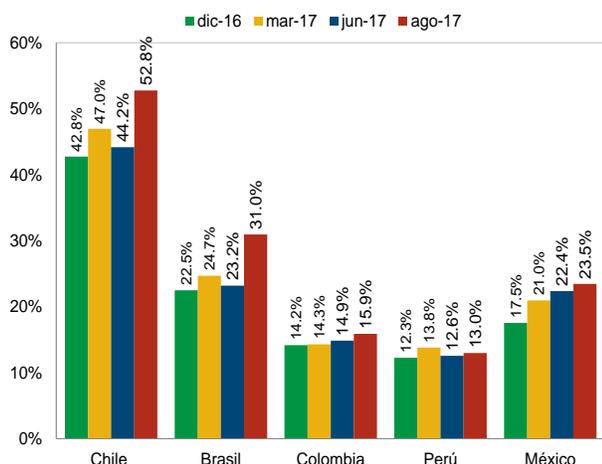
<sup>67</sup>Estimado y/o calculado a diciembre de 2016, según país de la región que se mire, tomando como fuente los datos del *World Economic Outlook* más reciente y que publica el FMI.

<sup>68</sup>Fuente: Bloomberg, Bolsa de Valores de Colombia y *World Federation of Exchanges*. Cálculos: Banco de la República.

<sup>69</sup>A agosto de 2017 la capitalización bursátil de la bolsa de Colombia (sin ajustar por flotante) como porcentaje del PIB se ubicó en 39%, de la cual la capitalización bursátil de Ecopetrol como porcentaje del PIB se ubicó en 6,8%.

<sup>70</sup>De otro lado, a agosto de 2017, el indicador de velocidad de rotación, medido a través del valor de las negociaciones de las acciones como porcentaje de la capitalización bursátil, y que compara el desarrollo y liquidez de los mercados accionarios (Fuente: *World Federation of Exchanges*) fue más alto en la región para Brasil en 81%, seguido por las bolsas de México con 23%, Chile con 13,4%, Colombia con 10%, y Perú con 1,5%.

Gráfico 54: Capitalización Bursátil Ajustada/PIB\*



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

Cálculos: Banco de la República.

\*PIB Anual estimado u oficial a diciembre de 2016

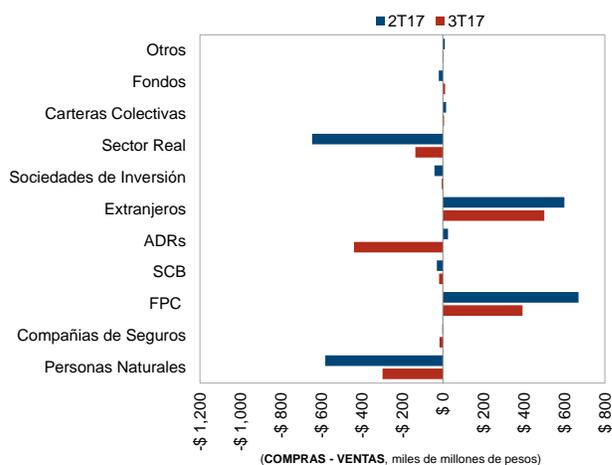
nes y Cesantías, que compraron en neto \$501 miles de millones (mm) y \$393 mm, respectivamente. Dichas posiciones netas fueron inferiores a las calculadas en el 2T17. Por su parte, el principal oferente fueron los programas de ADR con una oferta neta de \$439 mm seguidos por las personas naturales con \$298 mm. El sector real dejó de ser el mayor oferente neto de acciones en el mercado de renta variable y se ubicó en tercer lugar con ofertas netas de especies que ascendieron al cierre del 3T17 a \$136 mm (Gráfico 55).

Adicionalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, en el 3T17 se negociaron 949 contratos frente a 868 contratos negociados en el 2T17<sup>71</sup>.

Finalmente, en cuanto al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), en el 3T17 los inversionistas colombianos compraron en neto acciones por \$3.228 millones (compras por \$6.710 millones y ventas por

<sup>71</sup>El valor de cada contrato es igual a \$25.000 multiplicados por el valor del COLCAP

Gráfico 55: Compras Netas en el Mercado de Renta Variable Local por Tipo de Agente



Fuente: BVC. Cifras en miles de millones de pesos

\$3482 millones), mientras que sus ventas netas en el 2T17 fueron en total de \$769 millones. Para el caso colombiano, de las operaciones de compra en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el 60,7% correspondieron a acciones colombianas; mientras que para las ventas esta cifra el 59,6% correspondió a activos locales.

## 9 Recuadro: Empresas descalzadas en Colombia: su evolución, uso y frecuencia de derivados cambiarios, análisis de su salud financiera y riesgo de crédito

En Colombia, desde 1999 hasta la actualidad, la tasa de cambio nominal ha estado sujeta a un régimen de tipo de cambio flexible, en el cual el Banco de la República permite que el precio del dólar sea fijado por el mercado, aunque el Banco tiene la facultad de intervenir cuando lo considere necesario. En dicho escenario, incrementos en la volatilidad de la Tasa Representativa del Mercado (TRM) se traducen en un reto para las empresas colombianas expuestas al riesgo cambiario, pues el valor en pesos de sus activos o pasivos denominados en moneda extranjera podría enfrentar una variación indeseada (una disminución en el caso de los activos y un aumento para los pasivos), en caso de no contar con mecanismos de cobertura. Lo anterior muestra la importancia de que el banco central realice un monitoreo periódico de los agentes con descalce cambiario, pues permite detectar vulnerabilidades y riesgos en materia cambiaria que, en caso de materializarse, podrían debilitar su salud financiera y a su vez afectar a sus principales acreedores (bancos y proveedores), pudiendo así comprometer la estabilidad financiera.

A la fecha de publicación de este Recuadro, la Sección de Sector Externo de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica del Banco de la República cuenta con la información de un conjunto de empresas para los cuales fue posible calcular el descalce cambiario en 2014, 2015 y 2016<sup>72</sup> y que se mide como la suma de la brecha entre activos y pasivos en moneda extranjera y la posición neta en derivados (contratos forward peso dólar)<sup>73</sup>. Dicha muestra de firmas es el principal insumo de los diferentes análisis que se presentan a continuación.

Se encuentra que para la parte del ciclo analizada (entre 2014 y 2016) y las firmas bajo estudio, el desbalance cambiario promedio ha sido negativo y un porcentaje no tan importante de los mismos ha utilizado derivados para cubrirse ante el riesgo tasa de cambio. Cuando se analiza la salud financiera<sup>74</sup> de las empresas con descalce, no se encuentra una situación alarmante, a pesar que el endeudamiento en moneda extranjera de las firmas se incrementó. En términos de su relación con el sistema financiero, se observa un mayor deterioro en la calidad de la cartera de los agentes con descalce negativo frente a aquellos con descalce positivo, de esta forma, el sistema financiero estuvo más expuesto, en términos de riesgo de crédito, a las empresas más expuestas a depreciaciones de la tasa de cambio nominal.

### 9.1 Caracterización firmas con descalce cambiario para el período 2014-2016

Para el panel desbalanceado de empresas con descalce cambiario al cierre de 2014, 2015 y 2016, el descalce mediano fue consistentemente negativo (*Cuadro 11, Cuadro 12, Cuadro 13*). Es decir, en promedio, los pasivos denominados en M/E fueron consistentemente más altos que la suma de las posiciones activas en moneda extranjera y las compras netas de forwards. Sin embargo, el descalce mediano se volvió menos negativo a través del tiempo en la medida que entre 2014 y 2015 pasó de –US\$39.970 a –US\$28.892 para luego presentar un ligero aumento en el año siguiente y cerrar en –US\$28.301.

<sup>72</sup>A una firma se le calcula su desbalance cambiario si reporta una posición activa o pasiva en moneda extranjera al Banco de la República.

<sup>73</sup>El descalce se expresa en dólares de los Estados Unidos de América.

<sup>74</sup>Entendiéndose como salud financiera la situación en la que la firma cuenta en sin restricciones con los recursos suficientes para ejecutar sus proyectos de inversión y cumplir con sus obligaciones financieras y contraídas con proveedores, garantizando así un crecimiento continuo del activo total y por consiguiente de sus ventas.

Cuando se distingue entre importador neto de bienes y servicios, exportador neto de bienes y servicios o agente sin comercio exterior, en la muestra de empresas analizadas predominan los importadores netos y le siguen los agentes sin comercio exterior. Por grupo, la tendencia del descalce mediano fue mixta para el período analizado. En el caso de los exportadores netos no cambió, pues al finalizar 2014 fue –US\$30.500 y al cierre de 2016 se ubicó en –US\$31.937<sup>75</sup>. Para los importadores netos, pasó de –US\$44.628 en 2014 a –US\$–12.900 en 2016 y ocurrió lo contrario para los agentes sin comercio exterior dado que cayó de –US\$28.557 a –US\$–50.000. Adicionalmente, en todos los grupos fueron más representativas las empresas con un descalce negativo (en promedio, 66,7%) que aquellas con descalce positivo (en promedio, 37,3%).

Cuadro 11: Principales estadísticas descriptivas de los agentes con descalce cambiario al cierre de 2014.

	Exportadores netos	Importadores netos	Sin comercio exterior	Muestra Total
Número de agentes	1161	5718	3939	10818
A. Deuda (US\$ m)	\$ 3,743.61	\$ 16,359.87	\$ 4,727.93	\$ 24,831.40
B. Activos (US\$ m): financieros y préstamos activos	\$ 1,013.28	\$ 4,780.69	\$ 1,785.36	\$ 7,579.33
C. Forwards (US\$ m): Compras - Ventas	-\$ 658.03	\$ 2,776.08	\$ 15.03	\$ 2,133.09
Descalce total (US\$ m) = B + C - A	-\$ 3,388.36	-\$ 8,803.10	-\$ 2,927.53	-\$ 15,118.99
Descalce mediano (US\$)	-30,500.00	-44,628.33	-28,557.30	-39,969.89
% de agentes con descalce positivo	40.1%	30.5%	36.5%	33.7%
% de agentes con descalce negativo	59.9%	69.5%	63.5%	66.3%
Número de agentes con descalce positivo	465.00	1,746.00	1,437.00	3,648.00
Número de agentes con descalce negativo	696.00	3,972.00	2,502.00	7,170.00

Cuadro 12: Principales estadísticas descriptivas de los agentes con descalce cambiario al cierre de 2015.

	Exportadores netos	Importadores netos	Sin comercio exterior	Muestra Total
Número de agentes	1066	5628	3892	10586
A. Deuda (US\$ m)	\$ 3,277.33	\$ 16,176.75	\$ 5,505.15	\$ 24,959.23
B. Activos (US\$ m): financieros y préstamos activos	\$ 829.31	\$ 3,131.81	\$ 1,526.72	\$ 5,487.85
C. Forwards (US\$ m): Compras - Ventas	-\$ 287.52	\$ 3,391.26	\$ 43.83	\$ 3,147.58
Descalce total (US\$ m) = B + C - A	-\$ 2,735.54	-\$ 9,653.68	-\$ 3,934.59	-\$ 16,323.81
Descalce mediano (US\$)	-25,931.65	-24,641.40	-37,000.00	-28,891.65
% de agentes con descalce positivo	41.7%	40.8%	34.7%	38.7%
% de agentes con descalce negativo	58.3%	59.2%	65.3%	61.3%
Número de agentes con descalce positivo	445.00	2,298.00	1,351.00	4,094.00
Número de agentes con descalce negativo	621.00	3,330.00	2,541.00	6,492.00

Cuadro 13: Principales estadísticas descriptivas de los agentes con descalce cambiario al cierre de 2016.

	Exportadores netos	Importadores netos	Sin comercio exterior	Muestra Total
Número de agentes	1045	5593	3779	10417
A. Deuda (US\$ m)	\$ 3,057.58	\$ 15,213.35	\$ 9,371.13	\$ 27,642.06
B. Activos (US\$ m): financieros y préstamos activos	\$ 793.86	\$ 2,917.93	\$ 1,100.95	\$ 4,812.73
C. Forwards (US\$ m): Compras - Ventas	-\$ 179.11	\$ 3,204.12	\$ 129.07	\$ 3,154.08
Descalce total (US\$ m) = B + C - A	-\$ 2,442.84	-\$ 9,091.30	-\$ 8,141.11	-\$ 19,675.24
Descalce mediano (US\$)	-31,937.38	-12,900.00	-50,000.00	-28,300.94
% de agentes con descalce positivo	41.4%	44.9%	31.0%	39.5%
% de agentes con descalce negativo	58.6%	55.1%	69.0%	60.5%
Número de agentes con descalce positivo	433.00	2,513.00	1,171.00	4,117.00
Número de agentes con descalce negativo	612.00	3,080.00	2,608.00	6,300.00

**Notas:** El saldo de deuda incluye operaciones contraídas con entidades financieras del exterior e Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC).

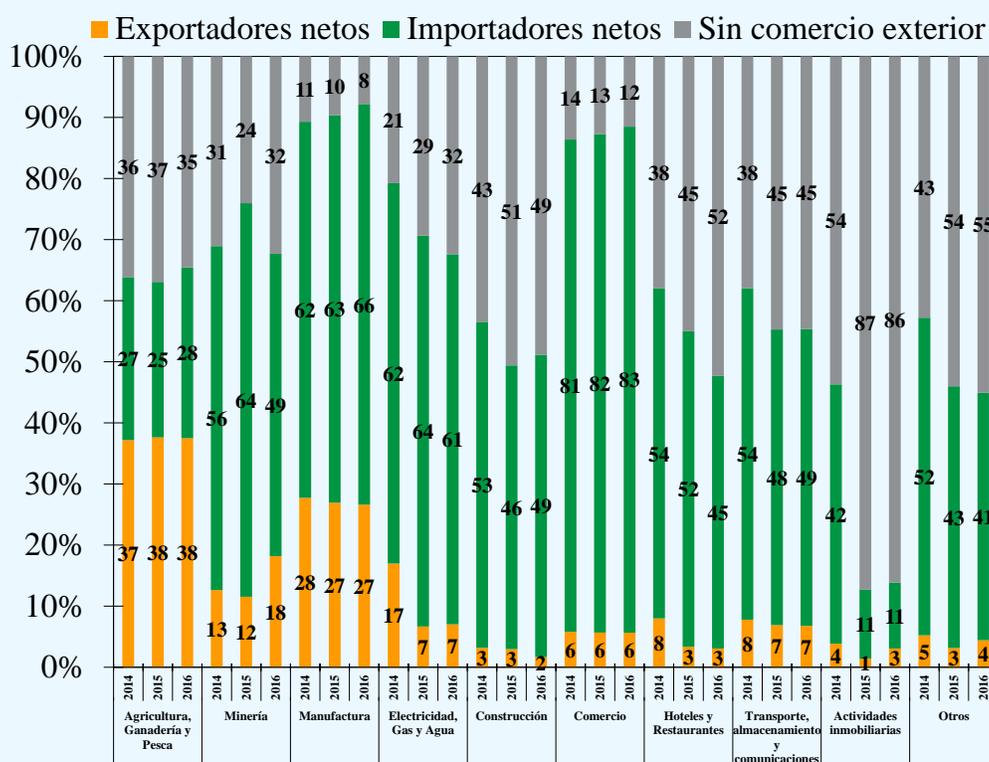
Para el saldo de las operaciones con forwards solo se contempla aquellas contraídas con IMC, más no incluye aquellas con agentes del off-shore.

**Fuente:** Banco de la República, DANE y DIAN; cálculos del autor.

<sup>75</sup>Cabe anotar que se volvió más positivo entre 2014 y 2015 para luego caer entre 2015 y 2016.

De otro lado, los importadores netos representan la mayoría de las empresas de las ramas de comercio, manufactura, electricidad, gas y agua, minería, construcción, transporte, almacenamiento y comunicaciones<sup>76</sup>. Por su parte, los exportadores netos tienen una participación importante en los sectores de agricultura, ganadería y pesca (para este sector son la mayoría), manufactura y en menor medida minería. De otro lado, los agentes sin comercio exterior son los más representativos en las ramas de actividades inmobiliarias y tienen participaciones importantes en los sectores de agricultura, ganadería y pesca, construcción, hoteles y restaurantes y transporte almacenamiento y comunicaciones (*Gráfico 56*).

Gráfico 56: Composición de los agentes con descalce cambiario por tipo de actividad distinguiendo entre sectores de la economía.



Fuente: Banco de la República, DANE, DIAN Superintendencia Financiera de Colombia y Superintendencia de Sociedades; ; cálculos del autor.

Adicionalmente, se puede apreciar que, en general, para todos los sectores, la tendencia es de descalces negativos (*Gráfico 57a*, *Gráfico 57b*) y *Gráfico 57c*)<sup>77</sup>. Por componentes del descalce, al comparar la magnitud de las fuentes<sup>78</sup> frente a las de los usos en dólares<sup>79</sup>, se evidencia que el primero fue significativamente más alto en los sectores de manufactura, minería, transporte, almacenamiento, información y comunicaciones.

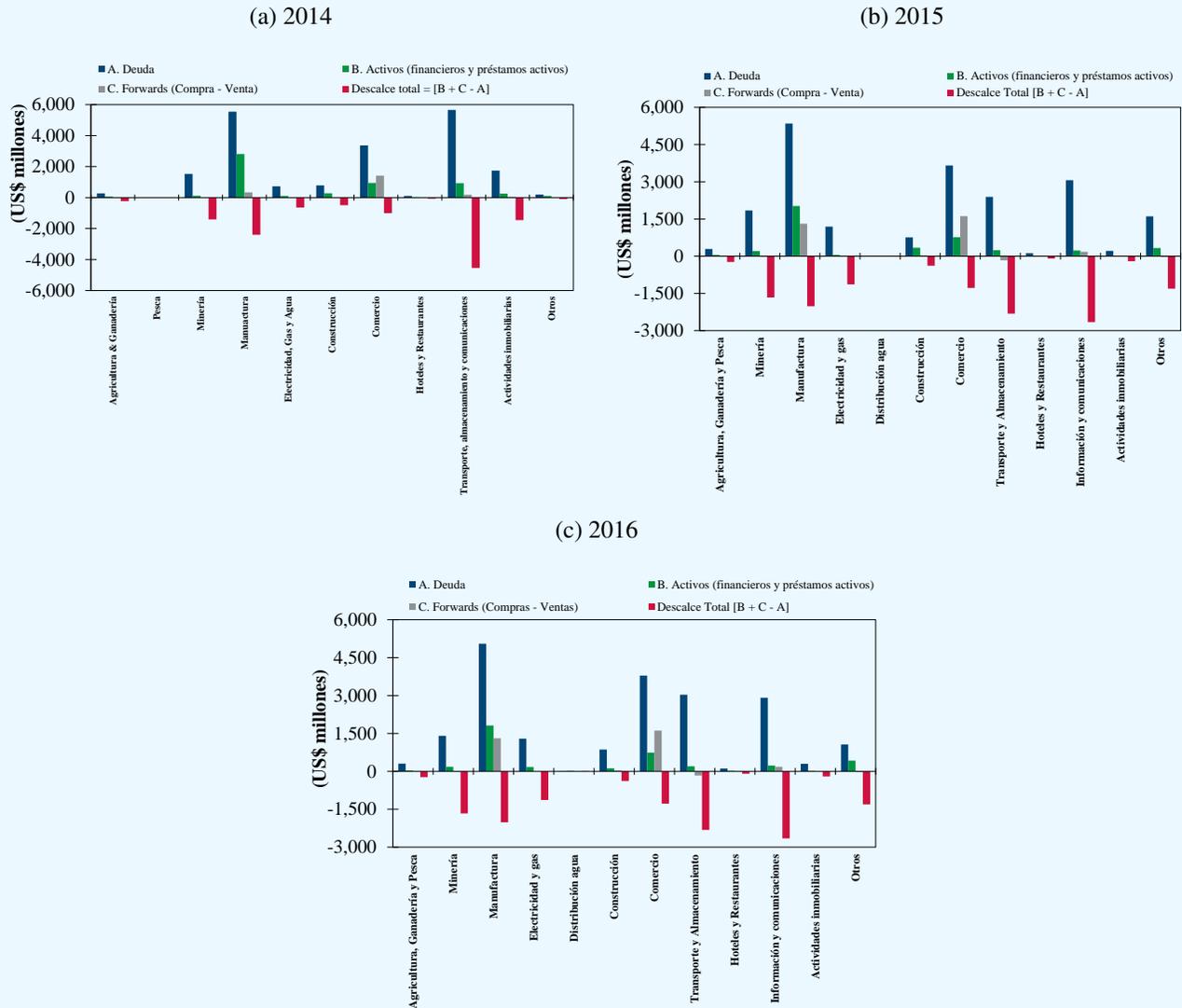
<sup>76</sup>Para este último caso, solo ocurre en 2014 y 2015.

<sup>77</sup>Cabe anotar que pesca en 2014 y electricidad, gas y agua en 2016 tuvieron un descalce cambiario positivo.

<sup>78</sup>Deuda en dólares con Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y con entidades financieras del exterior.

<sup>79</sup>Activos en dólares – financieros y préstamos activos –.

Gráfico 57: Evolución del descalce cambiario, por componente y rama de la economía entre 2014 y 2016



Fuente: Banco de la República, Superintendencia Financiera de Colombia y Superintendencia de Sociedades.; cálculos del autor.

## 9.2 Uso de derivados de las empresas de cobertura para el lapso 2014-2016

### 9.2.1. Derivados peso-dólar

De la intersección de las tres muestras de empresas con descalce cambiario observadas en 2014, 2015 y 2016, se obtiene una con 14.335 firmas. Para esta última, cuando se analiza el uso de derivados peso-dólar a través del tiempo<sup>80</sup> mediante el saldo diario de sus compras netas (operaciones de compra menos operaciones de venta,

<sup>80</sup>Entre el 31 de diciembre de 2014 y el 11 de septiembre de 2017.

corrigiendo por vencimientos), se encuentra que el 27% utilizaron forwards y menos del 10% usaron swaps y opciones (Cuadro 14). Los importadores netos fueron el grupo predominante en todas las categorías de derivados. Por rama de la economía, los sectores de comercio, manufactura, y agricultura y ganadería fueron los que más usaron derivados peso-dólar. Este último sector cuenta con una mayor representatividad dentro de las opciones, en términos relativos, frente a la observada en los *forwards*.

Cuadro 14: Uso de derivados por parte de las firmas descalzadas entre 2014 y 2016.

Derivado	# Empresas	% Muestra Total	% Exportador Neto	% Importador Neto	% Sin Comercio Exterior	% Ramas más representativas		
Forward	3825	26.7%	11.5%	73.9%	14.7%	Comercio: 53,4	Manufactura: 30,4	Agricultura y Ganadería: 3,1
Swap	5	0.03%	60.0%	20.0%	20.0%	Comercio: 66,7	Manufactura: 33,3	
Opción Call	460	3.2%	27.4%	64.8%	7.8%	Comercio: 46,9	Manufactura: 31,2	Agricultura y Ganadería: 15
Opción Put	361	2.5%	35.7%	54.6%	9.7%	Comercio: 41,2	Manufactura: 33,4	Agricultura y Ganadería: 18,4

Fuente: Banco de la República, Superintendencia Financiera de Colombia y Superintendencia de Sociedades.; cálculos del autor.

De otro lado, las firmas descalzadas fueron compradoras netas de divisas cuando utilizaron *forwards* y *swaps* y el saldo de compras netas aumentó entre 2014 y 2017. En cuanto a las opciones, en agregado, las empresas descalzadas pactaron más operaciones de venta de opciones *call* que de compra y cerraron más operaciones de compra que de venta en el caso de las *put*. En ambos casos, las compras netas cayeron durante el lapso bajo análisis (Gráfico 58a y Gráfico 58c).

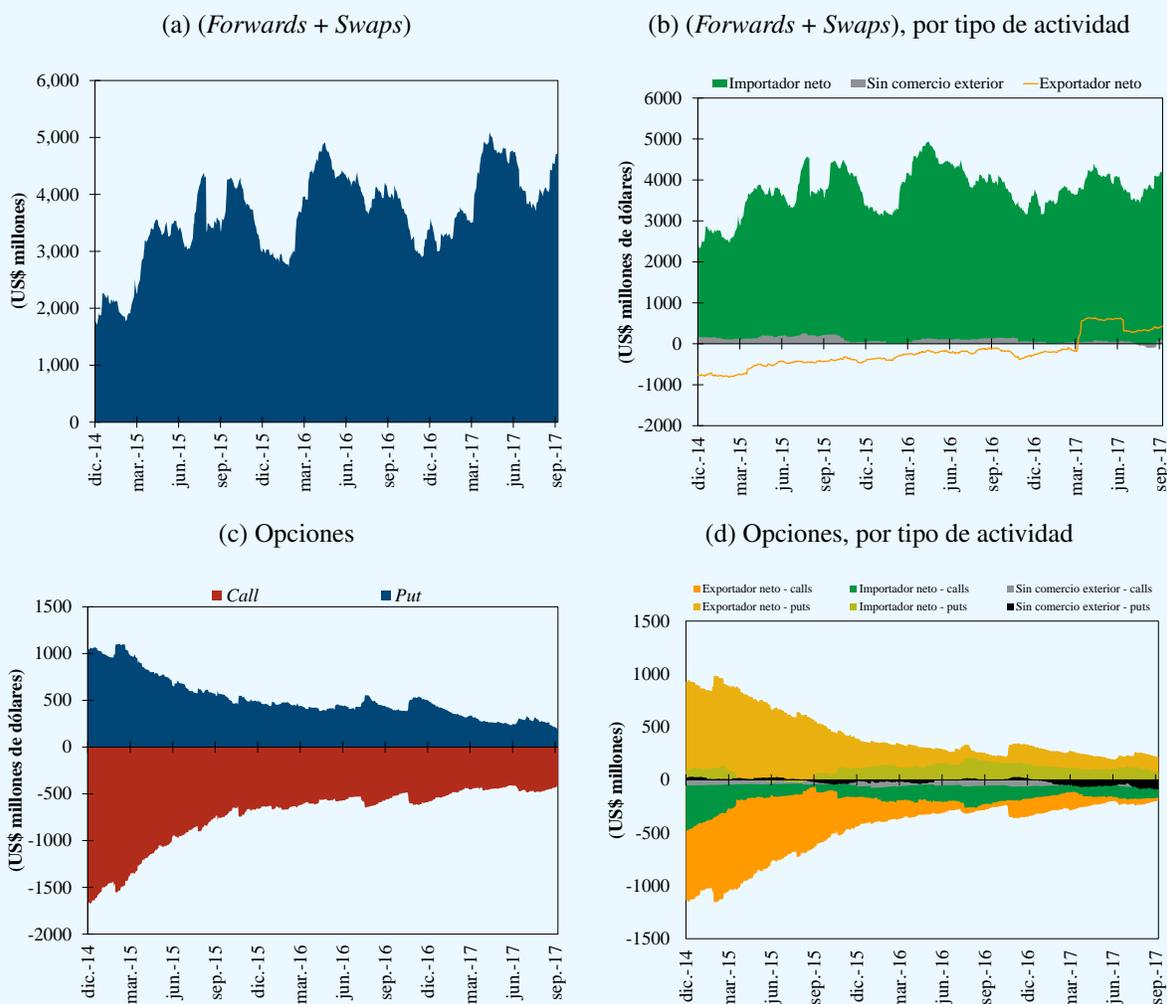
De acuerdo con el cuadro anterior, por tipo de instrumento, los importadores netos fueron los más representativos en el total de empresas descalzadas que cubrieron su exposición al riesgo cambiario con derivados. Cuando se mira la composición del saldo de compras netas por tipo de agente, se encuentra que, a través del tiempo, en los *forwards* y *swaps* predominaron los importadores netos, aunque los exportadores netos fueron vendedores netos de divisas hasta marzo del año en curso (Gráfico 58b). En el caso de las opciones, el saldo se concentró en los exportadores netos. Su participación cayó y los importadores ganaron representatividad en el lapso analizado (Gráfico 58d). En general, se puede apreciar una caída en el monto neto de opciones.

### 9.2.2. Forwards otras monedas

Al analizar las operaciones de las empresas descalzadas con derivados que tuvieron como subyacente un cruce distinto al peso-dólar, se encuentra que 81 empresas participaron en estas transacciones durante el período 2014-2016 y solo utilizaron *forwards*<sup>81</sup>. Por moneda, se encontró que la divisa más utilizada fue el euro teniendo en cuenta que, en promedio, el 89% de las empresas se encontraron expuestas a la misma en alguno de los lados del forward. Le siguió el dólar con una representatividad promedio de 70%. Para las monedas restantes se encuentra que el franco suizo y el yen japonés tuvieron la mayor relevancia, sobre todo en el 2014 y 2015. Les siguen el peso mexicano y el real de Brasil. Por sector, el más representativo fue comercio (53%) seguido de manufactura (34%).

<sup>81</sup> Al cierre de cada año se calculó la posición neta, es decir compras menos ventas excluyendo vencimientos para cada una de las monedas posibles.

Gráfico 58: Saldo diario de compras netas de divisas por tipo de derivado peso-dólar para las empresa descalzadas en 2014-2016



Fuente: Banco de la República, DANE y DIAN; cálculos del autor.

### 9.3 Salud financiera de las firmas descalzadas entre 2014 y 2016

El análisis de la salud financiera de las empresas con descalce cambiario se realiza mediante el indicador F-Score propuesto por Joseph D. Piotroski (2000) y que tiene como fin determinar si al final del ejercicio contable la situación financiera mejoró, se mantuvo estable o cayó frente a la del período anterior. Se define como la suma de nueve variables binarias (es decir, donde cada una puede tomar el valor de cero o uno) agrupadas en tres categorías: i. rentabilidad ( $F_{ROA}$ ,  $F_{CFO}$ ,  $F_{\Delta ROA}$ ,  $F_{ACCRUAL}$ ); ii. apalancamiento ( $F_{\Delta LEVER}$ ), liquidez ( $F_{\Delta LIQUID}$ ); fuente de fondos ( $EQ-OFFERING$ ) y iii. eficiencia operacional ( $F_{\Delta MARGIN}$  y  $F_{\Delta TURN}$ ) como se describe en el (Cuadro 15)<sup>82</sup>.

<sup>82</sup>En la edición del Reporte de Estabilidad Financiera del Banco de la República del segundo semestre del año en curso se presentará los resultados del indicador a discutir en esta sección para el sector corporativo privado, su evolución histórica y desagregado por rama económica. Adicionalmente, su utilidad como indicador de alerta temprana con el fin de evaluar la relación entre la salud financiera de un

Cuadro 15: Descripción componentes del *F-Score* y las condiciones para que sean iguales a 1

	Nombre	Variable	Toma el valor de 1 si
<b>Rentabilidad</b>	Rentabilidad del activo en el período	$F_{ROA}$	$ROA_t = \frac{(Utilidad\ neta)_t}{(Activo\ total)_{t-1}} > 0$
	Flujo neto de efectivo derivado de las actividades de operación (CFO)	$F_{CFO}$	$\frac{CFO_t}{(Activo\ total)_{t-1}} > 0$
	Cambio anual en la rentabilidad del activo	$F_{\Delta ROA}$	$ROA_t > ROA_{t-1}$
	<i>ACCRUAL</i> en el período	$F_{ACCRUAL}$	$\frac{CFO_t}{(Activo\ total)_{t-1}} > ROA_t$
<b>Apalancamiento, liquidez y fuente de fondos</b>	Cambio anual en el endeudamiento de largo plazo	$F_{\Delta LEVER}$	$\left(\frac{Pasivo\ largo\ plazo}{Activo\ total}\right)_t \leq \left(\frac{Pasivo\ largo\ plazo}{Activo\ total}\right)_{t-1}$
	Cambio anual en la liquidez	$F_{\Delta LIQUID}$	$\left(\frac{Activos\ corrientes}{Pasivos\ corrientes}\right)_t > \left(\frac{Activos\ corrientes}{Pasivos\ corrientes}\right)_{t-1}$
	Cambio anual en el fondeo	<i>EQ-OFFERING</i>	$(capital\ social)_t \leq (capital\ social)_{t-1}$
<b>Eficiencia Operacional</b>	Cambio en el margen bruto	$F_{\Delta MARGIN}$	$\left(\frac{Utilidad\ bruta}{Ingresos\ operacionales}\right)_t > \left(\frac{Utilidad\ bruta}{Ingresos\ operacionales}\right)_{t-1}$
	Cambio anual en la rotación de activos	$F_{\Delta TURN}$	$\frac{(Ingresos\ operacionales)_t}{(Activo\ total)_{t-1}} > \frac{(Ingresos\ operacionales)_{t-1}}{(Activo\ total)_{t-2}}$

Fuente: Piotroski (2000); diseño del autor.

De esta forma, el *F-Score*, o la medida agregada de salud financiera se calcula como:

$$F - Score = F_{ROA} + F_{CFO} + F_{\Delta ROA} + F_{ACCRUAL} + F_{\Delta LEVER} + F_{\Delta LIQUID} + EQ - OFFERING + F_{\Delta MARGIN} + F_{\Delta TURN} \tag{1}$$

Piotroski define a una empresa con salud financiera fuerte aquellas cuyo *F-Score* sea 8 o 9. Alternativamente, con situación financiera débil con un indicador agregado que tome valores de 0 o 1<sup>83</sup>.

### 9.3.1. Resultados del *F-Score* para las empresas con descalce cambiario

Se calculó el *F-Score* para las empresas con descalce cambiario y con disponibilidad de sus estados financieros (balance, pérdidas y ganancias y flujo de efectivo), mediante la información contable que la Superintendencia de Sociedades suministra con periodicidad anual para las firmas del sector real<sup>84</sup>. Como se puede observar en el Cuadro 16 la mediana del *F-Score* se ubicó en 5 para las firmas con descalce en 2014, 2015 y 2016. En términos del indicador promedio, el mejor desempeño se observó en 2015, seguido de 2014 y 2016. Al discriminar entre firmas con descalce cambiario positivo y negativo, se encuentra que las primeras han mostrado un mejor desempeño en su situación financiera. Por tipo de actividad, se aprecia que, a través del tiempo, los exportadores netos han mostrado, en términos marginales, una mejor situación financiera respecto a aquella para los importadores netos y los agentes sin comercio con el exterior. Estos últimos mostraron consistentemente los *F-Score* más bajos.

agente del sector real y su desempeño crediticio, i.e., qué tanto afecta la situación financiera en la calidad y mora de sus créditos adquiridos con agentes del sistema financiera colombiano.

<sup>83</sup>Cabe destacar que en el cuadro anterior, el indicador penaliza que una empresa incremente su fondeo con acciones o capital propio. En general, una firma puede fondearse mediante tres tipos de acreedores: bancos, proveedores y accionistas o socios. El costo de fondearse con bancos genera conflictos de agencia con los accionistas y aumenta la probabilidad de que la firma entre en insolvencia por la carga financiera asociada a la deuda bancaria. Por su parte, una dependencia alta con proveedores compromete que la firma pueda convertir rápidamente materias primas en ingresos operacionales, afectando así el ciclo de efectivo. De esta forma, bajo la lógica del *F-Score*, un mayor incremento en el fondeo vía patrimonio, dejando todo lo demás constante, muestra que la empresa no cuenta con la capacidad suficiente de generar recursos propios para aumentar su flujo de caja libre y así ejecutar sus proyectos de inversión y cumplir sus obligaciones con acreedores. En sí, similar al endeudamiento de largo plazo, el indicador penaliza que la firma aumente su fondeo con accionistas y socios ya existentes o nuevos.

<sup>84</sup>Para la muestra de descalce de 2014 se pudo calcular el *F-Score* para 4.615 empresas. Para las muestras de 2015 y 2016 esta cifra ascendió a 3.321 y 2.702 firmas, respectivamente.

En términos de los componentes del indicador (*Cuadro 17*), las variables que más contribuyeron en la salud financiera fueron la rentabilidad del activo ( $F_{ROA}$ ) y el cambio anual en el fondeo ( $EQ-OFFERING$ ), pues, en promedio, entre 2014 y 2016 cerca del 80% de las firmas descalzadas presentaron un valor de 1 en estas variables. Se aprecia a su vez un deterioro en el cambio anual de endeudamiento de largo plazo ( $F_{\Delta LEVER}$ ) y el cambio anual en la rotación de activos  $F_{\Delta TURN}$ , pues entre 2015 y 2016 el porcentaje de firmas con mejoras en este indicador cayó a través del tiempo. Lo anterior fue opuesto para el indicador que mide el cambio anual en la liquidez ( $F_{\Delta LIQUID}$ ) y la rentabilidad del activo ( $F_{\Delta ROA}$ ). Para el resto de las variables se aprecia un comportamiento estable a través del tiempo.

*Cuadro 16: F-Score para las empresas descalzadas, sub-muestras por tipo de descalce y por actividad*

	F-Score (mediana)			F-Score (promedio)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Muestra total	5	5	5	5.26	5.31	5.14
Muestra descalce positivo	5	6	5	5.50	5.48	5.23
Muestra descalce negativo	5	5	5	5.11	5.18	5.12
Exportadores netos	6	6	5	5.51	5.80	5.31
Importadores netos	5	5	5	5.26	5.29	5.19
Sin comercio exterior	5	5	5	5.01	5.05	4.99

**Fuente:** Banco de la República, DANE, DIAN y Superintendencia de Sociedades; cálculos del autor.

*Cuadro 17: Porcentaje de empresas con señales del F-Score positivas*

Año	$F_{ROA}$	$F_{\Delta ROA}$	$F_{CFO}$	$F_{ACCRUAL}$	$F_{\Delta MARGIN}$	$F_{\Delta TURN}$	$F_{\Delta LEVER}$	$F_{\Delta LIQUID}$	$EQ-OFFERING$
2014	76.6%	44.9%	61.8%	51.6%	49.3%	46.3%	64.7%	44.2%	86.2%
2015	77.9%	47.9%	60.4%	50.3%	47.7%	47.5%	65.3%	49.0%	85.2%
2016	82.5%	51.3%	64.5%	48.8%	47.7%	37.1%	43.8%	56.3%	85.3%

**Fuente:** Banco de la República y Superintendencia de Sociedades; cálculos del autor.

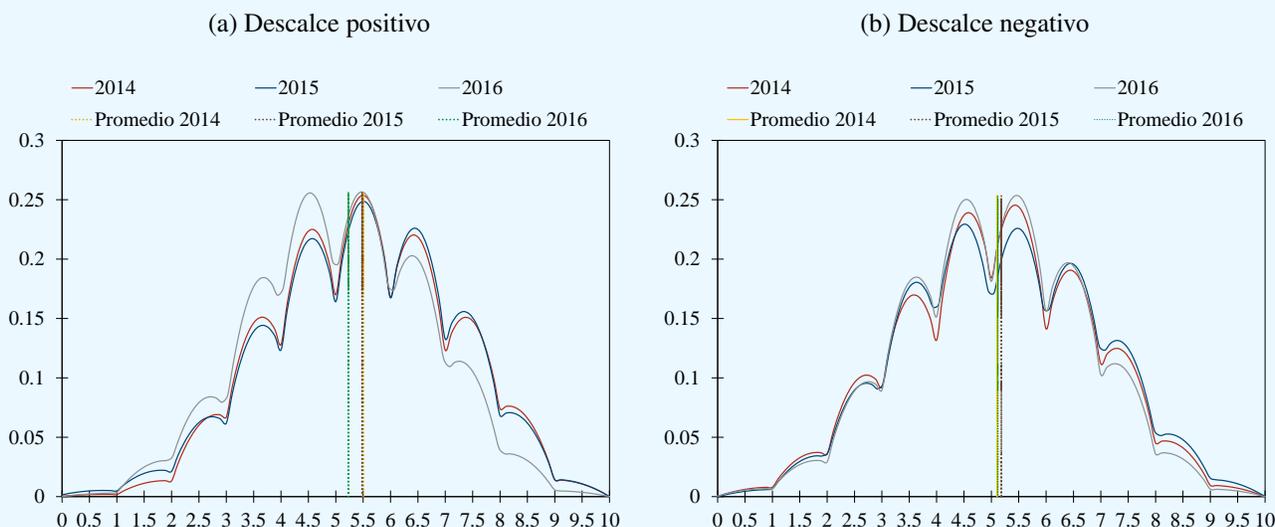
Finalmente, en términos de riesgo, se obtuvieron las distribuciones empíricas de probabilidad<sup>85</sup> del *F-Score* para las empresas descalzadas distinguiendo entre aquellas con descalce positivo (*Gráfico 59a*) y las que tuvieron desbalance cambiario negativo (*Gráfico 59b*) para 2014, 2015 y 2016. Se encuentran distribuciones simétricas, multimodales, con colas no pesadas, donde las puntuaciones de salud financiera se concentran entre 3 y 7 y con sesgo (asimetría) ligeramente negativo (es decir, proclives a concentrarse hacia la derecha), ya que el coeficiente de asimetría<sup>86</sup> para las firmas con descalce cambiario positivo se ubicó en 0,03, -0,14 y -0,03, respectivamente, y para aquellas con desbalance negativo en -0,05, -0,06 y -0,08, en su orden. Cabe resaltar que, gráficamente, no se observan diferencias importantes.

Lo anterior muestra que, en términos relativos, la salud financiera de los agentes con descalce cambiario positivo mejoró entre 2014 y 2015, pues las distribuciones del *F-Score* incrementaron su sesgo o asimetría positiva; mientras que ocurrió lo opuesto en 2016. De otro lado y, como se mencionó, el promedio del *F-Score* evidencian que las empresas negativamente descalzadas fueron consistentemente más frágiles que aquellas con desbalance cambiario positivo, aunque en el primer caso, de acuerdo con el coeficiente de asimetría, las distribuciones del indicador evidencian una mejora en el tiempo de su situación financiera.

<sup>85</sup>Mediante un *Kernel* de *Epanechnikov*.

<sup>86</sup>El coeficiente de asimetría mide qué tan concentrada es una distribución de probabilidad en alguna de sus colas. Entre más negativo, se dice que la distribución tiene sesgo hacia la izquierda, o que su cola izquierda tiene una mayor concentración de observaciones respecto a la derecha. A medida que se torna más positivo, se dice que la distribución tiene un sesgo positivo.

Gráfico 59: Distribuciones probabilidad teóricas (función de densidad de probabilidad) del *F-Score* para la firmas con descalce positivo y negativo.



Fuente: Cálculos del autor.

#### 9.4 Riesgo de crédito del sistema financiero local por su relación con firmas descalzadas para 2014-2016

Por último, es relevante analizar la situación del riesgo de crédito del sistema financiero colombiano por sus operaciones con las empresas descalzadas, teniendo en cuenta que, entre 2014 y 2016, concentraron, en promedio, el 43,3% del saldo vigente de la cartera comercial y el 62,5% cuando solo se miran los créditos denominados en M/E<sup>87</sup>. El riesgo de crédito del sistema financiero a las empresas descalzadas se mide a partir de dos indicadores, el Indicador de Calidad de Cartera (ICR) y el Indicador de Calidad de Mora (ICM)<sup>88</sup>.

Al cierre de 2014, 2015 y 2016, por tipo de grupo (exportador neto, importador neto y deudor sin comercio exterior) y al distinguir entre firmas con descalce positivo y descalce negativo, dichos indicadores muestran aquellas con desbalance cambiario positivo (es decir expuestas a apreciaciones de la TRM) mostraron, en general, mejoras del ICR y el ICM, mientras lo contrario ocurrió para aquellas con descalce negativo (*Gráfico 60*), lo cual es consistente con la depreciación que experimentó el peso colombiano frente al dólar estadounidense entre 2014 y 2016.

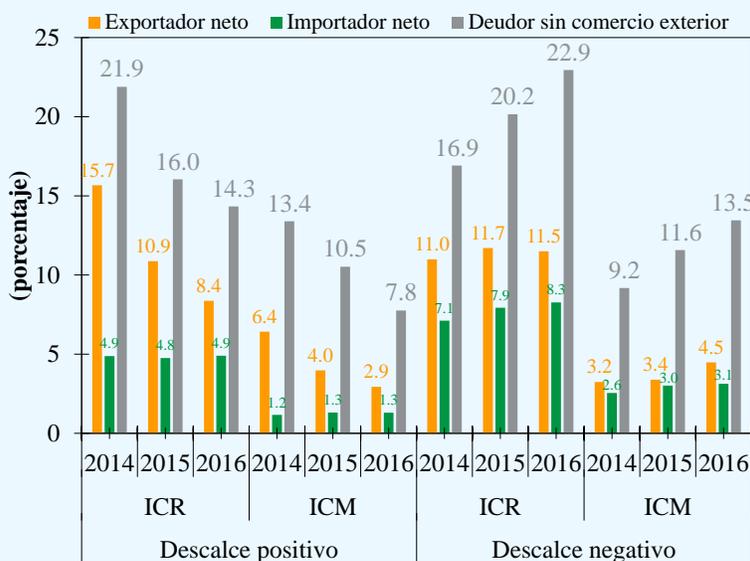
Atando los resultados de esta sección con la anterior, y para terminar, un trabajo posterior podría analizar los resultados del *F-Score* en un período de depreciación/apreciación de la tasa de cambio nominal y analizar si permite predecir la quiebra de los agentes vulnerables (e.g., importadores netos o deudores sin comercio exterior con

<sup>87</sup>El porcentaje del saldo vigente de cartera comercial del sistema financiero colombiano para las empresas con descalce fue, al cierre de 2014, de 42%, para la muestra observada al finalizar 2015 de 44% y para las firmas evaluadas al terminar 2016 de 44%. Para el saldo de créditos comerciales denominados en M/E, las cifras anteriores ascendieron a 63%, 64% y 60%, respectivamente.

<sup>88</sup>El indicador de calidad por riesgo (ICR) se define como la proporción entre la cartera riesgosa y la total (la cartera riesgosa corresponde a todos los créditos con calificación diferente de A, en una escala que va de A a E, donde A es la mejor calificación). Por su parte, el Indicador de Calidad por Mora (ICM) se calcula como la razón entre la cartera vencida y la total (la cartera vencida incluye los créditos que se han dejado de pagar por un período mayor a treinta días). El primero refleja la valoración que hace la entidad financiera del riesgo de crédito que se expone al deudor y el segundo muestra la materialización de dicho crédito en el acreedor.

deuda en M/E en el caso de una tendencia de depreciación o exportadores netos en un escenario de revaluación). En el mismo sentido se podría estudiar de qué forma las variables que describen la situación financiera de una empresa ayudan a explicar la transición entre las calificaciones del *F-Score* distinguiendo por grupos expuestos a movimientos de la TRM.

Gráfico 60: Indicadores de riesgo de crédito para las firmas descalzadas, distinguiendo por actividad, para 2014-2016.



Fuente: Banco de la República, DANE, DIAN Superintendencia Financiera de Colombia y Superintendencia de Sociedades; ; cálculos del autor.

### 9.5 Referencias

1. Piotroski, J.D. (2000), *Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers*, Journal of Accounting Research, Vol. 38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm (2000), pp. 1-41.
2. Restrepo, S., Niño Cuervo, J. & Uribe Montes, E. (2014). *Descalces cambiarios de las firmas no financieras en Colombia*, Borradores de Economía, Banco de la República. Disponible en: [https://econpapers.repec.org/paper/ bdrborrec/805.htm]